

DEN FINANSIELLE KRISE I DANMARK

– årsager, konsekvenser og læring

DEN FINANSIELLE KRISE I DANMARK
– årsager, konsekvenser og læring

Publikationen kan hentes på
Erhvervs- og Vækstministeriets
hjemmeside: www.evm.dk

Erhvervs- og Vækstministeriet
Slotsholmsgade 10-12
1216 København K
Telefon: 3392 3350
E-mail: evm@evm.dk
Hjemmeside: www.evm.dk

Rosendahls – Schultz Grafisk A/S

Indholdsfortegnelse

Forord.....	9

Del 1: Konklusioner og anbefalinger

1. Udvalgets konklusioner om årsagerne til den finansielle krise	13
1.1 Indledning.....	13
1.2 Årsagerne til finanskrisen i Danmark.....	15
2. Udvalgets anbefalinger til regeringen	27
2.1 Makropolitikken og optimisme	27
2.2 Det finansielle tilsyn.....	30
2.3 De finansielle institutter	34
2.4 Corporate Governance	41
2.5 Revisorer	45
2.6 Forbrugerforhold.....	46
2.7 Indskydergarantifonden	50

Del 2: Baggrund

3. Indledning	53

Afsnit I: Internationale forhold og danske makroøkonomiske forhold.....57

4. Internationale årsager til finanskrisen	59
4.1 International makroøkonomisk baggrund for krisen.....	61
4.1.1 Globale ubalancer	67
4.1.2 Boligmarkederne	68
4.1.3 Privat og offentlig gældsætning	72
4.2 International finansiell baggrund for krisen.....	75
4.2.1 Subprime långivning og strukturerede kreditobligationer	75
4.2.2 Credit default swaps	83
4.3 Finanskrisens forløb globalt.....	85
4.3.1 Efteråret 2008 i USA.....	85
4.3.2 Udviklingen i Europa.....	87
4.3.3 Fra finansiell til realøkonomisk krise.....	88
4.3.4 Statsgældsmarkedet og den europæiske statsgældskrise	91
5. Makroøkonomisk udvikling i Danmark	95
5.1 Arbejdsmarkedet	97
5.2 Konkurrenceanvnen	101
5.3 Forbrug, investering og opsparing	102
5.4 Forbrugertillid	104
5.5 De offentlige finanser op til krisen	105
5.5.1 Offentlig saldo og gæld.....	106
5.5.2 Aktivitetsvirkning af finanspolitikken	107
5.5.3 Planlagt og realiseret finanspolitik	109
5.6 Udviklingen efter krisen	111
5.7 Hvor meget af den realøkonomiske krise kom til os udefra?	114

6.	Ejendomsmarkedet i Danmark	117
6.1	Ejerboligmarkedet	119
6.1.1	Boligpriser.....	119
6.1.2	Låntyper og skattestop	123
6.1.3	Overoptimistiske forventninger	131
6.1.4	Husholdningernes gældsætning	134
6.2	Erhvervsejendomme	137
6.2.1	Udviklingen i priserne på erhvervsejendomme	138
6.2.2	Salg og udlejning af erhvervsejendomme.....	139
6.2.3	Afkast og tvangsauktioner for erhvervsejendomme.....	141
6.3	Landbrugsejendomme.....	143
	Afsnit II Regulering og tilsyn	147
7.	Regulering og tilsyn med kreditinstitutter inden krisen	149
7.1	Finansiell lovgivning	151
7.1.1	IFRS	154
7.1.2	Basel I og II.....	157
7.2	Det finansielle tilsyn.....	162
7.2.1	Finanstilsynet.....	163
7.2.2	Nationalbanken.....	171
7.2.3	Koordination på det finansielle område	177
	Afsnit III: Den danske finansielle sektor.....	179
8.	Danske kreditinstitutter inden krisen	181
8.1	Pengeinstitutter	183
8.1.1	Udlånsvækst.....	183
8.1.2	Finansiering af udlånsvækst	187
8.1.3	Gearing.....	192
8.1.4	Egenkapitalforrentning.....	195
8.1.5	Sektorvækst og -koncentration	196
8.1.6	Beskrivelse af de største danske pengeinstitutter inden krisen ..	200
8.2	Realkreditinstitutter.....	211
8.2.1	Strukturen i realkreditsektoren.....	211
8.2.2	Ændringer i låntyper og finansiering	214
9.	Fra likviditetskrise til finansiell krise 2008-09	219
9.1	Likviditetskrisens effekt på danske kreditinstitutter	220
9.2	Det danske pengemarked	223
9.3	Pengeinstitutternes finansieringssituation	225
9.4	Realkreditmarkedet	227
10.	Danske kreditinstitutter efter udbruddet af krisen.....	233
10.1	Pengeinstitutter	234
10.1.1	Udlånsvækst og nedskrivninger.....	235
10.1.2	Spredning i nedskrivninger	236
10.1.3	Egenkapitalforrentning.....	240
10.2	Realkreditinstitutter.....	243
11.	Danske nødlidende pengeinstitutter	249

11.1	Indledning om de nødlidende institutter.....	251
11.2	Karakteristik af de nødlidende pengeinstitutter.....	253
11.2.1	Case 1: Roskilde Bank	253
11.2.2	Case 2: Løkken sparekasse	254
11.2.3	Case 3: Amagerbanken	255
11.3	Sektorbeskrivelse	257
11.3.1	Udlånsvækst.....	257
11.3.2	Ejendomskoncentration	259
11.3.3	Andre nøgletal	261
11.4	Økonometrisk undersøgelse af faktorerne.....	264
11.5	Udvalgte tabsgivende engagementstyper	267
11.5.1	Erhvervsejendomme.....	267
11.5.2	Pantebreve	269
11.5.3	Store engagementer overtaget af Finansiell Stabilitet A/S	272
11.5.4	Landbrug	275
11.6	Pengeinstitutternes corporate governance	279
11.6.1	Aktionærforhold og -begrænsninger	280
11.6.2	Bestyrelsernes sammensætning	282
11.6.3	Udviklingen i incitamentsafløbning	283
11.6.4	Fratrædelsesordninger	286
11.6.5	Sammenhæng mellem corporate governance og risikotagning..	287
11.6.6	Andet i relation til corporate governance	288
11.6.7	Revisorernes rolle.....	289
11.7	Retsligt efterspil.....	295
Afsnit IV: Krisehåndtering og opfølgning på krisen		299
12.	Den danske krisehåndtering.....	301
12.1	Valutamarkedet og valutareserven.....	303
12.2	Nationalbankens likviditetstiltag.....	306
12.3	Beskrivelse af bankpakkerne.....	309
12.3.1	Bankpakke I.....	311
12.3.2	Kreditpakken (Bankpakke II).....	314
12.3.3	Exitpakken (Bankpakke III)	319
12.3.4	Konsolideringspakken (Bankpakke IV)	322
12.3.5	Udviklingspakke (Bankpakke V)	324
12.4	Diskussion af krisehåndteringen og alternative muligheder	325
12.4.1	Bankpakke I.....	327
12.4.2	Kreditpakken (Bankpakke II).....	329
12.4.3	Exitpakken (Bankpakke III)	335
12.4.4	Konsolideringspakken (Bankpakke IV)	336
12.4.5	Udviklingspakken (Bankpakke V)	336
13.	Læring og opfølgning på krisen	337
13.1	International opfølgning på krisen	339
13.2	Dansk opfølgning på krisen	349
13.2.1	Finanstilsynets erfaringer fra krisen.....	349
13.2.2	Nationalbankens erfaringer.....	350
13.3	Ændringer i regler og tilsynspraksis efter krisen.....	351

13.3.2	Tilsynsdiamanten og holdbare forretningsmodeller	353
13.3.3	Skærpede krav til institutternes ledelse og revision	355
13.3.4	Ændrede krav til nedskrivninger og solvens	356
13.3.5	Åbenhed og kommunikation	357
13.4	Andre tiltag efter krisen	358
13.5	Samfundsøkonomiske omkostninger ved finansielle kriser	360
13.6	Erfaringer fra krisen 1987-93	361
Afsnit V: Forbrugerforhold		365
14.	Privatkundebeskyttelse	367
14.1	Overordnet beskrivelse af rådgivning i pengeinstitutter	369
14.2	Privatkunders anvendelse af finansielle produkter	370
14.3	Produktudbuddet og problemsager fra finanskrisen	373
14.3.1	Strukturerede investeringsprodukter	374
14.3.2	PLUS Råvarer (Super) 2013	375
14.3.3	Investering i ScandiNotes	376
14.3.4	Jyske Invest Hedge Markedsneutral-Obligationer	378
14.3.5	Salg af egne aktier og garantbeviser	379
14.3.6	Lånefinansieret investering	381
14.3.7	Valutalån	383
14.3.8	Renteswap	383
14.4	Finansielle supermarkeder	385
14.5	Rådgiverens rolle	386
14.6	Beskrivelse af lovgivning og tilsynspraksis	388
14.6.1	Privatkundebeskyttelsens udvikling frem til 2008	388
14.6.2	Reglernes anvendelsesområde	389
14.6.3	Tilsynspraksis	389
14.6.4	Tiltag som følge af krisen	390
14.7	Er privatkundebeskyttelsen tilstrækkelig?	393
14.7.1	Er adfærdsreglerne tilstrækkelige og præcise nok?	393
14.7.2	Er tilsynet tilstrækkeligt?	398
14.7.3	Sanktioner, herunder erstatningsansvar	399

Bilag

Bilag A – Kommissorium for udvalg om finanskrisens årsager	403
Bilag B – Fortolkning af kommissorium ad rådgivning af kunder	405
Bilag C – Udvalgte begivenheder op til og under finanskrisen	407
Bilag D – Udvalgte nødlidende pengeinstitutter	415
Bilag D.1 Gudme Raaschou Bank	415
Bilag D.2 Capinordic Bank	416
Bilag D.3 EBH Bank	417
Bilag D.4 Max Bank	418
Bilag D.5 Fionia Bank	420
Bilag D.6 Eik Banki	421
Bilag D.7 Eik Bank Danmark	422
Bilag D.8 Fjordbank Mors	423

Bilag E – Eksempel på pantebrevskarrusel	425
Bilag F – Baggrundsmateriale til afsnit 11.6 om corporate governance	431
Bilag F.1 Danske børsnoterede pengeinstitutter ultimo 2007	431
Bilag F.2 Statistisk test af betydningen af corporate governance	432
Bilag F.3 Eksempler på ens formuleringer om corporate governance	435
Bilag G – Ledelsesansvarssager anlagt af Finansiell Stabilitet A/S	437
Bilag H – Oversigt over ydede garantier og statslige indskud.....	441
Bilag H.1 Statusoversigt for nationale initiativer af 17. oktober 2008	441
Bilag H.2 Oversigt over indskud af statslig hybrid kernekapital.....	444
Bilag H.3 Oversigt over individuelle statsgarantier.....	446
Bilag I – Centrale forbrugerretlige beskyttelsesregler frem til 2008.....	449
Bilag I.1 – Forbrugerombudsmanden	449
Bilag I.2 – Bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder	450
Bilag I.3 – Bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel ...	454
Bilag I.4 – Prisoplysningsbekendtgørelsen	458
Bilag I.5 – Eksempel på salgsmateriale fra Roskilde Bank	461
Bilag J – Oversigt over forbrugerretlige tiltag som følge af krisen.....	463
Bilag J.1 – Risikomærkning af investeringsprodukter	463
Bilag J.2 – Risikomærkning af lån.....	465
Bilag J.3 – Kompetencekravsbekendtgørelsen.....	467
Bilag J.4 – Forbud mod lån til køb af egne aktier/garantbeviser	468
Bilag J.5 – God skik-bekendtgørelsens § 20.....	469
Bilag J.6 – Styrkelse af Forbrugerombudsmandens kompetencer.....	470
Bilag K: Oversigt over stramninger af den finansielle regulering.....	471
Litteraturhenvielse	477

Forord

Det er fem år siden, at den finansielle krise eskalerede voldsomt i efteråret 2008, både internationalt og i Danmark. Aktiemarkeder faldt til jorden som sten, frygten på de finansielle markeder var høj, kreditinstitutter krakkede, og mange der ikke krakkede fik store udfordringer. Stater måtte træde til med likviditets-, kapital- og andre hjælpeforanstaltninger. Nogle stater kom tæt på randen af bankerot. Den finansielle krise fik også alvorlige konsekvenser for resten af økonomien. Dansk økonomi faldt kraftigt og har siden haft svært ved rigtig at komme i gang igen, selv fem år efter krisen. Arbejdsløsheden steg, om end fra et meget lavt niveau. Boligpriserne faldt, om end fra et meget højt niveau. Statens gæld voksede. Den finansielle krise har alt i alt haft betydelige negative konsekvenser.

På denne baggrund nedsatte regeringen i starten af 2012 udvalget om finanskrisens årsager.

Udvalget har analyseret årsagerne til finanskrisen og de iværksatte opstramninger, der er gennemført efter krisen. Udvalget har ikke haft til opgave at placere juridisk ansvar på enkeltpersoner, enkeltvirksomheder eller myndigheder.

Rejsen har været lang og lærerig. Udvalget havde dets første møde den 2. marts 2012. Siden da fulgte 32 udvalgsmøder. Det har været spændende. Resultatet af rejsen er denne rapport.

Rapporten beskriver og analyserer årsagerne til den finansielle krise, startende med den internationale krise, men med vægt på den danske. Udvalget har haft som mål, at dets konklusioner og anbefalinger skulle baseres på forholdsvis grundige beskrivelser og analyser. Da kommissoriet samtidig har været omfangsrigt, er rapporten ligeledes blevet forholdsvis omfangsrig.

Én overordnet konklusion er, at der kan læres meget af krisen. Det er mit håb, at læringen kan blive forankret med denne rapport.



Jesper Rangvid

Formand for udvalget om finanskrisens årsager

**DEL 1:
KONKLUSIONER
OG
ANBEFALINGER**

1. Udvalgets konklusioner om årsagerne til den finansielle krise

1.1 Indledning

Udvalget om finanskrisens årsager er nedsat for at skabe et klarere billede af den finansielle krises årsager og konsekvenser. Udvalget skal også foretage en vurdering af effekterne af de opstramninger, der er foretaget for at understøtte den finansielle stabilitet samt vækst og beskæftigelse i dansk økonomi. I den sammenhæng er det naturligt indledningsvist at fastlægge, hvad der forstås ved "finanskrisen i Danmark". Udvalget har drøftet dette spørgsmål og er kommet frem til følgende:

Finanskrisen i Danmark startede for alvor i sommeren 2008 med sammenbruddet i Roskilde Bank. Forud herfor havde der allerede været udfordringer i det internationale finansielle system siden midten af 2007.

Fra sommeren 2008 til efteråret 2010 gennemlevede Danmark en egentlig systemisk finansiell krise i pengeinstitutsektoren som følge af store tab og nedskrivninger samt store likviditetsmæssige udfordringer i pengeinstitutterne. Som en konsekvens heraf blev det af hensyn til den finansielle stabilitet nødvendigt med statslig involvering i sektoren gennem overtagelse og afvikling af nødlidende pengeinstitutter, garantier over for sektoren, kapitalindskud og ekstraordinære likviditetstiltag.

En finansiell krise og efterfølgende statslige indgreb fandt ikke kun sted i Danmark, men i de fleste vestlige lande, heriblandt EU-lande. Til forskel fra flere andre EU-lande er den danske finansielle sektor blevet opkrævet en betaling for de foranstaltninger, der er gennemført, for at mindske finanskrisens konsekvenser for Danmark.

Perioden fra sommeren 2008 til efteråret 2010 var karakteriseret ved store tab i pengeinstitutsektoren, og mange institutter blev presset på deres solvens. Der var ingen traditionelle "bankruns" (hvor småsparere stiller sig i kø for at hæve deres penge), hvilket også skal ses i lyset af den ubegrænsede statsgaranti over for alle indskydere og andre simple kreditorer under Bankpakke I.

Mange pengeinstitutter havde udfordringer med at skaffe likviditet (markedsfinansiering). Baggrunden herfor var, at en væsentlig del af den markante stigning i pengeinstitutternes udlån i årene op til krisen var baseret på udenlandsk markedsfinansiering, herunder markedsbaseret indskud fra andre kreditinstitutter og pengemarkedsfonde og udstedelser af obligationer. Dette fundamentale skifte i pengeinstitutternes finansieringssituation fra traditionelt indlånsfinansieret udlån til en stigende grad af udenlandsk markedsfinansieret udlån kan betegnes som en væsentlig ændret forretningsmodel. Den ændrede forretningsmodel resulterede i opbygningen af et betyde-

ligt indlånsunderskud i de danske pengeinstitutter forud for krisen. Pengeinstitutternes øgede afhængighed af kort markedsfinansiering blev i efteråret 2008 udfordret, da udenlandske kreditinstitutter og pengemarkedsfonde blev usikre på de danske pengeinstitutters sundhedstilstand og dermed deres kreditværdighed. Usikkerheden betød, at en del af de danske pengeinstitutters forpligtigelser, der forfaldt i efteråret 2008, ikke kunne refinansieres. Dette kan karakteriseres som "et moderne bankrun". De danske pengeinstitutter blev for alvor afskåret fra adgang til likviditet på grund af den internationale tillidskrise mellem finansielle institutioner, der opstod i kølvandet på den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers konkurs i september 2008. Tilgængeligheden af US dollar blev også begrænset, hvilket ligeledes var med til at skabe problemer. Tilliden blev først delvist genoprettet med den statslige garanti under Bankpakke I, herunder for udenlandske kreditorers lån og indskud.

Den finansielle krise har i forskellig grad udfordret de enkelte pengeinstitutter. Nogle pengeinstitutter kom i meget store problemer og blev nødlidende og er siden blevet afviklet i regi af det statslige afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet A/S, mens andre udfordrede institutter har fundet en privat løsning. I alt er 62 pengeinstitutter i Danmark ophørt i perioden 2008 til august 2013. Mange af disse institutter var små, og visse institutter er ikke ophørt som en direkte følge af krisen. Endelig har nogle pengeinstitutter kun været udfordret i begrænset omfang og enkelte slet ikke. Ca. halvdelen af institutterne havde en positiv forrentning af egenkapitalen i perioden 2008-11.

Det er primært den danske pengeinstitutsektor, der har været udfordret af finanskrisen. Til trods for faldende boligpriser har realkreditinstitutterne således ikke oplevet væsentlige tab på udlånene. Det skyldes bl.a. den relativt lave arbejdsløshed i Danmark og det historisk lave renteniveau. Udvalget har ikke vurderet finanskrisens betydning for pensionssektoren og forsikringssektoren.

Finanskrisen har ikke ført til et fald i det samlede udlån på trods af, at der er sket et kraftigt fald i det danske bruttonationalprodukt (BNP). Der er dog sket en forskydning (substitution) i låntagningen fra pengeinstitutter til realkreditinstitutter.

Perioden fra udløbet af Bankpakke I i efteråret 2010 frem til skrivende stund kan ikke karakteriseres som en egentlig systemisk finansiell krise, men dele af den danske finansielle sektor er stadig under pres, og staten er fortsat involveret i sektoren via kapitalindskud, medejerskab og lån med individuel garanti. Likviditetssituationen er løst op, men nogle institutter har været presset på solvensen og er blevet nødlidende. Det har således også i perioden efter udløbet af Bankpakke I i efteråret 2010 været nødvendigt at håndtere enkelte nødlidende pengeinstitutter i regi af Finansiell Stabilitet A/S, ligesom der er set visse private løsninger i form af fusioner og overtagelser.

Den økonomiske aktivitet i Danmark faldt kraftigt i forbindelse med finanskrisen. BNP faldt således under krisen med knap 7 pct. fra årsskiftet 2007/08 og frem til 2009. Genopretningen efter krisen har været svag, også sammenlignet med andre lande, og BNP ligger fortsat ca. 5 pct. under niveauet før krisen. Krisen i Danmark har således haft betydelige afledte samfundsøkonomiske konsekvenser, herunder statsfinansielle konsekvenser, udover de direkte konsekvenser for den finansielle sektor.

1.2 Årsagerne til finanskrisen i Danmark

Finanskrisen i Danmark opstod som konsekvens af et kompliceret samspil mellem en række forudgående forhold, herunder en forholdsvis høj og tilsyneladende holdbar økonomisk vækst, der medførte en udbredt optimisme og deraf følgende generel undervurdering af risiko, procyklisk (konjunkturmedløbende) finanspolitik, procyklisk regulering af den finansielle sektor, lempelige finansielle vilkår, risikosøgende kreditinstitutter og utilstrækkelig selskabsledelse i en række pengeinstitutter. Årsagen til finanskrisen er således en kombination af mange faktorer – både internationale og nationale – der spillede sammen, og det er derfor ikke muligt at udpege én årsag eller én skurk bag den finansielle krise.

Danmark er en lille, åben økonomi, der er økonomisk og finansielt tæt integreret med resten af verdensøkonomien. Det er derfor udvalgets vurdering, at Danmark ikke kunne have undgået at blive ramt af den internationale finansielle krise. Samtidig er det dog også vurderingen, at en række nationale omstændigheder gjorde, at dansk økonomi og en betydelig del af de danske kreditinstitutter havde bragt sig i en sårbar position. Det er derfor udvalgets overordnede vurdering, at styrken i gennemslaget af den finansielle krise i Danmark kunne have været mindre, hvis der havde været ageret anderledes forud for krisen.

I det følgende redegøres for de væsentligste årsager til finanskrisen og dens gennemslag i Danmark samt for områder, hvor udvalget vurderer, at anderledes ageren inden krisen sandsynligvis kunne have mindsket dens konsekvenser. Desuden redegøres der for de gennemførte tiltag til håndtering af finanskrisen mv.:

- i. Både internationalt og i Danmark var årene inden finanskrisen kendetegnet ved en forholdsvis høj, og tilsyneladende holdbar, økonomisk vækst, lav og stabil inflation samt lave renter, jf. kapitel 4.
- ii. Det medførte en udpræget optimisme. Optimismen var bredt funderet og prægede både politikere, myndigheder og centralbanker såvel som kreditinstitutter, ratingbureauer, erhvervsvirksomheder og helt almindelige forbrugere, jf. kapitel 4 og 5.
- iii. Den bredt funderede optimisme førte til en undervurdering af de reelle risici og dermed til en lav "betaling" (præmie) for at påtage sig, hvad der senere skulle vise sig at være en stor risiko på mange typer aktiver. Krisen, og især dens voldsomhed, blev således generelt ikke forudset; heller ikke af de relevante myndigheder og centralbanker, hverken i Danmark eller i udlandet.
- iv. Én blandt flere centrale årsager til, at den internationale finansielle krise generelt ikke blev forudset, var den stigende kompleksitet af det finansielle system i årene inden krisen, jf. kapitel 4. Der var på daværende tidspunkt en udbredt tiltro til, at nye finansielle produkter, der samlede og "ompakkede" risici i forskellige kategorier, gjorde det muligt at fordele risici på en mere hensigtsmæssig måde end det tidligere havde været muligt, og derved gjorde systemet mere robust. Realiteten viste sig dog at være, at den stigende kompleksitet i det finansielle system vanskeliggjorde identifikationen af opbygningen af systemiske risici, som kunne true den finansielle stabilitet. Den stigende kompleksitet

og uigennemsigthed i det finansielle system var af mindre relevans for krisen i Danmark i forhold til dens relevans for krisen i f.eks. USA.

- v. Omfanget af den internationale finansielle krise blev endvidere ikke forudset på grund af de betydelige risici, der blev opbygget udenfor det traditionelle banksystem i det såkaldte "skyggebanksystem" (omfattende f.eks. kapital- og hedgefonde), og dermed ikke underlagt det traditionelle banksystems regulering og tilsyn. Væksten i dette marked var i betydeligt omfang et resultat af regulatorisk arbitrage, hvor finansielle virksomheder flyttede aktiviteter over på mindre regulerede eller ikke regulerede markeder. I USA voksede dette marked betydeligt i årene forud for krisen.
- vi. En væsentlig årsag til finanskrisen i Danmark var påvirkningen fra den internationale finansielle krise, jf. kapitel 5. Der var dog også nationale omstændigheder, der bidrog til at skærpe krisen i Danmark.
- vii. I Danmark var finanspolitikken i modsætning til tidligere opsving procyklisk i årene inden krisen, jf. kapitel 5. Det vil sige, at i stedet for at modvirke et kraftigt pres på arbejdsmarkedet og økonomien generelt medførte den realiserede finanspolitik yderligere pres på økonomien. Finanspolitikken var således konjunkturmedløbende. Dette er specielt et problem i en økonomi som den danske med en fast valutakurs, da den pengepolitiske rente alene sættes for at forsvare fastkurspolitikken og således ikke kan benyttes til at modvirke en økonomisk overophedning.
- viii. Den procykliske udmøntning af finanspolitikken bidrog til overophedningen inden krisen, men den var ikke alene om at medvirke til krisens påvirkning af dansk økonomi.
- ix. Der opstod en boligprisboble på markedet for private enfamiliehuse og ejerlejligheder i Danmark i årene inden krisen, jf. kapitel 6. Boligprisboblen påvirkede konjunkturerne, men den har ikke i nævneværdigt omfang påført kreditinstitutterne tab. Boligprisboblen på markedet for enfamiliehuse og ejerlejligheder skyldtes en kombination af økonomisk vækst med lav arbejdsløshed, forholdsvis lave renter, ejendomsværdiskattestoppet, stor optimisme og øget kreditudbud, som forstærkede konjunkturerne. Derudover bidrog nye låneformer på realkreditmarkedet til at stimulere boligefterspørgslen. I perioden 2000-07 steg priserne på landsplan med 85 pct. for enfamiliehuse og 105 pct. for ejerlejligheder. Boligprisboblen var betydelig i Danmark, men mange andre lande oplevede også boligprisbobler og nogle endog kraftigere end i Danmark. Prisfaldet på boligmarkedet begyndte før finanskrisen startede, og finanskrisen var således ikke den eneste årsag til faldet i boligpriserne. Finanskrisen forstærkede imidlertid prisfaldet væsentligt og kom også derigennem til at påvirke dansk økonomi.
- x. Der var ligeledes forud for krisen en prisboble på markedet for erhvervsejendomme med boligudlejning som formål, hvor priserne steg med ca. 200 pct., og på markedet for erhvervsejendomme med blandet beboelses- og forretningsformål, der steg med ca. 150 pct. i perioden 2000-07, jf. kapitel 6. Denne

boligprisboble har påført visse pengeinstitutter betydelige tab. Det er således relevant at skelne mellem to boligprisbobler inden krisen i Danmark: en for privatejede ejendomme og en endnu større for erhvervsejendomme med boligudlejning. De store prisstigninger på erhvervsejendomme med boligudlejning var ledsaget af store udlån til finansiering af handel med og bygning af sådanne ejendomme fra visse, især mindre og mellemstore, pengeinstitutter.

- xi. Derudover har der også været en prisboble på landbrugsjord. Prisfaldet på landbrugsjord efter boblen er dog først indtruffet senere i forløbet, jf. kapitel 6. Priserne steg 90 pct. fra 1. kvartal 2005 til 2. kvartal 2008, hvorefter prislefaldet har været markant større end på privatejede ejendomme.
- xii. Det vurderes ikke at have været en egentlig årsag til krisen i Danmark, at der siden 1970'erne er sket en generel liberalisering af de internationale kapitalbevægelser og af den finansielle sektor, herunder opbygning af finansielle supermarkeder, der kan tilbyde en række forskellige finansielle produkter til kunderne. Den generelle liberalisering af internationale kapitalbevægelser har dog været en underliggende forudsætning for, at de danske pengeinstitutter i løbet af 00'erne kunne finansiere det stigende indlånsunderskud på de internationale kapital- og pengemarkeder. De tidligere restriktioner på de internationale kapitalbevægelser var imidlertid indført ud fra hensyn til betalingsbalance, valutakurser mv., og ikke af hensyn til forebyggelse af finanskriser, jf. kapitel 7. Dertil kommer, at kapitalbevægelserne var fuldt liberaliseret i 1988, og de kan på denne måde ikke ses som en direkte udløser af finanskrisen, der opstod næsten 20 år senere. Endelig er liberaliseringen af kapitalbevægelserne et naturligt element i den generelle internationalisering, der er sket gennem de seneste mange årtier. Udvalget vurderer, at Danmarks økonomiske velstand i fraværet af frie kapitalbevægelser i dag ville have været væsentlig lavere. Fordele ved frie kapitalbevægelser overstiger langt de mulige omkostninger forbundet hermed.
- xiii. Efter Lehman Brothers kollaps i efteråret 2008 opstod der et pres på den danske krone som medførte, at Nationalbanken måtte sætte renten op i to omgange for at forsvare fastkurspolitikken. Det gav anledning til bekymring, da store dele af husholdningerne og økonomien som helhed var blevet mere rentefølsomme op gennem 00'erne. Samspillet mellem valutakurspolitikken og det pengepolitiske renteinstrument illustrerer på denne måde samtidig, at det i Danmark ikke er muligt via pengepolitikken at styre f.eks. udlåns mængden. Det er dog udvalgets opfattelse, at det generelt ikke tyder på, at valutakursregimet har været afgørende for, om lande er blevet ramt af den finansielle krise, eller, i hvilket omfang, de er blevet ramt.
- xiv. Der var i gennemsnit en stor stigning i risikotagningen blandt de danske pengeinstitutter i årene inden krisen. Udlånet steg voldsomt, også i internationalt perspektiv, jf. kapitel 8.
- xv. Et fundamentalt skifte i pengeinstitutternes finansiering af deres udlån fandt samtidig sted gennem opbygningen af et indlånsunderskud. Indlånsunderskuddet medførte, at selv mindre danske pengeinstitutter skaffede likviditet på

de internationale kapital- og pengemarkeder i årene inden krisen. Den internationale finansiering muliggjorde den voldsomme udlånsvækst i årene inden krisen, men den øgede samtidig institutternes eksponering overfor udsving i likviditetssituationen på de internationale finansielle markeder. Havde institutterne holdt igen, havde den internationale krises påvirkning af den danske finansielle sektor sandsynligvis været mindre. Det kan efterfølgende konstateres, at der i årene forud for krisen ikke var tilstrækkelig opmærksomhed på, at markedsfinansieringen kunne "tørre ud". Opbygningen af et indlånsunderskud var dog ikke et specielt dansk fænomen, idet samme forhold gjorde sig gældende i andre lande, jf. kapitel 8.

- xvi. Den finansielle regulering blev i årene op til krisen, og dermed i en periode, hvor der i forvejen skete en betydelig kreditekspansion, lempet på visse centrale punkter, særligt af de nye internationale regnskabsstandarder (IFRS) og kapitaldækningsregler (Basel II). Den finansielle sektor tillagde det i den sammenhæng stor vægt, at reguleringen i Danmark ikke var strengere end i udlandet ("level playing field"). Indførelsen af de nye regnskabsregler kom i praksis til at medføre en reduktion i pengeinstitutternes polstring mod tab, da institutterne ikke i tilstrækkeligt omfang øgede deres solvensoverdækning sådan, som overgangsreglerne i den danske gennemførelse af Basel II-reglerne ellers tilsagde. Resultatet blev i stedet en øget udlåns gearing. Det ændrede fokus fra kapitalpolstring til risikostyring med overgangen til Basel II-reglerne viste sig de facto at give institutterne mulighed for større gearing af egenkapitalen og øget udlån. Pengeinstitutternes kapitalpolstring blev dermed reduceret på et konjunkturmæssigt uhensigtsmæssigt tidspunkt, jf. kapitel 7. Efterfølgende er reguleringen strammet op. Reguleringspendulet har således svinget kraftigt i årene inden og efter krisen.
- xvii. Reguleringen og tilsynet med pengeinstitutter i Danmark inden krisen var baseret på en grundidé om, at alene ledelserne i de finansielle institutter var ansvarlige for institutternes forretningsmodeller, jf. kapitel 7. Fokus i Finanstilsynet var således i højere grad på, at kreditinstitutterne efterlevede de formelle regler end på at opstille og kontrollere pejlemærker for holdbarheden af kreditinstitutternes valgte forretningsmodel. Denne tilgang til tilsynsvirksomhed i årene inden krisen kan have været præget af Finanstilsynets erfaringer under den forrige finanskrisen i starten af 1990'erne, hvor tilsynet blev kritiseret for dets undertiden pragmatiske bestræbelser på at håndtere nødlidende pengeinstitutter.
- xviii. Finanstilsynet advarede i årene inden krisen pengeinstitutterne om visse risikable træk ved institutternes forretningsmodel, herunder den kraftige udlånsvækst. I Finanstilsynets tilsynsrapporter blev der givet en række påbud samt risikoplysninger til de enkelte pengeinstitutter med henblik på at sikre efterlevelsen af lovgivningen. Fra 2005 havde Finanstilsynet mulighed for at fastsætte et højere individuelt solvenskrav til institutterne end det af institutterne udregnede solvensbehov, hvis Finanstilsynet vurderede, at der var tilstrækkelig grundlag og dokumentation herfor. Der blev imidlertid ikke truffet afgørelser herom før januar 2008 (bankTrelleborg). Det havde muligvis sammenhæng

med, at fastsættelse af højere individuelt solvenskrav end det af pengeinstitutterne udregnede solvensbehov, forudsætter en dokumentation, som det kan være vanskeligere at tilvejebringe i gode tider, når de målbare risici er små, og den generelle stemning i samfundet er præget af optimisme. Finanstilsynet var dog tilsyneladende i sin fortolkning af solvensreglerne tilbageholdende, hvorfor der ikke blev testet grænser af for tilsynets skønsudøvelse i forbindelse med fastsættelse af solvenskrav. Det var derudover Finanstilsynets vurdering, at der ikke var tilstrækkeligt hjemmelsgrundlag til mere proaktivt at gribe ind overfor visse institutters uhensigtsmæssige forretningsmodeller.

- xix. Finanstilsynet anlagde inden krisen en forholdsvis ”mekanisk” tilgang i sin gennemgang af institutternes overholdelse af lovgivningen, herunder ikke mindst i den danske håndhævelse af IFRS-reglerne. Med hensyn til håndhævelsen af IFRS-reglerne havde Finanstilsynet væsentlig fokus på tekniske forhold, bl.a. fordi nedskrivningerne skulle godkendes med henblik på skattemæssige fradrag. Hverken fra Finanstilsynets eller pengeinstitutternes side synes der at have været tilsvarende fokus på, at ledelsen indregnede effekten af overgangen til nye regnskabsregler i det individuelle solvensbehov.
- xx. Nationalbanken påpegede i årene op til krisen forskellige risici ved pengeinstitutternes forretningsmodel, herunder den høje udlånsvækst. Overordnet vurderede Nationalbanken imidlertid pengeinstitutsektoren som robust helt indtil sommeren 2008. Derfor fremstod Nationalbankens kommunikation om risiciene i den finansielle sektor ikke så klar, som bankens advarsler om overophedningen af dansk økonomi, selv når det tages i betragtning, at det faktiske fald i økonomien blev væsentligt kraftigere end forudset, som følge af eskaleringen af den internationale finansielle krise i efteråret 2008. Efterfølgende kan det konstateres, at Nationalbanken og Finanstilsynet undervurderede de likviditetsrisici, der kunne opstå som følge af det hastigt voksende og meget store indlånsunderskud, der blev opbygget i pengeinstitutterne forud for krisen, ligesom overvågningen af pengeinstitutternes likviditetsrisici ikke var tilstrækkelig.
- xxi. Nationalbanken har ikke mulighed for effektivt at styre pengeinstitutternes udlån. Nationalbanken kunne således ikke have stoppet udlånsvæksten i årene inden krisen, selv om den havde vurderet, at der var behov herfor. Erfaringerne fra 1970’erne og 1980’erne, hvor Nationalbanken brugte kassebindingsregler, kvoter og andre lignende instrumenter i et forsøg på at reducere pengeinstitutternes udlånsvækst var, at det i praksis ikke var muligt på en måde som effektivt kan bidrage til finansiell stabilitet og konjunkturregulering. Disse instrumenter blev derfor i løbet af 1970’erne og 1980’erne opgivet, jf. konklusion xii.
- xxii. Da finanskrisen eskalerede i efteråret 2008, blev væsentlige dele af den danske pengeinstitutsektor ramt. En gruppe mindre og mellemstore pengeinstitutter blev i særdeleshed hårdt ramt. Der var betydelig forskel på, i hvilken grad de danske pengeinstitutter blev udfordret af krisen, som derfor også har haft væsentlig forskellig konsekvens for pengeinstitutterne, jf. kapitel 10 og 11. De

aggregerede nedskrivninger i den danske pengeinstitutsektor har efter krisen været store i international sammenligning, jf. kapitel 10. Danmark er således blevet relativt hårdt ramt af krisen sammenlignet med andre lande, både hvad angår økonomien som helhed og den finansielle sektor.

- xxiii. En del mindre og mellemstore pengeinstitutters udlån steg meget kraftigt inden krisen og var ofte koncentreret på få sektorer, primært erhvervsejendomme med boligudlejning til formål. Flere af disse institutter var i årene inden krisen præget af utilstrækkelig selskabsledelse, herunder svage bestyrelser uden speciel erfaring med, eller viden om, finansielle forhold, og mangelfuldt kredithåndværk i form af lemfældig kreditgivning og svage kreditkompetencer, jf. kapitel 11. De pengeinstitutter var således unødigt sårbare ved krisens indtræden. På trods af forholdsvis pæne kapitalforhold ved indgangen til krisen er en stor andel af disse institutter ophørt efter, at krisen indtraf. Nogle institutter blev nødlidende og håndteret i regi af statens afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet A/S, og andre har fundet private løsninger. En forholdsvis stor del af tabene i de institutter, der er håndteret i regi af Finansiell Stabilitet A/S, stammer fra institutternes eksponering overfor en talmæssigt meget begrænset kunde-gruppe, der havde opnået betydelige udlån i disse institutter.
- xxiv. I Danmark er nødlidende pengeinstitutter til forskel fra andre lande ikke forsøgt videreført, men er blevet afviklet i regi af Finansiell Stabilitet A/S. I alt er 62 pengeinstitutter i Danmark ophørt i perioden 2008 til august 2013. Mange af disse institutter var små, og visse institutter er ikke ophørt som en direkte følge af krisen. Udvalget noterer sig, at de karakteristika, der kendetegnede de nødlidende institutter under den seneste krise, i høj grad var identiske med de karakteristika, som kendetegnede de nødlidende institutter under den forrige krise i starten af 1990'erne, såsom bl.a. høj udlånsvækst og høj koncentration af store engagementer indenfor erhvervsejendomme med boligudlejning til formål. Udvalget undrer sig således over, at læringen fra den forrige krise tilsyneladende var glemt under optakten til denne krise, især i visse pengeinstitutter, men til dels også hos myndighederne.
- xxv. Andre pengeinstitutter, både mindre og store, klarede sig i lyset af konjunktursituationen forholdsvis pænt gennem finanskrisen.
- xxvi. Især ét stort pengeinstitut – Danske Bank – fulgte en forretningsmodel, der lå på linje med andre store, internationale kreditinstitutter med en høj gearing af egenkapitalen og en høj grad af markedsfinansiering. Inden Danske Bank begyndte på sin internationale ekspansion med opkøb og fusioner, havde banken ikke indlånsunderskud, jf. kapitel 8. I løbet af få år opbyggede Danske Bank et indlånsunderskud, der i 2008 nåede et niveau på ca. 350 mia. kr., og udgjorde dermed mere end halvdelen af det samlede indlånsunderskud i den danske pengeinstitutsektor. En stor del af Danske Banks indlånsunderskud var et resultat af indlånsunderskud fra bankens udenlandske enheder. Den betydelige grad af markedsfinansiering medførte, at Danske Bank blev udfordret likviditetsmæssigt i efteråret 2008, ligesom de fleste andre danske pengeinstitutter og udenlandske kreditinstitutter. Derudover fik Danske Bank betyde-

lige tab, ikke mindst fra bankens irske og nordiske aktiviteter. På trods af forholdsvis store nedskrivninger har Danske Bank dog gennem krisen leveret positive regnskaber og opfyldt solvenskravene hvert år. Det er overordnet vanskeligt at vurdere, om Danske Bank inden krisen var mere sårbar overfor uventede markedsforhold end sammenlignelige udenlandske finansielle institutter. Men, der er ikke tvivl om, at banken havde bragt sig i en sårbar position, som, givet bankens størrelse, kunne ryste den finansielle stabilitet i Danmark, hvis risiciene materialiserede sig. Bankpakke I, der indebar en ubegrænset statsgaranti for indskydere og andre simple kreditorer, skal blandt andet ses i det lys.

- xxvii. Realkreditinstitutterne øgede i årene forud for krisen brugen af kort finansiering i takt med udbredelsen af variabelt forrentede lån. Sammen med udbredelsen af afdragsfrie lån har det samlet set øget institutternes refinansierings- og kreditrisiko.
- xxviii. Realkreditsektoren har generelt ikke været udfordret i samme omfang som pengeinstitutterne, men der har været et enkelt realkreditinstitut som fik større tab.
- xxix. Ejer- og stemmeretsbegrænsninger var, og er, væsentlig mere udbredte i den finansielle sektor end i andre erhvervssektorer. Begrænsningerne på udøvelse af ejerskab er ligeledes mere udbredte i den danske finansielle sektor end i udlandet. Ejer- og stemmeretsbegrænsninger kan have holdt storejere af kapital/kapitalbeviser, der ellers ville have stillet krav om mere professionel ledelse, væk fra flere, især mindre pengeinstitutter, jf. kapitel 11. Det kan ikke udelukkes, at disse begrænsninger har medvirket til, at flere af disse institutter er blevet nødlidende.
- xxx. Omfanget af incitamentsaflønnning steg i den finansielle sektor i årene inden finanskrisen. Det er udvalgets vurdering, at incitamentsaflønnning sandsynligvis har tilskyndet til ekstra risikotagning i nogle pengeinstitutter, men at det omvendt ikke var en udløsende faktor for problemerne i disse institutter eller krisen i det hele taget. Incitamentsaflønnningen har snarere været et symptom på en allerede høj risikotagning i nogle institutter samtidig med til dels utilstrækkelige bestyrelseskompetencer og governancestrukturer i de pågældende institutter. Udformningen af incitamentsaflønnningen har i flere tilfælde været uhensigtsmæssig og forstærket den daglige ledelses incitament til at forfølge en kortsigtet og risikobetonet bankdrift. Det er ikke i aktionærernes interesser.
- xxxi. Revisorerne er offentlighedens tillidsrepræsentant, også i forhold til finansielle virksomheder. Det er en opgave, som ikke i alle tilfælde er blevet løst tilfredsstillende forud for krisen. Afviklingen af nødlidende pengeinstitutter har vist, at revisorers håndtering af en række forhold har været behæftet med alvorlige fejl og mangler, jf. kapitel 11.
- xxxii. Folketinget har siden 2008 vedtaget en række tiltag, som har haft til formål at sikre den finansielle stabilitet i Danmark, herunder særligt de fem såkaldte "bankpakker". Bankpakkerne var af betydeligt omfang i Danmark, også i internationalt perspektiv, jf. kapitel 12. Det er efter udvalgets opfattelse yderst

uhensigtsmæssigt, at det finansielle systems sårbarhed var blevet så stor, at det var nødvendigt med bankpakkerne og dermed en væsentlig statslig intervention.

- xxxiii. Det er udvalgets vurdering, at bankpakkerne overordnet og generelt har været hensigtsmæssigt udformet i betragtning af den sårbare situation både på de finansielle markeder og i økonomien som helhed på tidspunkterne for bankpakkernes vedtagelse samt ejerstrukturen i de danske kreditinstitutter.
- xxxiv. Der har i den offentlige debat om bankpakkerne været fremført en række alternative løsningsmodeller, det gælder særligt i forhold til Bankpakke II. Selv med den erfaring, som forløbet under og efter bankpakkerne har givet, er det ikke nemt at give et entydigt svar på, om der kunne have været andre, mere hensigtsmæssige løsninger, fordi samspillet mellem løsningerne og den samfundsøkonomiske udvikling er kompleks og beslutninger træffes på grundlag af den viden, der var tilgængelig på daværende tidspunkt og ikke den viden, der er tilgængelig, når bankpakkerne efterfølgende vurderes. I lyset heraf er det usikkert, om de alternative løsningsmodeller, der har været diskuteret, entydigt ville have fungeret bedre end de valgte modeller, jf. kapitel 12.
- xxxv. Etableringen af den ubegrænsede statsgaranti med Bankpakke I, der blev udformet under stort tidspres, var nødvendig og skabte stabilitet i sektoren. Statsgarantien var af meget betydeligt omfang og omfattede krav fra alle indskydere og andre simple kreditorer. Sektoren blev opkrævet en betaling for statsgarantien. Betalingen var baseret på et skøn for en markedslignende pris, men var et skøn, da der ikke var og ikke er et marked for sådanne garantier. Sektorens betaling for Bankpakke I skal derudover vurderes i lyset af de betydelige samfundsøkonomiske tab, der kunne blive realiseret, hvis Bankpakke I ikke var blevet gennemført. I forbindelse med Bankpakke I blev der ligeledes etableret et statsligt afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet A/S, til håndteringen af nødlidende pengeinstitutter, der skulle afvikles og ikke reddes. Udvalget anerkender og bifalder den betydelige politiske handlekraft, der blev udvist i forbindelse med vedtagelsen af Bankpakke I.
- xxxvi. De betingede statslige kapitalindskud og individuelle statsgarantier med Bankpakke II lettede en vanskelig overgang ved ophør af Bankpakke I. Den specifikke udformning af de statslige kapitalindskud i Bankpakke II er efterfølgende blevet debatteret, især i forhold til spørgsmålet om staten i tilstrækkelig grad blev kompenseret for de risici, som den påtog sig, og om Bankpakke II i tilstrækkeligt omfang medvirkede til, at sektoren blev gjort mere robust. Det er imidlertid usikkert, om en anden udformning af pakken entydigt ville have fungeret bedre i forhold til at imødegå en kreditklemme.
- xxxvii. Bankpakke III afløste Bankpakke I, der ophørte 30. september 2010. Med Bankpakke III påbegyndtes en tilbagevenden mod normale markedsøkonomiske forhold uden statsgaranti, hvor simple kreditorer kunne imødegå tab, hvis et institut blev nødlidende. Da andre lande mod forventning imidlertid udskød etableringen af lignende ordninger, kom Danmark til at "stå alene" med den

tilgang til håndtering af nødlidende institutter, som Bankpakke III indførte. En alternativ løsning i form af forlængelse af den ubegrænsede garanti med Bankpakke I ville have trukket normaliseringen af sektoren yderligere ud. Det viste sig efterfølgende, at Bankpakke III ikke i sig selv gav pengeinstitutterne tilstrækkelige incitamenten til at indgå i private løsninger.

xxxviii. Bankpakke IV ("Konsolideringspakken") gav øgede muligheder for konsolidering pengeinstitutter imellem og mindske risikoen for, at Bankpakke III vil finde anvendelse. Bankpakke IV var, set i lyset af erfaringerne med Bankpakke III og udviklingen i euroområdet, fornuftig.

xxxix. Overdragelsen af en ejendomsportefølje fra FIH Erhvervsbank A/S til Finansiell Stabilitet A/S som led i Bankpakke V ("Udviklingspakken") afhjalp situationen for FIH, der havde eksponeret sig kraftigt mod ejendomssektoren, og som alternativt ville skulle have gennemført en kraftig slankning af balancen samtidig med, at staten varetog sin kreditorinteresse. Staten havde i medfør af Bankpakke II på tidspunktet for vedtagelsen af Bankpakke V allerede en væsentlig eksponering mod FIH i form af en individuel statsgaranti og et statsligt kapitalindskud samt en eksponering mod andre pengeinstitutter, der indirekte kunne blive negativt påvirket af FIH's slankning af balancen. Løsningen i forhold til FIH illustrerer det dilemma, som statslig involvering i sektoren kan medføre. På den ene side medfører statslig involvering i sektoren et naturligt behov for, at staten varetager sine kreditorinteresser. På den anden side skal det undgås, at statslig involvering og en varetagelse af kreditorinteresser skaber incitament hos ejerkredsen i det pågældende institut til øget risikotagning. Det kunne ske ud fra en forventning om, at instituttet ville blive "reddet", hvis det skulle blive nødvendigt. Givet statens betydelige eksponering mod FIH vurderes det dog fornuftigt, at staten varetog sine kreditorinteresser. Efter udvalgets opfattelse burde det imidlertid have været kommunikeret klart ud, at der var tale om varetagelse af kreditorinteresser, og ikke en generel ordning i form af en bankpakke, som flere institutter kunne få gavn af.

xl. Den finansielle sektor i Danmark har, i modsætning til flere andre EU-lande, selv betalt for bankpakkerne og dermed for de konkrete kriseløsninger.

xli. Husholdningerne fulgte en mere risikabel investeringsstrategi i årene op til den finansielle krise. F.eks. steg husholdningernes relative andel af aktier i deres portefølje, mens den relative andel af obligationer faldt, jf. kapitel 14.

xl.ii. Et stigende salg til privatkunder af en række forskellige mere komplicerede finansielle produkter og pengeinstitutters egne aktier fandt sted inden krisen, jf. kapitel 14. Flere af disse produkter var svært gennemskuelige for almindelige kunder og har efterfølgende givet anledning til, at kunder har lidt betydelige tab. Det har ført til en stor stigning i antallet af klagesager hos Pengeinstituttankenævnet. Meget tyder på, at rådgivningen om visse af disse produkter ikke har været grundig nok.

xl.iii. Udover de direkte konsekvenser for den finansielle sektor har den finansielle krise – i sammenhæng med overophedningen inden krisen – haft meget bety-

delige konsekvenser for samfundsøkonomien. De samlede nedskrivninger i pengeinstitutterne har i perioden 2008-2011 været 147 mia. kr. Derudover faldt den økonomiske aktivitet (BNP) kraftigt i forbindelse med krisen, og den økonomiske udvikling har været svag efter krisen. Nationalbanken har skønnet, at produktionen i Danmark (realt BNP) i hvert af årene 2009-13 i gennemsnit ligger 2,25-2,5 pct. under det niveau, som det ville have været på i fravær af finanskrisen. Det giver et samlet akkumuleret produktionstab over de fem år på omkring 12 pct. af BNP. Det svarer til omkring 200 mia. kroner. Derudover er den offentlige gæld blevet forøget efter krisen, og arbejdsløsheden er steget, men er dog fortsat relativt lav.

Mindretalsudtalelse

Finn Østrup konstaterer, at tilsynsvirksomheden og reglerne for kreditinstitutter forud for krisen har været genstand for diskussion i udvalget. Det er under denne diskussion blevet oplyst, at Finanstilsynet forud for krisen fandt det vanskeligt at gribe ind over for kreditinstitutter på grundlag af den eksisterende lovgivning. Heroverfor må det fremhæves, at lovgivningen før krisen indeholdt flere bestemmelser, som gav Finanstilsynet mulighed for at gribe ind, herunder en forhøjelse af solvenskrav samt påbud om redegørelse for et kreditinstituts økonomiske stilling. Disse regler er omtalt i kapitel 7. Det kan herudover konstateres, at det ansvarlige ministerium (Økonomi- og Erhvervsministeriet) kunne have taget initiativer til at ændre lovgivningen for at dæmpe udlånsvæksten. Blandt sådanne initiativer kan fremhæves: (i) en afskaffelse eller begrænsning af afdragsfrie realkreditlån, (ii) en afskaffelse eller begrænsning af variabelt forrentede lån, (iii) en forhøjelse af de generelle kapitalkrav i kreditinstitutter, samt (iv) indførelsen af likviditetsregler, som kunne mindske risikoen i forbindelse med det stigende indlånsunderskud. Endvidere kunne rentefradragsretten for privatpersoners lån have været begrænset for at mindske udlånsvæksten. Det er på denne baggrund spørgsmålet, om Finanstilsynets ledelse eller eventuelt Nationalbankens ledelse burde have gjort økonomi- og erhvervsministeren opmærksom på de risici, der kunne opstå i forbindelse med den store udlånsvækst. Endvidere kunne Finanstilsynet have stillet krav om øgede beføjelser, hvis tilsynet mente, at der var utilstrækkelig hjemmel til at gribe ind over for kreditinstitutter. Det er under udvalgsarbejdet blevet oplyst, at Finanstilsynet ikke har foretaget sådanne henvendelser til ministeriet. Ministeriet kunne også på egen hånd have taget initiativer, som begrænsede udlånsvæksten. Det kan i denne forbindelse konstateres, at udlånsvæksten i pengeinstitutterne allerede fra februar 2006 var genstand for omtale i medierne.¹

Udtalelse fra den resterende del af udvalget

Den resterende del af udvalget bemærker, at de af Finn Østrup nævnte forhold er behandlet i forbindelse med udarbejdelsen af rapporten.

¹ Se bl.a. artikler i Jyllands-Posten den 19. februar 2006 samt i Berlingske den 30. maj samt den 21. oktober 2006. Dagbladet Børsen bragte en forsideartikel den 21. august 2006.

2. Udvalgets anbefalinger til regeringen

Udover en kortlægning af, hvordan og hvorfor den finansielle krise ramte Danmark, som den gjorde, er udvalget blevet bedt om at vurdere, om de initiativer, der er iværksat for at forebygge en lignende finansiell krise i fremtiden, og dermed i videst muligt omfang undgå en gentagelse, er tilstrækkelige.

Der er som følge af krisen sket en bredt funderet opstramning af reguleringen af og tilsynet med den danske finansielle sektor. En del af denne opstramning kommer fra nye internationale reguleringstiltag, der vedtages i EU-regi og får derigennem betydning for dansk finansiell regulering. Det gælder f.eks. de nye likviditets- og kapitaldækningsregler (Basel III/CRD IV-reglerne). Men, der er ligeledes, med et bredt politisk flertal implementeret en række specifikke danske regler, blandt andet på forbrugerområdet.

I det følgende præsenteres disse opstramninger kort.¹ Dernæst beskrives udvalgets vurdering af opstramningerne. Endelig præsenteres udvalgets anbefalinger til yderligere tiltag. Afsnittet er struktureret således, at beskrivelse af de vedtagne opstramninger samt anbefalingerne, rubriceres efter det overordnede karakteristika, der søges adresseret.

Udvalget bemærker, at uanset, hvilke regulerings- og tilsynsmæssige tiltag, der gennemføres, vil det aldrig være muligt at garantere, at der ikke i fremtiden opstår en ny finansiell krise. Omvendt er det udvalgets opfattelse, at den seneste finansielle krise har haft et sådant omfang og karakter, og nødvendiggjort væsentlig statslig involvering i krisehåndteringen, at en gentagelse i form af en lignende krise skal undgås i fremtiden. Der skal således være en balance i udformningen af reguleringen og tilrettelæggelsen af tilsynsaktiviteterne, som sikrer, at de samfundsøkonomiske gevinster ved tiltagene vurderes at overstige de samfundsøkonomiske omkostninger forbundet herved. Hvorvidt det er tilfældet afhænger af en vurdering af de konkrete initiativer.

2.1 Makropolitikken og optimisme

Der var i årene inden krisen en forholdsvis høj og tilsyneladende holdbar økonomisk vækst, lav arbejdsløshed, en konjunkturmedløbende finanspolitik samt stigende boligpriser som følge af bl.a. ejendomsværdiskattestoppet mv., hvilket skabte en overdreven optimisme. Kombinationen af forholdsvis gunstige økonomiske tider, stigende optimisme og rigelig likviditet førte til en undervurdering af økonomiske risici hos kreditinstitutterne, Danmarks Nationalbank, myndighederne, erhvervsvirksomhederne og hos de enkelte forbrugere. Som en konsekvens af undervurderingen af risikoen var risikopræmierne lave, hvilket medvirkede til at øge gældsætningen i den private

¹ En grundigere beskrivelse af de gennemførte opstramninger gives i bilag K.

sektor. Den højere gældsætning medvirkede til at øge husholdningernes og kreditinstitutternes risikoeksponering og indebar dermed en stigende sårbarhed.

Efter krisen er der taget en række initiativer, der skal medvirke til at sikre makroøkonomiske rammer, der bidrager til en stabil samfundsøkonomisk udvikling og dæmper en for stor økonomisk risikotagning.

Med budgetloven er der indført bestemmelser om udgiftslofter for stat, kommuner og regioner. Det indebærer en begrænsning i forhold til den planlagte og faktiske udgiftsudvikling i de enkelte år, da en overskridelse indebærer krav om en tilsvarende reduktion af lofterne i det efterfølgende år. For at skabe de rette incitamenter til overholdelse af de økonomiske rammer, herunder overholdelse af udgiftslofterne, er der indført sanktioner på det kommunale og regionale område. Reglerne åbner mulighed for kollektive og individuelle modregninger i bloktilskuddet.

Budgetloven implementerer også finanspagtens bestemmelser om en budgetbalanceregulering og en automatisk korrektionsmekanisme. Budgetbalancereglen anses for overholdt, hvis det årlige strukturelle underskud er på niveau med det danske mellemfristede mål for den offentlige saldo, dog med en nedre grænse for det strukturelle underskud på 0,5 pct. af BNP. Hvis der skønnes en væsentlig afvigelse fra reglen, skal der gennemføres en korrektion af afvigelsen. I forlængelse heraf er det endvidere blevet vedtaget ved lov, at Det Økonomiske Råd (DØR) skal være en "uafhængig vagthund" i forhold til finanspolitikken og udgiftslofterne. DØR skal således løbende vurdere, om udgiftslofterne er afstemt med den mellemfristede fremskrivning, og om udgiftslofterne overholdes.

Desuden er Det Systemiske Risikoråd blevet oprettet. Rådet skal overvåge opbygningen af systemiske risici på det finansielle område og henstille til Finanstilsynet og – hvis det drejer sig om lovgivning – til regeringen om tiltag til håndtering af sådanne risici. Rådets henstillinger skal ikke nødvendigvis følges, men forklaring skal gives, hvis henstillingerne ikke følges.

Udvalget finder:

Stabile og sunde makroøkonomiske forhold er essentielle for sikringen af den finansielle stabilitet. Hvis ikke der er en stabil og sund makropolitik, er det svært at undgå finansiell ustabilitet, selv i en situation, hvor de enkelte finansielle virksomheder er velfungerende, og hvor den finansielle regulering og tilsynet hermed er passende.

Forløbet inden krisen har vist, at det kan være svært at holde igen med finanspolitikken, herunder overholde budgetterne, i gode tider, og at en for lempelig finanspolitik kan bidrage til en overophedning af økonomien. Det er specielt et problem i en økonomi som den danske med en fast valutakurs, da den pengepolitiske rente alene sættes for at forsvare fastkurspolitikken og således ikke kan benyttes til at modvirke en økonomisk overophedning. Udvalget finder derfor vedtagelsen af budgetloven positiv, idet den kan bidrage til at sikre sunde offentlige finanser. Udvalget skal dog samtidig bemærke, at loven ikke i sig selv er tilstrækkelig til at sikre, at der føres en konjunkturmodløbende finanspolitik.

Det er derfor også udvalgets opfattelse, at der fremover skal udvises stor forsigtighed med at fjerne automatiske stabilisatorer, der kan have væsentlige afledte konsekvenser for den økonomiske politik i forhold til den finansielle stabilitet. Erfaringerne viser, at det er vanskeligt at føre en diskretionær konjunkturstabiliserende finanspolitik, hvilket skaber behov for automatiske stabilisatorer med begrænsede strukturpolitiske ulemper. Det skal i den forbindelse bemærkes, at ejerboligbeskatningen i højere grad end gennemførelsen af den internationale finansielle regulering kan fastlægges ud fra nationale hensyn. En eventuel omlægning af boligbeskatningen, således at boligskatterne fremover følger udviklingen i boligpriserne, kan gennemføres på en måde, der på kort sigt er provenuneutral.

Generelt har erfaringerne vist, at boligpriserne bør være under særlig observation, og i tilfælde af særlig store boligprisstigninger, bør indgreb heroverfor overvejes.

Forløbet inden krisen har efter udvalgets opfattelse også vist, at det i økonomiske opgangstider kan være svært at holde fokus på risikoopbygningen i det finansielle system. Af denne årsag finder udvalget det positivt, at der er nedsat et systemisk risikoråd. Udvalget forventer, at Det Systemiske Risikoråd kommer til at spille en væsentlig rolle ved bl.a. at forholde sig til de udviklingstendenser i den finansielle sektor, som kan have betydning for den finansielle stabilitet.

Som følge af de skærpede krav til kreditinstitutterne, som har været en naturlig og nødvendig opfølgning på krisen, kan det ikke udelukkes, at der i højere grad end tidligere vil ske en opbygning af risici i de dele af det finansielle system som ikke i samme grad som kreditinstitutter er underlagt krav til styring af risici såsom eksempelvis pantebrevsmarkedet, og som ikke har erfaring med vurdering og styring af kreditrisiko, f.eks. pensionssektoren. Flere kilder til kreditgivning kan dog have fordele. F.eks. kan det øge konkurrencen og understøtte substitution i låntagningen i forbindelse med finansielle eller realøkonomiske stød. Når risiciene for den finansielle stabilitet skal vurderes, er det imidlertid vigtigt at vide, hvor den samlede kreditgivning finder sted, og hvordan risiciene kan materialisere sig. Det er derfor efter udvalgets opfattelse vigtigt, at Det Systemiske Risikoråd og Finanstilsynet har fokus på risikoopbygningen udenfor de traditionelle penge- og realkreditinstitutter.

Udvalget noterer sig, at ministerierne er stærkt repræsenteret i Det Systemiske Risikoråd. På den ene side vurderes dette at medføre, at rådets henstillinger i høj grad vil have gennemslagskraft over for de myndigheder, der senere skal forholde sig til henstillingerne. På den anden side vurderes det også at medføre, at der i det praktiske virke med udformning af henstillingerne er behov for at have fokus på, om Det Systemiske Risikoråd i tilstrækkelig grad agerer "uafhængig vagthund" over for uheldige udviklingstræk på det finansielle område. I den forbindelse har udvalget noteret sig, at repræsentanterne for ministerierne ikke har stemmeret i forhold til henstillinger, der retter sig mod regeringen. I sådanne henstillinger skal der imidlertid indgå en udtalelse fra ministeriernes repræsentanter.

Erfaringerne fra den finansielle krise har vist begrænsningerne i de modeller, som myndighederne anvendte til stresstest. Det kom til udtryk ved modellernes manglende identifikation af den generelle sårbarhed af den finansielle sektor inden den finansielle krise. Udvalget finder det derfor positivt, at modellerne siden er blevet udbygget

og forbedret gennem hårdere stressscenarier og øget fokus på at vurdere risici, som ligger uden for modellernes traditionelle analyseområde, såsom samspillet mellem solvens- og likviditetsforhold. Selv om modellerne også fremadrettet løbende søges forbedret i forhold til ny viden samt fokus på at inddrage scenarier, der har lav sandsynlighed, men store konsekvenser, er det efter udvalgets opfattelse vigtigt at understrege, at resultaterne af en stresstest ikke siger alt om situationen i de enkelte institutter, og derfor bør resultaterne af stresstest ikke overfortolkes.

Anbefalinger angående opretholdelse af den systemiske stabilitet:

1. Udvalget anbefaler, at udformningen af ejendomsbeskatningen ændres, så den følger boligpriserne og dermed giver et automatisk bidrag til stabilisering af boligpriserne. I dag betyder fastfrysningen af ejendomsværdiskatten og den maksimale reguleringsprocent for grundskylden, at boligskatterne er afkoblet fra boligpriserens udvikling. En ændring af ejendomsbeskatningen kan gennemføres uden en ændring i det aktuelle beskatningsniveau og vil dæmpe både fremtidige boligprisfald og – prisstigninger. Det vil bidrage til en stabilisering af konjunkturerne og derigennem bidrage til en mere stabil udvikling i den finansielle sektor.

Mindretalsudtalelse:

- A. Ministeriernes repræsentanter påpeger, at et bredt flertal i Folketinget som led i skatteaftalen fra 2012 har tilsluttet sig, at ejendomsværdiskatten svarende til gældende lovgivning fastholdes frem til 2020. Ministeriernes repræsentanter bemærker endvidere, at evt. ændringer i boligbeskatningen vil skulle ses i lyset af den aktuelle situation på boligmarkedet, herunder hensynet til stabile rammevilkår.

2.2 Det finansielle tilsyn

I årene op til krisen var reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor i vid udstrækning baseret på en tro på markedsdisciplin og en stor tiltro til institutternes evner til risikostyring. Der blev gennemført en række tiltag, der de facto indebar en liberalisering af reguleringen af de finansielle institutter, herunder bl.a. en ny regulering af kapitalkravene til kreditinstitutterne og nye nedskrivningsregler. Tiltagene medførte, at kreditinstitutterne fik frigjort kapital, som de i stort omfang valgte at bruge til at øge udlånet. Reguleringen virkede derfor procyklisk i og med, at den reelt lempede kapitalkravene i en periode, hvor der allerede var stor kreditekspansion, ligesom den muliggjorde en reduktion i institutternes kapitalpolstring.

Tilsynet med pengeinstitutter i Danmark koncentrerede sig inden krisen mere om at sikre efterlevelse af nye regler og kontrol af forretningsgange end om holdbarheden af institutternes valgte forretningsmodel. Det var ledelsernes ansvar at sikre en levedygtig og holdbar forretningsmodel, og kun, hvis lovkrav mv. ikke blev overholdt, greb Finanstilsynet ind. Finanstilsynet gav dog advarsler om risikable forhold i finansielle institutter inden krisen, men vurderede, at der ikke var hjemmelsgrundlag for at gribe mere håndfast ind overfor risikable forretningsmodeller i institutterne. Finanstilsynet var tilsyneladende tilbageholdende i sin fortolkning af solvensreglerne, hvorfor der

ikke blev testet grænser af for tilsynets skønsudøvelse i forhold til at kunne fastsætte et højere individuelt solvenskrav.

Dette har ændret sig markant efter krisen, hvor både reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor er blevet strammet betydeligt. Finanstilsynet har med reguleringen fået en række nye kompetencer. Det har muliggjort en skærpet tilsynspraksis, så der lægges vægt på et mere offensivt tilsynsarbejde med skærpet fokus på alle væsentlige risikofaktorer, og på at tilsynet forholder sig kritisk til forretningsmodellerens holdbarhed og kan gribe tidligere ind, hvis en forretningsmodel vurderes at være uholdbar.

Der er introduceret en række øvrige tiltag såsom risikobaseret tilsyn med prioritering af kontrolbesøg og inspektioner, oprettelse af et kreditorregister til overvågning af store kunder, styrket overvågning af solvensbehov og skærpede krav til nedskrivninger.

Udvalget finder:

Reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor er af afgørende betydning for at kunne opretholde en stabil udvikling i den finansielle sektor, som der kan være tillid til, og er dermed afgørende for at sikre finansiell stabilitet. En velfungerende finansiell sektor er et vigtigt element i bestræbelserne på at sikre vækst i den generelle samfundsøkonomi. Udvalget finder, at en læring af krisen er, at strammere regulering og tilsyn er nødvendig.

Udvalget finder det af denne årsag fornuftigt, at der med bred politisk opbakning er gennemført en række stramninger af den finansielle regulering, og at Finanstilsynet har fået flere kompetencer samt har fået mulighed for at være mere proaktiv i gennemførelsen af sine tilsynsaktiviteter. Udvalget støtter således den øgede mulighed for at foretage forebyggende tilsyn, idet det herved på et tidligere tidspunkt bliver muligt at gennemføre tiltag, der har til hensigt at vende udviklingen i et institut, og dermed mindske risikoen for at instituttet bliver nødlidende med de deraf følgende samfundsøkonomiske konsekvenser. Udvalget bemærker dog samtidig, at forebyggende tilsyn fordrer en mere analytisk tilgang til tilsynsvirksomheden.

Det er efter udvalgets opfattelse positivt, at Finanstilsynet, for at indlejre erfaringerne fra denne og den foregående krise, har opstillet fem centrale værdier for risikabel pengeinstitutvirksomhed, herunder grænseværdier for udlånsvækst og for udlån til ejendomssektoren (den såkaldte "Tilsynsdiamant"). Pengeinstitutter, der overskrider de opstillede grænser, kan i sidste ende blive pålagt at tilpasse deres forretningsmodel, så de identificerede risici reduceres. Tilsynsdiamanten er således udtryk for en hensigtsmæssig balance mellem på den ene side at modvirke overdreven risikotagning og på den anden side at sikre, at sunde pengeinstitutter kan drive profitabel virksomhed og yde den nødvendige kredit til virksomheder og husholdninger. Denne forankring af læringen fra de to kriser er efter udvalgets opfattelse central at fastholde også i fremtiden, hvor der kan komme et pres for at lempe på grænseværdierne i Tilsynsdiamanten. Det er dog samtidig vigtigt, at Finanstilsynet er åben overfor muligheden for at inddrage andre risici i Tilsynsdiamanten, hvis det skulle vise sig relevant, da fremtidige risici eventuelt kan opstå andre steder end i den nuværende Tilsynsdi-

amants fokusområder. I den forbindelse skal det bemærkes, at der efter den tidligere krise var en vis forventning om, at den finansielle sektor som sådan havde lært af krisen, og at denne læring var ”forankret” i de enkelte institutter og i holdningen til ordentlig bankdrift, herunder betydningen af godt kredithåndværk og god kreditstyring. Det må efter den seneste krise konstateres, at det ikke har været tilfældet i en række pengeinstitutter.

Udvalget finder, at den faktiske lempelse i kapitalkravene – som følge af gennemførelsen af Basel II-reglerne – der fandt sted forud for den finansielle krise, var uhenigtsmæssig, særligt da gennemførelsen var sammenfaldende med en højkonjunktur. Desuden indebar de nye internationale regnskabsregler (IFRS), at institutterne skulle tilbageføre hensættelser til tab, hvormed de fik frigjort kapital, der i stort omfang også blev anvendt til øget udlån. Udvalget bemærker i den forbindelse, at Finanstilsynet af forskellige årsager var særligt omhyggelig med at håndhæve indførslen af de nye regnskabsregler inden krisen, herunder af hensyn til at sikre korrekt skatteangivelse i henhold til skattekontrolloven.

Lovgivningen er under og efter krisen blevet strammet, ligesom Finanstilsynet i udstrakt grad har skærpet sin administrative praksis, blandt andet i forhold til nedskrivningsreglerne. Udvalget bemærker, at denne, nødvendige, stramning af nedskrivningsprincipperne finder sted under den samme EU-forordning, som inden krisen var grundlaget for tilbageførslen af hensættelser. Det forhold understreger, at der er råderum, og at der kunne have været valgt et andet spor i midt 00’erne. Samtidig bemærker udvalget, at mange institutter valgte at bruge den som følge af de nye regnskabsregler, frigivne kapital til at øge udlånet, og lod dermed ikke i tilstrækkelig grad effekten af de nye regler indgå i vurderingen af det individuelle solvensbehov efter Basel II-reglerne, som det ellers forudsætningsvist var lagt til grund i lovgivningen, at institutterne skulle gøre.

Udvalget anerkender, at de nye internationale regnskabs- og kapitaldækningsregler, og deres gennemførelse i Danmark, ikke havde til hensigt at gøre sektoren mere sårbar. De facto endte indførelsen af reglerne dog med at lempe kapitalkravene til sektoren. Dette var uhenigtsmæssigt, da det medførte, at sektoren var mere sårbar, da krisen indtraf, end den ellers ville have været. Derudover skabte lempelsen inden krisen et stærkt behov for opstramninger under og efter krisen. Det er efter udvalgets opfattelse vigtigt at undgå en sådan ”pendul”-regulering i fremtiden. Erfaringerne viser, at der kan være risiko for, at der i gode tider kan opstå et pres for at lempe reguleringen og kravene til institutterne.

Udvalget finder, at en erfaring fra krisen er, at visse institutter inden krisen i højere grad fokuserede på værdien af sikkerheden i enkelte engagementer end på deres likviditet/indtjening. En anden erfaring er, at robustheden af debtors likviditet/indtjening ofte var bedre sikring mod tab på engagementer end det at have pant i debtors aktiver.

Udvalget bemærker, at den organisatoriske placering af tilsynet med den finansielle sektor er et emne, der fra tid til anden er blevet diskuteret både herhjemme og i andre lande. Spørgsmålet om den organisatoriske placering af Finanstilsynet har således også været et emne til diskussion efter krisen. Det skal i den forbindelse bemær-

kes, at der historisk har været forskelle i organiseringen af det finansielle tilsyn på tværs af EU-landene. Organiseringen af tilsynet har således været afhængig af forskellige faktorer, herunder den historiske udvikling i det pågældende land, centralbankens historiske status og uafhængighed, håndteringen af kriser mv. I en række EU-lande har centralbankerne således det tilsynsmæssige ansvar eller planlægges at få en større tilsynsmæssig rolle efter krisen, mens andre – især nordiske lande – har fastholdt det finansielle tilsyn som et enhedstilsyn (samlet tilsyn med pengeinstitutter, forsikringsselskaber, værdipapirhandlere mv.) samlet i én selvstændig myndighed under den ansvarlige minister.

Det er udvalgets vurdering, at tilsynsmyndighedernes placering ikke har haft betydning for om, og i givet fald i hvilket omfang, et land blev ramt af den finansielle krise. Placeringen kan derfor ikke ses som en medvirkende årsag til krisen. Det gælder også i Danmark, hvor der efter krisens indtræden gennem øget mulighed for informationsudveksling er skabt grundlag for et endnu tættere samarbejde mellem Finanstilsynet og henholdsvis Nationalbanken og Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK). Udvalget har noteret sig, at den tidligere regering nedsatte et udvalg (Udvalg om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark), der blandt andet skulle se nærmere på spørgsmålet om Finanstilsynets placering, herunder om tilsynet med den finansielle sektor ville blive forbedret, hvis det blev placeret under Nationalbanken. Arbejdet med disse spørgsmål blev imidlertid sat i bero af den nuværende regering, hvorfor der ikke blev afgivet en endelig rapport med en analyse af fordele og ulemper ved Finanstilsynets placering. I stedet blev Udvalget om Struktur for Finansielt Tilsyn i Danmark bedt om at se på oprettelsen af et systemisk risikoråd og afgav rapport herom.

Anbefalinger angående det finansielle tilsyn:

2. Det er udvalgets bekymring, at der kommer et pres for en lempelse af de skærper af den finansielle regulering, der er, eller er ved at blive gennemført for at sikre robuste kreditinstitutter, herunder de kommende nye kapital- og likviditetskrav, og den ændrede administrative praksis. Et sådant pres kan komme både i en tid, hvor der måtte være et ønske om at få mere gang i økonomien, men måske især i en tid, hvor økonomien er god, optimismen blomstrer og konstaterbare nedskrivninger er lave. Udvalget anbefaler, at der udvises stor varsomhed med sådanne lempelser, også når presset for lempelser bliver stort.
3. Mere konkret anbefaler udvalget, at der ”holdes fast” i tilsynsdiamanten, selv om der måtte komme et pres for en lempelse af kravene heri. Samtidig anbefaler udvalget, at Finanstilsynet løbende er opmærksomt på, om tilsynsdiamanten indeholder de relevante risikofaktorer af væsentlig betydning for det enkelte instituts levedygtighed.
4. Udvalget har konstateret, at flere pengeinstitutter inden krisen i høj grad fokuserede på værdien af belånbare aktiver i deres kreditvurdering, i stedet for i højere grad at tage højde for debtors evne til at generere likviditet og evne til at skabe indtjening. På denne baggrund anbefaler udvalget, at ledelsesbekendtgørelsens

bestemmelser om kreditpolitikkenes risikostyringsprincipper præciseres på dette område.

2.3 De finansielle institutter

I årene inden krisen var der en, gennemsnitligt set, stor stigning i risikotagningen i den danske finansielle sektor. Udlånet steg voldsomt, også i internationalt perspektiv. Som følge af opbygningen af et indlånsunderskud opstod et øget behov for adgang til markedsfinansiering. I modsætning til, hvad der tidligere havde været praksis begyndte selv mellemstore danske pengeinstitutter at finansiere deres indlånsunderskud internationalt. Afhængigheden af adgang til den internationale markedsfinansiering øgede institutternes følsomhed overfor udsving i adgang til likviditet på de internationale finansielle markeder. Det er udvalgets vurdering, at institutterne ikke på daværende tidspunkt havde nok fokus på, at adgang til likviditet kunne blive afskåret eller stærkt begrænset, og dermed blive til et problem. Da de internationale finansielle markeder frøs til, og adgangen til likviditet forsvandt i efteråret 2008, ramte krisen derfor en række af pengeinstitutterne hårdt. Der var imidlertid også pengeinstitutter, der ikke blev ramt i væsentligt omfang. Der var således stor forskel på, hvor hårdt danske pengeinstitutter blev ramt af krisen.

Efter krisens indtræden er der taget en lang række initiativer til at begrænse risikoopbygningen i de finansielle institutter. Der er bl.a. internationalt vedtaget nye kapital- og likviditetskrav, de såkaldte Basel III-standarter, der i europæisk regi bliver indført i form af CRD IV/CRR. Som en del af CRD IV/CRR er der mulighed for at stille ekstra kapital- og likviditetskrav til de såkaldte systemisk vigtige finansielle institutter (SIFI'er).

Udvalget finder:

Det er den ansvarlige ledelse i det enkelte kreditinstitut, dvs. bestyrelsen og den daglige ledelse, som er hovedansvarlig for at sikre en holdbar forretningsmodel for instituttet, herunder at der er en ordentlig kreditstyring og tilstrækkelig kapital og likviditet, sådan at instituttet er robust til at kunne modstå stød i form af tab og nedskrivninger mv. Det gælder uanset, hvad den til hver en tid gældende regulering måtte sætte af krav til de finansielle virksomheder, herunder i form af minimumskrav til kapital og likviditet. Den omstændighed, at der er et tilsyn med, at institutterne efterlever de til hver en tid gældende regler, og at dette tilsyn eventuelt rykker tættere på institutternes udførelse af aktiviteterne (herunder vurdering af forretningsmodellen), ændrer ligeledes ikke på ledelsens ansvar. Desuden er ledelsen ansvarlig for i tide at erkende, hvis den valgte forretningsmodel og -strategi ikke er levedygtig, og om nødvendigt tage de heraf følgende nødvendige skridt. Et væsentligt element i at få genskabt tilliden til og troværdigheden om sektoren, og dermed det fundament, der er grundlaget for kreditinstitutternes virke, ligger derfor hos de ansvarlige ledelser i de enkelte institutter.

Udvalget har i den forbindelse især noteret sig, at en del af de ophørte mindre og mellemstore pengeinstitutter i årene forud for krisen ændrede deres forretningsmodel. Institutterne forlod et forsigtighedsprincip om at holde sig til det enkle og nøjes

med at lave forretninger med kunder, som – billedligt udtrykt – kan ses fra toppen af det lokale kirketårn (kirketårnsprincippet). De bevægede sig uden for deres traditionelle forretningsområde og dermed ind på områder, som hverken direktionen eller bestyrelsen synes at have haft tilstrækkelige kompetencer til at forstå og agere i forhold til. Det skete samtidig med, at institutterne som nævnt i stigende omfang benyttede sig af (udenlandsk) markedsfinansiering til at finansiere en markant udlånsvækst. En høj udlånsvækst, som i en stor del af de forsvundne institutter ofte var rettet mod forholdsvis få, store erhvervsejendomsengagementer og i et vist omfang landbrugssektoren. I mange tilfælde har de nødlidende pengeinstitutter således været udsat for samme type ledelsesmæssige svigt i form af dårligt kredithåndværk og dårlig ledelse. Det er i den sammenhæng tankevækkende, at det i vid udstrækning er de samme fejltagelser, som lå bag den forrige bankkrise, og at disse institutter således ikke havde lært af erfaringerne fra sidst.

Udvalget finder det hensigtsmæssigt, at Finanstilsynet har etableret et kreditregister, hvortil alle pengeinstitutter er forpligtet til at indberette deres store kunder samt en række detaljerede oplysninger herom. Krisen har vist, at en begrænset kreds af enkeltpersoner har trukket store tab med sig i en række små og mellemstore pengeinstitutter, der siden er kommet i problemer. Etableringen af kreditregisteret muliggør en mere systematisk overvågning af, hvor store, og dårlige, debitorer befinder sig. Det giver mulighed for på forhånd at iværksætte tiltag, så det undgås, at enkeltpersoner kan have engagementer af en sådan størrelse i flere institutter, at der er institutter, der kan komme i problemer, hvis enkeltpersonen kommer i problemer. I forhold til små og mellemstore institutter kan det f.eks. være tilfældet, når enkeltpersoner har engagementer på tværs af flere institutter med en samlet størrelse på 250-500 mio. kr. Udvalget har noteret sig, at Finanstilsynet med den eksisterende lovgivning generelt ikke kan dele sin viden med de relevante institutter, selv ikke i tilfælde, hvor der kan siges at være et beskyttelsesværdigt hensyn, eksempelvis øget videndeling mellem institutter med henblik på at undgå uhensigtsmæssigheder i forhold til skyldnere.

Udvalget finder overordnet en række af tiltagene i Basel III/CRD IV-reglerne samt SIFI-udvalgets anbefalinger om øget kapitalkrav positive og relevante. Efter udvalgets opfattelse er det særligt relevant, at institutterne fremover skal have mere egentlig kernekapital, og at kravet skærpes afhængigt af instituttets størrelse. Disse krav, samt kravene til mere stabile likviditetsmæssige forhold, vil medvirke til at sikre, at kreditinstitutter får mere stabile kapital- og likviditetsforhold. Udvalget bemærker dog samtidig, at Basel III/CRD IV-reglerne er et væsentligt mere komplekst regelsæt end tidligere regulering, hvilket alt andet lige kan gøre det vanskeligt at efterleve disse regler for især mindre institutter, som ønsker at tilbyde sine kunder samme portefølje af finansielle ydelser som de større institutter.

Derudover bemærker udvalget, at de kommende regler kun i meget begrænset omfang åbner mulighed for at skelne reguleringsmæssigt mellem forretningsmodeller for store og små institutter. Omvendt åbner regelsættet mulighed for, at institutter kan fravælge visse forretningsområder (f.eks. investeringsrådgivning) og derved fravælge regulering af disse delelementer af det samlede mulige forretningsunivers.

Fastsættelse af krav til institutternes egenkapital kan specificeres både i forhold til et instituts samlede uvægtede aktiver (leverage ratio) og i forhold til instituttets samlede risikovægtede aktiver. Kapitalkrav i forhold til de samlede risikovægtede aktiver sigter på at tage højde for det enkelte instituts risikoprofil, således at et institut, der vælger en mere risikabel sammensætning af aktiver, vil blive mødt med et højere kapitalkrav. På den ene side inddrager denne tilgang institutternes forskellighed i relation til at kunne styre risici og variation på tværs af aktivtyper. På den anden side er der usikkerhed forbundet med at estimere de risikovægte, der benyttes ved udregning af et instituts risikovægtede aktiver. Kapitalkrav i forhold til et kreditinstituts samlede uvægtede mængde af aktiver sikrer et vist minimumsniveau af kapital i et kreditinstitut, selv, hvis instituttets estimerede risikovægtede aktiver specificerer et endnu lavere kapitalniveau; altså en slags bagstopper for at kapitalniveauet ikke kommer for langt ned.² Det er udvalgets opfattelse, at fokuseres der alene på ét af disse kapitalkrav kan det medføre uheldig regulering: Regulering uden leverage ratio kan medføre for lave kapitalniveauer, mens regulering uden risikovægtede aktiver kan give institutter incitament til at påtage sig mere risiko. Udvalget støtter derfor, at den nye regulering af kapitalforhold i kreditinstitutter både indeholder kapitalkrav til den samlede mængde uvægtede aktiver og mængden af de risikovægtede aktiver.

I forhold til at fastsætte institutternes kapitaldækning ud fra de risikovægtede aktiver er udvalget dog bekymret for usikkerheden forbundet med estimation af risikovægte. Udvalget noterer sig i den forbindelse, at der internationalt ligeledes er en stigende bekymring herfor. Denne bekymring knytter sig især til de risikovægte, som primært store institutter selv estimerer til brug for de såkaldte "interne modeller" i forbindelse med beregningen af kravene til kapitaldækning. Gennem de store institutters optimering af kapitalstrukturen siden starten af 1990'erne er de risikovægtede aktivers (RWA) andel af aktiverne således blevet nedbragt fra omkring 65 pct. til omkring 30 pct. i 2010. Baselkomiteen har erkendt, at eksempelvis opgørelsen af RWA kan være forholdsvis vilkårlig på grund af bl.a. model- og målefejl samt reguleringsmæssigt fastsatte vægte.

På den baggrund er Basel III-standarderne blevet suppleret med overvejelser om minimumskrav for andelen af den traditionelle egenkapital i forhold til et instituts samlede uvægtede aktiver (leverage ratio), herunder, hvilke aktiver, der skal indgå i opgørelsen, og, hvilket niveau for egenkapitalprocenten, man vil forvente for institutterne. Ifølge Basel III-standarderne er udgangspunktet et niveau på 3 pct., men et bindende mål forventes først at træde i kraft 1. januar 2018 på baggrund af en observationsperiode fra 2014 til 2017 samt institutternes offentliggørelse af gearingsmål fra 1. januar 2015.

I forbindelse med den aktuelle gennemførelse af ny europæisk regulering (CRD IV/CRR), som bygger på Basel III-standarderne, bliver der også en proces med at observere institutternes gearingsniveauer frem til 2018 og fastsætte nærmere gearingsmål for institutterne. Denne proces, som starter i 2014, indebærer også overve-

² Krav til et instituts samlede uvægtede aktiver er det samme som krav til de samlede risikovægtede aktiver, hvor risikovægtene for alle aktiver er 100 pct., dvs. at der ikke sker nedskalering af mindre risikable aktiver.

jelser om, og i givet fald hvordan, institutterne skal mødes med forøgede kapitalkrav som følge af høj gearing.

Udvalget har en generel skepsis i forhold til, om en gearingsbegrænsning på 33 1/3 i almindelige pengeinstitutter er tilstrækkeligt til at sikre, at institutterne har en tilstrækkelig robusthed, og at kravet dermed er nok til at forhindre fremtidige kriser i de finansielle institutter.

Udvalget har noteret sig, at alle pengeinstitutter i USA pålægges at opfylde et generelt gearingsmål på 4 pct. opgjort efter en national standard. USA pålægger ydermere meget store pengeinstitutter, som gør brug af avancerede interne modeller, at opfylde et supplerende gearingsmål på 3 pct. Det supplerende gearingsmål inkluderer bla. ikke-balanceførte poster i nævneren, og kan sammenlignes med den vedtagne Basel III-standard. Pengeinstitutter, der er meget store og anvender avancerede interne modeller, skal således både opfylde et generelt gearingsmål på 4 pct. og et supplerende gearingsmål på 3 pct. Endvidere har den hollandske regering besluttet, at hollandske institutter skal opfylde en leverage ratio på 4 pct., også selv om det ikke måtte blive et fælleseuropæisk krav.

Udvalget støtter, at der stilles ekstra krav til kapital, likviditet og afviklingsplaner i store kreditinstitutter. Udvalget finder på denne baggrund hovedtankerne i rapporten fra Udvalget om Systemisk Vigtige Finansielle Institutter i Danmark (SIFI-rapporten) positive.

Udvalget er enig i SIFI-rapportens anbefaling om højere kapitalkrav til systemisk vigtige finansielle institutter. Det bemærkes dog, at der for disse institutter muligvis er behov for endnu højere kapitalkrav, end det niveau, som anbefales i SIFI-rapporten. Udvalget bemærker, at det er omdiskuteret, hvorvidt krav om mere egenkapital i pengeinstitutter vil øge de samlede kapitalomkostninger i pengeinstitutter. Det er imidlertid efter udvalgets opfattelse meget vigtigt at være opmærksom på, at en eventuel negativ effekt fra højere finansieringsomkostninger for institutterne skal sættes i forhold til den samlede samfundsøkonomiske gevinst som følge af sikrere kreditinstitutter, og dermed lavere risiko for, at et eller flere institutter bliver nødlidende med de deraf følgende væsentlige samfundsøkonomiske konsekvenser. Udvalget er opmærksomt på, at tilpasningen til strammere kapitalkrav kan påvirke kreditgivningen negativt i overgangen til de nye krav. Udvalget støtter derfor SIFI-udvalgets anbefaling om, at der er en forholdsvis lang indfasning af kapitalkravene.

Det ville efter udvalgets opfattelse ikke have ændret forløbet af den finansielle krise i Danmark, hvis der var sket en opsplitning af store pengeinstitutter, herunder SIFI'er, i henholdsvis bank, realkredit og forsikring eller en opsplitning af pengeinstituttet i retail- og investeringsdele, som bl.a. anbefalet af den såkaldte Liikanen-rapport. Det skal i den sammenhæng bemærkes, at investeringsdelen udgør en relativt lille del af den samlede aktivitet i danske pengeinstitutter. Alligevel finder udvalget, at der kan være behov for en nærmere vurdering af, hvorvidt – og i givet fald hvordan – der eventuelt hensigtsmæssigt kan stilles krav om en eller anden form for opsplitning af større danske institutter. Udvalget har noteret sig udviklingen på området i EU-regi, hvor der aktuelt pågår en høring om spørgsmålet om opsplitning mv., og et flertal i udvalget mener, at videre drøftelse af spørgsmålet skal ske i regi heraf.

Efter udvalgets opfattelse er det endvidere vigtigt i forbindelse med udpegelsen af SIFI'er at bevare fokus på, at flere mindre institutters krak også kan have systemisk betydning, hvilket kan nødvendiggøre særlige foranstaltninger for også at imødegå den risiko. Det er efter udvalgets opfattelse positivt at gøre brug af trigger-niveauer for, hvornår der i en genopretningsfase indtræder dispositionsbegrænsende foranstaltninger for et institut på visse typer af kapital, herunder begrænsning på udbytteudbetalinger og rentebetalinger. For at sikre, at danske kreditinstitutter kan afsætte kapitaltyperne på markederne på lige fod med de udenlandske konkurrenter, er det vigtigt i den nærmere udformning og gennemførelse af triggerniveauerne at have fokus på at de ikke afviger væsentligt fra de triggerniveauer, som vil blive anvendt i andre lande, medmindre, der er en særlig grund herfor.

Udvalget har noteret sig, at der i EU-regi aktuelt pågår et arbejde med en bankunion, herunder, at der er opnået enighed om etablering af en fælles tilsynsmyndighed, og, at der pågår forhandlinger om en fælles afviklingsmyndighed. Udvalget har ikke foretaget en vurdering af fordele henholdsvis ulemper, ved en dansk deltagelse i en bankunion, givet, at en sådan vurdering vil afhænge af den endelige udformning af elementerne i bankunionen.

Overordnet set finder udvalget generelt de forskellige øvrige danske tiltag positive. Udvalget støtter som nævnt ovenfor tiltagene i tilsynsdiamanten, da diamanten identificerer flere af de risici, der har medført, at et antal mindre og mellemstore pengeinstitutter blev nødlidende under denne og den forrige bankkrise. Udvalget vurderer samtidig, at disse tiltag kun delvist mindsker risikoen for, at mindre og mellemstore pengeinstitutter påtager sig for meget af samme type risiko, som identificeret i opløbet til denne krise.

Udvalget finder det afgørende at bevare et robust realkreditsystem. Udvalget ser derfor med bekymring på visse af de ændringer i realkreditsektoren og dens produktudbud, som blev gennemført forud for krisen. Ændringer, som har betydet en forøgelse af risikoen for realkreditinstitutterne. Det gælder især det store omfang af lån, som skal refinansieres hyppigt, og den hermed forbundne refinansieringsrisiko, og den store udbredelse af afdragsfrie lån. Udvalget noterer sig sektorens egne initiativer for at nedbringe risikoen, via f.eks. spredning af refinansieringsauktionerne ud over året, indførelse af såkaldt "tolagsbelåning" og differentierede bidragssatser. Udvalget finder dog, at der er behov for en fortsat indsats for at sikre en robust sektor.

Anbefalinger angående de finansielle institutter:

Udvalget har fundet det relevant at dele anbefalingerne om de finansielle institutter op i tre dele. Anbefalinger der sandsynligvis vil have relativt større betydning for mindre og mellemstore institutter, anbefalinger, der sandsynligvis vil have relativt større betydning for store institutter, og anbefalinger rettet mod realkreditinstitutter.

Anbefalinger med relativ størst betydning for mindre finansielle institutter:

5. Udvalget har konstateret, at især institutternes eksponering mod store engagementer inden for erhvervsejendomsbranchen er en væsentlig årsag til, at flere pengeinstitutter er blevet nødlidende. Udvalget bemærker, at det var samme for-

hold, der gjorde sig gældende under den forrige bankkrise i starten af 1990'erne. Udvalget anbefaler på denne baggrund, at Finanstilsynet skærper grænserne i tilsynsdiamanten for store engagementer.

6. Udvalget anbefaler, at der gennemføres en lovændring, der åbner op for, at Finanstilsynet får en øget mulighed for at udveksle dataoplysninger om store engagementer i dets kreditregister med institutterne. Sådan en mulighed for udveksling af kreditoplysninger fra kreditregistre findes i andre lande, f.eks. Tyskland.
7. Udvalget finder, at det vil være hensigtsmæssigt, hvis det var muligt at indføre særlige regler for drift af "simpel og sikker sparekassevirksomhed i lokalområdet", hvormed menes regler, der nærmere afgrænser "kirketårnsprincippet". Det vil gøre det muligt at afgrænse en simpel og sikker bankdrift for spare- og andelskasser og give mulighed for at operere under et simplere regelsæt. Den nuværende internationale finansielle regulering, herunder særligt CRD IV, åbner imidlertid ikke mulighed herfor. Udvalget anbefaler derfor, at regeringen arbejder internationalt på opnåelse af en sådan mulighed.

Anbefalinger med relativ størst betydning for store finansielle institutter:

8. Udvalget mener, at de nuværende reguleringsmæssige rammer indebærer risiko for, at der anvendes for lave risikovægte i interne modeller til beregning af det regulatoriske kapitalkrav. Udvalget anbefaler derfor, at institutter, som anvender interne modeller, også skal offentliggøre, hvad det regulatoriske kapitalkrav ville være ved anvendelse af standardmetoden.
9. Udvalget anbefaler desuden, at der fastsættes en nedre grænse for de risikovægte, der kan benyttes i interne modeller. Det kan ses som en differentieret form for leverage ratio, da det angiver minimumsriskovægte, som alle institutter skal følge for de forskellige aktivtyper.
10. Udvalget anbefaler, at der nedsættes en ekspertgruppe, der skal vurdere, om der bør fastlægges et højere niveau for den generelle leverage ratio (hvor alle aktiver vægter med 100 pct.), end 3 pct.-kravet, som er udgangspunktet i Basel III-standarderne. Ekspertgruppen skal i forbindelse med vurderingen inddrage samspillet mellem den generelle leverage ratio, den differentierede leverage ratio og kapitalkravene. Ekspertgruppen skal ligeledes vurdere om der skal være forskel på grænsen for den generelle leverage ratio for penge- hhv. realkreditinstitutter, og for institutter, som anvender interne modeller hhv. ikke gør det. Ekspertgruppens arbejde vil bl.a. kunne danne grundlag for den danske holdning i forbindelse med drøftelserne om et eventuelt højere krav til institutternes gearingsniveau i CRD IV-reglerne frem mod 2018. Ekspertgruppen skal endelig vurdere, om det vil øge den samfundsøkonomiske velstand, hvis der stilles højere krav til danske kreditinstitutters egenkapital, end i CRD IV og SIFI-udvalgets anbefalinger.

Mindretalsudtalelser:

- B. Et mindretal (Finn Østrup og Anders Grosen) anbefaler, at der indføres krav om, at danske kreditinstitutter driver væsentlige udenlandske aktiviteter gennem selvstændige selskaber. Det bliver herved muligt at mindske sårbarheden i det dan-

ske finansielle system, idet det i nødstilfælde er muligt at lade det udenlandske selskab gå konkurs, ligesom en krise i det udenlandske selskab vil blive imødegået af myndighederne i værtslandet, og ikke af de danske myndigheder. Det skal i denne sammenhæng bemærkes, at store internationale banker altovervejende driver udenlandsk virksomhed gennem særlige selskaber og ikke i form af filialer.

- C. Et mindretal (Finn Østrup og Peter Møgelvang-Hansen) anbefaler, at der sigtes mod en øvre grænse for størrelsen af danske finansielle virksomheder. Danske Bank er i dag den tredje største bank i de gamle industrilande mv. målt i forhold til landets økonomi og må forventes i løbet af nogle år (efter oprydningen i den cypriske banksektor) at rykke op på andenpladsen. Det kan påføre den danske statskasse store tab, hvis det kommer til et sammenbrud i Danske Bank eller i andre store danske finansielle virksomheder, ligesom konsekvenserne heraf for dansk økonomi i form af mindsket kreditgivning mv. vil blive uoverskuelige. Der kan i den sammenhæng henvises til erfaringerne fra andre europæiske lande, hvor sammenbrud i store finansielle virksomheder har udløst økonomisk krise. Et dansk medlemskab af den europæiske bankunion er næppe en tilfredsstillende løsning på problemet med de store danske finansielle virksomheder, og set fra et principielt synspunkt virker det ikke tilfredsstillende, at spørgsmål vedrørende dansk suverænitetsafgivelse afgøres ud fra hensynet til enkelte finansielle virksomheder. På europæisk plan er der i Liikanen-rapporten fremsat forslag om en opdeling af de eksisterende pengeinstitutter i virksomhed som investeringsbank og i virksomhed som forretningsbank. En lignende opdeling er ved at blive gennemført i flere europæiske lande. Tilpasset danske forhold kunne en hensigtsmæssig løsning på problemet være et krav om, at balancen reduceres gennem frasalg af f.eks. realkreditvirksomhed.

Anbefaling rettet særligt mod realkreditinstitutter:

11. Udvalget er bekymret for, om realkreditinstitutternes egne initiativer til at mindske den øgede risiko, der er opstået som følge af udbredelsen af lån med refinansieringsrisiko og lån med afdragsfrihed, er tilstrækkelige til fremover at sikre en robust sektor. Udvalget anbefaler derfor, at Finanstilsynet udformer en "tilsynsdiamant" særligt målrettet realkreditinstitutter. Udvalget vurderer, at der bør fastsættes pejlemærker i tilsynsdiamanten, som afspejler et instituts risici, herunder f.eks. grænser for andelen af realkreditlån udstedt af et institut, der skal refinansieres hyppigt (ofte end hvert andet år) og grænser for andelen af udlån til udvalgte kundegrupper, der er afdragsfrie, og som udgør en væsentlig del af ejendomsværdien.

Mindretalsudtalelser:

- D. Et mindretal (Finn Østrup og Peter Møgelvang-Hansen) anbefaler, at der gennemføres lovgivning om at anvende tolagsbelåning ved ydelse af realkreditlån. Et sådant krav indebærer, at den yderste del af belåningen ikke kan ydes med obligationer med SDO-lån og derfor ikke indebærer en risiko for, at instituttet skal stille supplerende sikkerhed for denne del af lånet. De yderligt stående realkreditlån må ikke ydes med afdragsfrihed, ligesom de heller ikke må ydes som rentetil-

pasningslån. Mindretallet finder, at det kun gennem lovkrav til realkreditinstitutterne er muligt at sikre den ensartethed ved udstedelsen af realkreditobligationer, der traditionelt har været et kendetegn for det danske realkreditsystem, og som har sikret en billig og effektiv finansiering.

2.4 Corporate Governance

En række pengeinstitutter var inden og under krisen præget af dårlig ledelse og uhensigtsmæssige ledelsesstrukturer. I visse institutter havde de administrerende direktører for meget magt i forhold til deres bestyrelser, og agerede derfor egenrådigt. En medvirkende årsag hertil var, at der i bestyrelserne manglede de fornødne kompetencer til reelt at kunne give den daglige ledelse et fagligt og ledelsesmæssigt modspil. Endvidere indebar omdannelsen af sparekasser til aktieselskaber en uheldig sammenblanding af ledelsen i fondene og institutterne, som muliggjorde uhensigtsmæssige forretninger med fondene. Ejer- og stemmeretsbegrænsninger i en lang række pengeinstitutter kan have holdt storaktionærer, der ville stille krav om professionel ledelse, væk fra institutterne. Endelig steg brugen af incitamentslønning i den finansielle sektor i årene op til krisen.

Der er i forlængelse af finanskrisen gennemført en række tiltag. Der er bl.a. indført skærpede krav til institutternes ledelse, herunder skærpede egnetheds- og hæderlighedskrav (fit & proper), der gør det nemmere for Finanstilsynet at afsætte ledelsen i en finansiell virksomhed, som drives på en uansvarlig måde. Der er etableret en proces med selvevaluering af bestyrelseskompetencer i de finansielle virksomheder med henblik på, at ledelserne forholder sig til, om de rette og tilstrækkelige kompetencer er til stede. Der er ligeledes kommet loft over forholdet mellem den faste og variable aflønning til ledelsen og af ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil. Ligeledes er der indført øgede krav til udpegelse af bestyrelsesmedlemmer i sparekassefonde, så der sikres reel uafhængighed mellem den enkelte sparekassefond og det underliggende pengeinstitut.

Udvalget finder:

Det er vigtigt at ledelsen – bestyrelsen og direktionen – i det enkelte kreditinstitut er sit ansvar bevidst og løbende forholder sig til, om de rette og tilstrækkelige kompetencer er til stede til at varetage deres respektive ansvarsområder. Det er som nævnt instituttets ledelse, der er ansvarlig for at sikre, at instituttet til stadighed er robust og levedygtigt, herunder ikke påtager sig risici, som ledelsen ikke kan overskue. Det er direktionen, der har det daglige ansvar for ledelsen af instituttet, og bestyrelsen, der har det overordnede strategiske ansvar for instituttet. Når man påtager sig det ansvar at træde ind i en bestyrelse, skal man derfor også være sikker på, at man har kompetencerne til at løfte dette ansvar. Enhver bestyrelse er således forpligtet til at sætte sig grundigt ind i pengeinstituttets aktiviteter og til at forholde sig hertil med henblik på at kunne give direktionen et med- og modspil. Udvalget mener ligeledes, at det er afgørende, at ejere af kapital/kapitalbeviser i institutterne har mulighed for at udøve aktivt ejerskab. Kun herved kan ejerkredsen forholde sig konstruktivt og kritisk til ledelsens dispositioner og gøre sin indflydelse gældende.

Udvalget finder, at bestyrelserne i danske pengeinstitutter i for høj grad er involveret i bevilling af kreditengagementer. Den betydelige involvering af bestyrelsen i bevillingen af enkeltkreditter medfører en risiko for, at bestyrelsen afløfter den daglige ledelse dens ansvar for at sikre en ordentlig kreditgivning – og dermed kredithåndværk. Den daglige ledelse vil således kunne dække sig ind under, at bestyrelsen selv har godkendt de enkelte kreditengagementer. Denne praksis medfører en u hensigtsmæssig corporate governance struktur. Det er således udvalgets vurdering, at det er nødvendigt med sikring af en øget uafhængighed mellem finansielle institutters daglige ledelse og bestyrelse, sådan, at bestyrelsen i endnu højere grad bevarer sin funktion som kontrollant af den daglige ledelse.

Udvalget bemærker dog, at ledelsesbekendtgørelsen stiller krav om, at bestyrelsen ikke kan henvælge beføjelser til direktionen om bevilling af usædvanlige eller betydelende engagementer, og udvalget finder dette krav nødvendigt. Udvalget har imidlertid forståelse for, at bestyrelsen i mindre pengeinstitutter er tættere involveret i processen med bevilling af især store enkeltengagementer end i større institutter, idet sådanne store enkeltengagementer kan true levedygtigheden for et mindre pengeinstitut. Samtidig bør bestyrelserne imidlertid skærpe deres fokus på i endnu højere grad at forholde sig aktivt til instituttets samlede risici, herunder gennem f.eks. øget krav til afrapportering fra den daglige ledelse til bestyrelsen, så bestyrelsen til stadighed har et indgående overblik over instituttets samlede risici, herunder ikke mindst kreditgivningen og kreditrisici.

Angående incitamentsaflønning finder udvalget ikke, at det kan udelukkes, at incitamentsaflønning har øget risikotagningen i danske pengeinstitutter, men indførelse af incitamentsaflønning i det enkelte institut har ikke været hovedårsagen til denne øgede risikotagning, og dermed heller ikke en væsentlig medvirkende årsag til krisen. Der var således større risikotagning i penginstitutter, der indførte incitamentsaflønning, allerede forinden incitamentsaflønningen blev indført i instituttet. Brugen af incitamentsaflønning i visse institutter er således mere et udtryk for dårlig corporate governance.

Endvidere bemærker udvalget, at en kompetent bestyrelse ikke nødvendigvis er ensbetydende med, at en finansiell virksomhed ikke kommer i problemer. Det forudsætter også opbygning af egentlige kompetencecentre – f.eks. kreditafdelinger og erhvervsafdelinger. Opbygningen af sådanne kompetencecentre er udfordrende for mindre pengeinstitutter. Udvalget vurderer dog overordnet, at kompetente bestyrelser vil reducere sandsynligheden for problemer i finansielle institutter. I den sammenhæng har udvalget noteret sig, at der er en, efter Udvalgets opfattelse, ringe efterlevelse af, og arbejde, med Anbefalinger for god selskabsledelse i særligt de små og mellemstore pengeinstitutter. Udvalget finder det beklageligt, at institutterne ikke i højere grad følger soft law og deres egen interesseorganisations henstilling på dette område, men mere eller mindre per automatik gør brug af standardformulering om, hvorfor anbefalingerne ikke følges. Udvalget har noteret sig, at Finansrådet den 24. juni 2013 har udstedt en ny medlemshenstilling, hvori Finansrådet henstiller, at medlemsvirksomhederne skal forholde sig til samtlige af Komitéen for god Selskabsledelses anbefalinger af 6. maj 2013. Udvalget håber, at dette medvirker til generelt at ændre holdningen til anbefalingerne i den rigtige retning.

Det er udvalgets vurdering, at ejer- og stemmeretsbegrænsninger kan have udgjort en hindring for sikringen af en professionel ledelse af visse mindre og mellemstore institutter forud for den finansielle krise. Det er således udvalgets opfattelse at såvel lovbestemte som vedtægtsbestemte ejer- og stemmeretsbegrænsninger kan have den effekt, at de beskytter en bestyrelse i et institut, som ellers ville kunne blive afsat af ejerne, og kan vanskeliggøre de nødvendige indskud af ansvarlige kapital i instituttet fra ejere, der ønsker indflydelse i overensstemmelse med indskuddets størrelse. Desuden kan ejer- og stemmeretsbegrænsninger have været en hindring for en større eller mindre strukturtilpasning, som kunne være hensigtsmæssig i lyset af de stigende krav til de enkelte institutter. På den anden side sikrer ejer- og stemmeretsbegrænsninger effektivt mod bestemmende indflydelse fra storaktionærer, der kan øve negativ indflydelse på instituttets risikoprofil.

Med hensyn til den bekymring, der tidligere er blevet fremført om, at en storejer vil have uansvarlige motiver som baggrund for at indtræde som majoritetsejer, bemærker udvalget, at Finanstilsynet under nærmere betingelser skal godkende, når en ejer opnår bestemte ejerandele, og dermed har Finanstilsynet mulighed for at nægte godkendelse, hvis der er mistanke om uansvarlig drift mv.

Af disse årsager anerkender udvalget, at det i udgangspunktet bør være op til ejerne af kapitalen/kapitalbeviserne i de enkelte institutter at afgøre, hvorvidt de ønsker at være underlagt ejer- og stemmeretsbegrænsninger, selvom det i visse tilfælde kan være forbundet med betydelige praktiske udfordringer at ændre sådanne begrænsninger. Lov om finansiell virksomhed indeholder imidlertid lovbestemte stemmeretsbegrænsninger for spare- og andelskasser, der historisk har været begrundet med sikring af institutternes decentrale struktur og demokrati uden bestemmende indflydelse fra enkelte deltagere, som er til hinder for, at ejerne selv kan træffe beslutning om, hvad der skal være gældende i det enkelte institut.

Udvalget har noteret sig, at der i 2010 blev fremsat forslag om at ophæve de lovbestemte stemmeretsbegrænsninger ud fra lignende betragtninger som de ovenfor anførte, og med en 2-årig overgangsbestemmelse, hvorved de spare- og andelskasser, som måtte have ønsket sig at fastholde stemmeretsbegrænsningerne kunne nå at gennemføre dette i deres vedtægter. Udvalget har endvidere noteret sig, at lovforslaget ikke blev gennemført til trods for, at samtlige spare- og andelskasser har vedtægtsbestemte ejer- og stemmeretsbegrænsninger, men at der alene i stedet er blevet gennemført en regulering, hvorved ejer- og stemmeretsbegrænsningerne bortfalder, når de frie reserver i det enkelte institut falder under en nærmere fastsat grænse. Det er udvalgets opfattelse, at det ikke er tilstrækkeligt til at åbne mulighed for den nødvendige øgede corporate governance i disse institutter.

Anbefalinger angående corporate governance:

12. Udvalget anbefaler, at de lovbestemte ejer- og stemmeretsbegrænsninger for spare- og andelskasser i lov om finansiell virksomhed ophæves. Udvalget anser således de nuværende lovbestemte stemmeretsbegrænsninger for restriktive. Udvalget anerkender dog samtidig, at der ville kunne være et ønske hos ejere af kapital om at kunne udtræde, hvis der kommer en dominerende enkeltejer af kapi-

tal ind i en andels- eller sparekasse. Udvalget anbefaler derfor en ophævelse af den lovbestemte stemmeretsbegrænsning i spare- og andelskasser kombineret med indførelse af en lovbestemt pligt til at afgive overtagelsestilbud til ejere af kapital i en spare- eller andelskasse, hvis en enkelt ejer af kapital får flertallet af stemmerne og dermed en kontrollerende indflydelse. Overtagelsestilbuddet kan f.eks. ske til en værdi, der som minimum modsvarer den pris, som den dominerende ejer senest har betalt for kapitalbeviser.

13. Udvalget anbefaler en præcisering af ledelsesbekendtgørelsen, så bestyrelser i finansielle virksomheder får mulighed for i endnu højere grad at udøve sin funktion som kontrollant af den daglige ledelse. Udvalget anbefaler således, at bestyrelsen i et pengeinstitut ikke skal behandle og tage stilling til enkeltsager om bevilning af kredit, medmindre, det er engagementer af usædvanlig art eller af stor betydning, f.eks. defineret efter bestyrelses retningslinjer for store engagementer, eller, hvis institutter påtager sig betydelig eksponering over for et nyt forretningsområde. I den forbindelse bør der differentieres mellem store henholdsvis små- og mellemstore pengeinstitutter. Samtidig anbefaler udvalget, at bestyrelsens forpligtelse til aktivt at forholde sig til instituttets samlede kreditrisikoprofil skærpes, herunder gennem f.eks. øgede krav til regelmæssige afrapporteringer fra den daglige ledelse til bestyrelsen, så bestyrelsen til stadighed har et indgående overblik over instituttets samlede kreditrisikoprofil.
14. Udvalget anbefaler, at der indføres en pligt til, at nye bestyrelsesmedlemmer skal gennemføre et kursusforløb, der giver en introduktion til de væsentligste forpligtelser og funktioner, der skal varetages som bestyrelsesmedlem i et finansielt institut. Udvalget anbefaler i den sammenhæng, at der fastsættes nærmere krav til sådanne introduktionskurser for bestyrelsesmedlemmer i finansielle virksomheder, og at kursusudbydere skal godkendes af Finanstilsynet for at kunne udbyde et sådant kursus.

Mindretalsudtalelser:

- E. Et mindretal (Anders Grosen) anbefaler, at der fremadrettet sikres en mere passende arbejdsdeling mellem bankledelserne og aktionærerne. En forudsætning herfor er, at aktionærerne generelt har ret til at stemme for deres aktier. Det foreslås derfor, at ejer- og stemmeretsbegrænsninger fjernes i de danske børsnoterede selskaber. Fjernelse af ejer- og stemmeretsbegrænsninger kan ikke ske på aktionærernes initiativ pga. netop ejer- og stemmeretsbegrænsninger, de almindelige regler i aktieselskabsloven og særegne vedtægter i en lang række banker. Fjernelse af ejer- og stemmeretsbegrænsningerne kan gøres lovgivningsmæssigt, enten gennem selskabslovgivningen, via lov om finansiell virksomhed eller via børslovgivningen.
- F. Et mindretal (Jens Thomsen og Finn Østrup) finder, at der i de senere år er fastsat flere og flere regler om materiale, der skal forelægges bestyrelsen, hvortil kommer anbefalinger for god selskabsledelse. Det er vigtigt, at man jævnligt gennemgår disse for relevans med henblik på, at bestyrelsens fokus fastholdes på kreditinstituttets risiko, i særlig grad omkring udlån.

2.5 Revisorer

Revisor er tiltænkt rollen som offentlighedens kontrollant med regnskaber og anden finansiell rapportering fra blandt andet de finansielle virksomheder, hvorfor revisor spiller en helt afgørende rolle for tilliden til den finansielle sektor. I forbindelse med den finansielle krise og håndteringen af en række nødlidende pengeinstitutter har der imidlertid været en række tilfælde, hvor reviderede regnskaber ikke har været retvisende, og hvor der derfor har kunnet rejses kritik af revisorernes arbejde. Derudover er der en række eksempler på, at ekstern og intern revisor ikke har sikret rettidig rapportering til bestyrelsen af en række væsentlige identificerede forhold i pengeinstituttet, herunder f.eks. rapportering om identificerede svagheder på udlånsområdet, overskridelse af bevillingsbeføjelser mv., hvorfor bestyrelsen ikke har haft mulighed for rettidigt at forholde sig til problemstillingerne.

Der er i forlængelse af krisen gennemført skærpede uddannelseskrav til revisorer af finansielle virksomheder, så de er bedre rustet i forhold til de særlige forhold inden for den finansielle verden, og en certificeringsordning for den eller de underskrivende revisorer i pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber, herunder liv- og pensionsselskaber, da disse finansielle virksomheder er særligt komplekse og deres levedygtighed har betydning for tilliden til den finansielle sektor. Med ordningen har Finanstilsynet desuden fået styrkede muligheder for hurtigt og effektivt at reagere over for revisorerne af finansielle virksomheder, når der konstateres fejl og mangler vedrørende revisionen.

Udvalget finder:

Det er af væsentlig betydning for at kunne sikre tilliden til den finansielle sektor, at den eksterne revisor udfylder sin rolle som offentlighedens tillidsrepræsentant og er sig sit ansvar bevidst. Det er i den sammenhæng vigtigt, at revisor har en forpligtelse til at være objektiv i sit virke. I det lys finder udvalget det bemærkelsesværdigt, at en tendens i flere af de nødlidende pengeinstitutter håndteret under krisen har været, at der er fundet indtil flere alvorlige fejl og mangler i regnskaberne på trods af en blank revisionspåtegning, ligesom der er fundet mangler i institutternes øvrige finansielle rapportering.

Den eksterne revisor skal endvidere straks meddele Finanstilsynet oplysninger om forhold, der er af afgørende betydning for instituttets fortsatte aktivitet. Revisor skal ligeledes orientere bestyrelsen om væsentlige spørgsmål vedrørende revisionen, såsom væsentlig usikkerhed, fejl eller mangler vedrørende bankens bogholderi, regnskabsvæsen eller interne kontrol.

Hvis revisor ikke lever op til sit ansvar, kan det få alvorlige konsekvenser for tilliden til den finansielle sektor. Udvalget støtter derfor at der er gennemført skærpede krav til revisorer i form af øgede uddannelseskrav og krav om certificering mv. af revisorer. Udvalget finder, at der i de efteruddannelseskrav, der stilles ved certificering, skal være fokus på området vedrørende måling af udlån. Udvalget har tillige noteret sig, at Finanstilsynet har mulighed for at fratage revisorer deres certificering til at revidere pengeinstitutter. Det vil være relevant at fratage en revisor certificeringen, hvis den vurdering af instituttets store engagementer, som revisor har erklæret sig enig i i revi-

sionsprotokollatet, ikke er foretaget i overensstemmelse med regnskabsreglerne. Det kan eksempelvis være, hvis der er mangelfuld identifikation af objektiv indikation for værdiforringelse, eller der ikke er anvendt realistiske forventninger for så vidt angår debtors tilbagebetalingsevne.

Det bør desuden overvejes, om der er behov for en mere entydig kommunikation og forventningsafstemning i forhold til revisors rolle og opgave, idet der efter udvalgets opfattelse på nuværende tidspunkt synes at være en kløft mellem det, som offentligheden tillægger revisor af opgaver og ansvar, og det, som revisor rent faktisk udfører af opgaver og har som ansvar.

I EU er der rejst en tilsvarende kritik af revisors rolle med vægt på to elementer, dels et ønske om bedre kommunikation til både regnskabsbrugere og den reviderede virksomhed af revisors kritiske observationer, dels koncentrationen af revisionsydelse på et mindre antal revisionsfirmaer. Som konsekvens har Kommissionen fremsat forslag til ændring af den eksisterende regulering af revision i form af en forordning, som skærper revisionens forpligtelser i forhold til virksomheder af offentlig interesse (Public Interest Entities). I lyset af forhandlingerne om ny regulering af revisors forpligtelser i EU, foreslår udvalget, at regeringen følger forhandlingerne. Såfremt de relevante dele af særligt forordningen vedtages i uændret form med anvendelse for alle pengeinstitutter, finder udvalget ikke, at der er behov for øvrige initiativer i forhold til revisors forpligtelser.

For så vidt angår håndhævelse af manglende overholdelse af revisors forpligtelser, har udvalget noteret sig, at Revisornævnets formelle uafhængighed er styrket, men at Revisornævnets sagsbehandlingstid stadig er så lang, at det reelt ikke er muligt at vurdere, om ændringen af Revisornævnets sammensætning har haft den ønskede effekt. Sagerne behandling består i en udveksling af partsindlæg, som cirka tager et halvt år at få afsluttet. Derefter er der ventetid på Revisornævnets behandling og afslutning af sagen. Den ventetid har hidtil været på op til cirka to år. De sager, der på nuværende tidspunkt ventes på, forventes afsluttet med en ventetid på seks til otte måneder.

Udvalget har noteret sig, at revisorer, der reviderer pengeinstitutter fra og med revision af årsregnskaberne for 2014, skal være certificeret af Finanstilsynet. Udvalget finder, at der i de efteruddannelseskrav, der stilles ved certificering, skal være fokus på nedskrivninger.

Anbefalinger angående revisor:

15. Udvalget anbefaler, at Revisornævnet ekstraordinært tilføres ressourcer, således at behandlingen af sager vedrørende revision af finansielle virksomheder under krisen kan afsluttes indenfor rimelig tid.

2.6 Forbrugerforhold

Kombinationen af forholdsvis gode økonomiske tider, optimisme og rigelig likviditet førte til negliger af risiko, og medvirkede derved til, at husholdninger og almindelige forbrugere i højere grad efterspurgte, og fik tilbudt, og dermed investerede i, risi-

kable finansielle produkter. Husholdninger og almindelige forbrugere begyndte at spekulere for at få del i den forventede fortsatte optur – det være sig på værdipapirmarkedet i form af aktier og andre finansielle produkter, på boligmarkedet med køb af en ekstra bolig, sommerhuse mv., eller på et helt tredje marked. Investeringer, der i et betydeligt omfang blev foretaget for lånte penge.

Efter krisen er der gennemført en lang række tiltag, der sigter mod at skabe større tryghed for bankkunderne gennem bedre forbrugerinformation og gennemsigtighed på det finansielle område. Blandt disse tiltag er krav om risikomærkning af investeringsprodukter og lån samt kompetencekrav til investeringsrådgivere. Endvidere er der tilstræbt øget åbenhed omkring omkostninger ved investeringsprodukterne gennem krav om oplysninger om den årlige omkostning i procent (ÅOP) til detailkunder, herunder angivelse af ÅOP på den årlige gebyroversigt eller depotoversigt ved køb af investeringsprodukter, hvor der også er oplysninger om eventuelle distributionsaftaler og angivelse af formidlingsprovisionen samt eventuelt andre former for betaling for distribution eller rådgivning. Desuden er der indført forbud mod lånefinansieret salg af egne aktier i pengeinstitutterne. Der er derudover gennemført regulering af markedet for pantbreve og af finansielle (uvildige) rådgivere og endelig er forbrugerombudsmanden blevet styrket gennem øgede beføjelser og ressourcer.

Udvalget finder:

Fundamentet for en velfungerende finansiell sektor bygger på, at kunderne, både privat- og erhvervskunderne, er i stand til at gennemskue deres muligheder og konsekvenserne af deres valg kombineret med, at der er en tillidsskabende relation mellem den enkelte kunde og den finansielle virksomhed. Det er vigtigt, at den enkelte privatkunde ved køb af finansielle tjenesteydelser er aktiv og søger den viden og information, som denne vurderer nødvendig for at træffe sin beslutning. I lighed med alle andre købsbeslutninger er den enkelte privatkunde selv ansvarlig for de beslutninger, som denne træffer på det finansielle marked. Det være sig beslutning om at købe værdipapirer, optage et lån eller vælge en bestemt kontoform. Det er den enkelte privatkunde – den enkelte forbrugers – ansvar at træffe de beslutninger, som vurderes at være bedst ud fra dennes konkrete situation.

For at medvirke til at sætte forbrugerne bedst muligt i stand til at træffe deres beslutninger er det vigtigt, at forbrugerne får stillet en afbalanceret og dækkende information til rådighed. Ligeledes er det vigtigt, at bankrådgiverne yder en ordentlig og fyldestgørende rådgivning af den enkelte kunde. Det er således afgørende for forbrugernes mulighed for at træffe velfunderede beslutninger, at der er tilstrækkelig åbenhed og gennemsigtighed om omkostninger, aftalevilkår mv. Kun herved har forbrugere mulighed for at fastlægge konsekvenserne af sine valg.

Udvalget finder generelt, at der er en række fornuftige og positive gennemførte tiltag i forlængelse af krisen, der kan medvirke til at skabe mere tillid og tryghed hos forbrugere.

Udvalget er opmærksomt på, at ordningen med risikomærkning af investeringsprodukter og risikomærkningen af låneprodukter ikke skal stå alene i en rådgivningssituation og sigter mod på en simpel måde at give kunden en bedre forståelse af risikoen

ved forskellige investerings- og låneprodukter. Udvalget er dog skeptisk over for relevansen af den valgte risikomærkning, da den er for grovmasket og derved kan sende uheldige signaler om risikoen i forskellige finansielle produkter. Det er imidlertid udvalgets opfattelse, at de øgede kompetencekrav til investeringsrådgivere, der blev indført samtidig med risikomærkningen af investeringsprodukter, er relevante og bør fastholdes.

Efter udvalgets opfattelse bør risikoen for, at interessekonflikter ved investeringsrådgivning får negative konsekvenser for kunderne, så vidt muligt imødegås ved klare regler. Det gælder også med hensyn til åbenhed og gennemsigtighed omkring bonusser mv. Udvalget har noteret sig, at der med den mellem Finansrådet, Dansk Aktionærforening og Forbrugerrådet indgåede aftale med virkning fra 2013 er etableret en ordning med oplysning om formidlingsprovision mv. både i forbindelse med selve rådgivningen forud for et køb og løbende på den årlige depotoversigt, og at der ikke lovgivningsmæssigt er aktuelle planer om indførelse af forbud mod provisioner fra tredjepart, idet erfaringerne med oplysningsordningen og med de i UK og Holland nyligt indførte forbud på området afventes.

Efter udvalgets opfattelse er det ikke foreneligt med hvervet som investeringsrådgiver, at den pågældende har en personlig økonomisk interesse i, at den rådsøgende på grundlag af rådgivningen beslutter at købe et eller flere værdipapirer eller en bestemt slags værdipapirer. Variabel aflønning, der afhænger af mængden eller beskaffenheden af solgte værdipapirer, for personer, der er involveret i rådgivning/salg af værdipapirer til detailkunder, bør således være udelukket ved investeringsrådgivning.

Det er efter udvalgets opfattelse vigtigt, at forbrugerne har adgang til et effektivt klagesystem, hvis forbrugerne oplever at have fået mangelfuld eller forkert rådgivning af en finansiell virksomhed og ønsker at klage. De private ankenævn, herunder Pengeinstitutankenævnet og de øvrige ankenævn på det finansielle område, er ikke juridiske domstole, hvorfor det af retssikkerhedsmæssige årsager ikke er muligt at gøre afgørelserne fra disse ankenævn bindende for virksomheder.

I det lys finder udvalget det positivt, at der i 2009 blev gennemført en lovændring, som betyder, at det i dag under visse betingelser er muligt at tvangsfuldbyrde Pengeinstitutankenævnets afgørelser, hvis ankenævnet giver forbrugerne medhold i deres klage. Det samme gælder for de øvrige ankenævn på det finansielle område. Hvis den finansielle virksomhed inden en frist på 30 dage fra forkyndelsen forholder sig passivt, vil afgørelsen efter udløbet af fristen kunne tvangsfuldbyrdes. Forbrugeren har herefter mulighed for at gå til fogedretten og få inddrevet det beløb, som den finansielle virksomhed skal betale ifølge afgørelsen. Af hensyn til også at styrke efterlevelsen af klagenævnskendelser i de tilfælde, hvor den finansielle virksomhed inden for fristen tilkendegiver ikke at ville efterleve ankenævnets kendelser, finder udvalget det også positivt, at Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i 2010 fik mulighed for at dække en forbrugers udgifter i forbindelse med en retssag på baggrund af en afgørelse eller et forlig, hvor forbrugeren har fået helt eller delvis medhold i Pengeinstitutankenævnet. Det samme gælder for de øvrige ankenævn på det finansielle område. Det sikrer, at en forbruger ikke af økonomiske årsager afholder sig fra at føre en retssag mod den finansielle virksomhed, når en afgørelse truffet af Pengeinstitut-

ankenævnet eller et forlig indgået i forbindelse med klagebehandlingen ikke efterleves af den finansielle virksomhed.

Det er dog udvalgets opfattelse, at det er vigtigt for legitimiteten af de finansielle ankenævns virke, at branchen sikrer, at ankenævnene på det finansielle område til stadsighed har de nødvendige ressourcer til at sikre en effektiv sagsbehandling, herunder en kort sagsbehandlingstid, og at branchen medvirker til at holde selvjustits i egne rækker med efterlevelsen af ankenævnenes kendelser. Det gælder særligt enstemmige afgørelser mod pengeinstitutter i Pengeinstitutankenævnet, hvor der efter udvalgets opfattelse efter krisen har været en vis uheldig tendens til et stigende antal tilfælde med manglende efterlevelse af sådanne afgørelser.

Det er endvidere udvalgets vurdering, at der af hensyn til en styrket forbrugerbeskyttelse er grundlag for at overveje en skærpelse af den retlige sanktionering af de præcise adfærdsregler, der i forlængelse af krisen er indført i god skik-bekendtgørelsen og i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen. Ligeledes er der grund til at se nærmere på erstatningsansvaret i de tilfælde, hvor forbrugeren har lidt et økonomisk tab som følge af mangelfuld finansiell rådgivning. Udvalget har i den forbindelse noteret sig, at der er nedsat et udvalg af regeringen, som på nuværende tidspunkt kigger nærmere på disse spørgsmål.

Anbefalinger angående forbrugerforhold på de finansielle markeder:

16. Udvalget anbefaler, at risikomærkningen af investeringsprodukter og risikomærkningen af lån enten (i) gennemgår en grundig og omfattende revision for derigennem at sikre en øget stringens i klassificeringen af produkterne, samt at klassificeringen af de enkelte produkter løbende ajourføres eller (ii) afskaffes.
17. Udvalget anbefaler, at der indføres et forbud mod variabel aflønning, der afhænger af salgsmængden af værdipapirer, for personer, der er involveret i rådgivning/salg af værdipapirer til privatkunder.

Mindretalsudtalelser:

- G. Et mindretal (Jens Thomsen, Anders Grosen og Finn Østrup) anbefaler, at købere af investeringsforeningsbeviser bør have mulighed for at fravælge rådgivning. I sådanne tilfælde skal eventuel "kick-back" fra investeringsforeningen til pengeinstituttet tilfalde investoren. En sådan regulering vil have den konsekvens, at et pengeinstitut ikke kan ifaldes erstatningsansvar for tab eller skuffede forventninger hos den, som har fravalgt rådgivning.
- H. Et mindretal (Finn Østrup og Anders Grosen) anbefaler, at der etableres en institution som finansiell forbrugerombudsmand. Hvis det af administrative grunde ikke findes ønskeligt at oprette en sådan ny institution, bør kompetencen vedrørende forbrugerforhold i den finansielle sektor føres tilbage til Forbrugerombudsmanden, hvor den tidligere lå. Det er opfattelsen hos mindretallet, at der vil blive et større fokus på forbrugerbeskyttelse, hvis hensynet til forbrugerbeskyttelse varetages af en institution, som udelukkende har dette formål. Endvidere undgås der herved også koordinationsproblemer i forbindelse med to offentlige myndigheder på området (for nærværende Finanstilsynet og Forbrugerombudsmanden).

- I. Et mindretal (Anders Grosen og Finn Østrup) foreslår, at der ligesom i bl.a. Holland og UK lovgives om en ny honorarmodel i forbindelse med investeringsrådgivning af private. I stedet for den nuværende model, hvor hovedparten af pengeinstitutternes indtjening ved salg af investeringsprodukter udgøres af "skjulte" provisioner, foreslås et synligt rådgivningshonorar (timesats eller fast gebyr) og forbud mod "skjulte" provisioner. Et lovinitiativ er nødvendigt, da hverken pengeinstitutterne eller kunderne har et incitament til at ændre den nuværende model. Det skyldes, at:
 1. Pengeinstitutternes indtjening vil blive reduceret.
 2. Mange kunder lever i en illusion om, at rådgivningen er gratis.
 3. Skattereglerne begunstiger den nuværende model, idet der indirekte er fradrag for investeringsomkostninger, mens der ikke er fradrag for et direkte rådgivningsgebyr.

2.7 Indskydergarantifonden

Den finansielle krise og afviklingen af nødlidende pengeinstitutterne har medført, at pengeinstitutternes finansiering af Garantifonden for Indskydere og Investorer har været stærkt svingende. Det er sket i en periode, hvor sektoren i forvejen har haft økonomiske udfordringer. Finansieringsformen er derfor ændret og forøget med det formål at tilvejebringe en mere jævn og forudsigelig belastning af pengeinstitutterne.

Udvalget vurderer:

Udvalget finder det positivt, at der er taget initiativ til at sikre en mere jævn og øget indbetaling til Indskydergarantifonden. Udvalget finder det dog uheldigt, at det enkelte pengeinstituts indbetalinger til Indskydergarantifonden ikke afspejler risikoen i instituttet (såkaldt risikobaseret indbetaling), som også foreslået af bl.a. IMF i november 2012, og som er praksis i f.eks. USA. En sådan risikobaseret indbetaling vil både være et mere rimeligt system og mindske incitamenter til ekstensiv risikotagning i de finansielle institutter. Det nugældende direktiv vurderes ikke at være til hinder for indførsel af risikobaseret indbetaling. Hvis Danmark indførte en risikobaseret præmieindbetaling til Indskydergarantifonden, ville Danmark imidlertid, så vidt det er udvalget bekendt, være første land til at indføre en sådan i EU. Et sådant system kendes dog fra andre ikke-EU lande (f.eks. USA). En sådan enegang bør i udgangspunktet undgås, men hvis ikke der inden for en rimelig tidshorisont vedtages fælles EU-regler bør der dog alligevel i Danmark ske en indførelse af risikobaseret præmieindbetaling.

Udvalget anbefaler:

18. Udvalget anbefaler, at indbetalingerne til Garantifonden for Indskydere og Investorer gøres risikobaserede. Udvalget finder dog, at indførelsen heraf i udgangspunktet bør afvente gennemførelsen af det kommende indskydergarantidirektiv. Er indskydergarantidirektivet ikke vedtaget senest i 2015, anbefaler udvalget, at Danmark indfører en ordning med risikobaseret indbetaling til Indskydergarantifonden.

DEL 2: BAGGRUND

3. Indledning

Baggrunden for nedsættelsen af udvalget om finanskrisens årsager var den internationale finansielle krise, som for alvor tog fart med den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers kollaps i september 2008. Krisen spredte sig hurtigt udover USA's grænser og ramte også Danmark med stor kraft. Siden krisens begyndelse er 62 danske pengeinstitutter forsvundet fra det finansielle landskab, og dansk økonomi er endnu ikke kommet tilbage på det velstandsniveau, som der var inden finanskrisen satte ind.

Regeringen ønskede på denne baggrund at få belyst årsagerne til finanskrisen og herunder, hvor meget der kom til os udefra, og hvor meget nationale forhold har betydnet for krisens gennemslag. Udgangspunktet og rammen for udvalgets arbejde er det af regeringen udarbejdede kommissorium, jf. bilag A.

I kommissoriet for udvalgets arbejde anføres det, at der er "...behov for en analyse af årsagerne til finanskrisen og en vurdering af effekten af de opstramninger, som er blevet taget for at understøtte finansiell stabilitet samt vækst og beskæftigelse i dansk økonomi."

Der er i kommissoriet anført fem hovedopgaver for udvalgets arbejde, der er sammenfattet i følgende fem temaer:

1) Internationale faktorer som årsag til krisen i den danske finanssektor

"Udvalget skal identificere og beskrive de væsentligste internationale faktorer, som medvirkede til krisen og at den danske finanssektor blev inddraget i den internationale finansielle krise. Udvalget skal i den forbindelse belyse karakteristika og forhold ved den danske finansielle sektor, som havde betydning for, hvordan den internationale krise slog igennem i Danmark."

2) Nationale forhold som medvirkede til finanskrisen

"Udvalget skal undersøge, hvilke særlige danske forhold som kan have medvirket til krisen i den danske finanssektor, herunder bl.a. udviklingen på ejendomsmarkedet, rammebetingelserne for kreditinstitutterne samt institutternes forretningsmodeller. Desuden skal det belyses, om aflønningsstrukturen i finansielle virksomheder kan have medvirket til for høj risikotagning."

3) Liberalisering af den finansielle sektor

"Udvalget skal herudover se på, om liberaliseringen af internationale kapitalbevægelser og af den finansielle sektor siden 1970'erne og dannelsen af finansielle super-

markeder omfattende en række finansielle ydelser, der tidligere blev varetaget af selvstændige ikke-forbundne finansielle institutter, har haft af betydning for krisen.”

4) Rådgivning af kunder

”Udvalget skal se på, om kreditinstitutternes rådgivning har bidraget unødigt til at sprede finanskrisens konsekvenser til private og erhvervsvirksomheder, herunder om der er en fornuftig incitamentsstruktur i forbindelse med rådgivning, og om rådgivernes kvalifikationer er tilstrækkelige.”

5) Vurdering af iværksatte opstramninger mv.

”Udvalget skal beskrive de initiativer, der er iværksat for at forebygge en lignende krise i fremtiden og dermed undgå en gentagelse af krisen, og vurdere, om initiativerne er tilstrækkelige og afbalancerede.”

Endelig skal udvalget ”..belyse om tilsynet med finansielle koncerner med fordel kan styrkes. Dette skal ske under hensyntagen til arbejdet i ekspertudvalget vedr. systemisk vigtige finansielle institutioner i Danmark.”

Udvalget blev nedsat i begyndelsen af 2012 og har i perioden 2. marts 2012 til 6. september 2013 afholdt 32 udvalgsmøder. Udvalget havde oprindeligt frist for afrapportering inden udgangen af 2012, men af hensyn til, at udvalget kunne nå at komme grundigt igennem drøftelserne af de i kommissoriet rejste hovedspørgsmål, blev der af erhvervs- og vækstministeren givet fristforlængelse først til medio 2013 og siden til medio september 2013.

Rapporten består af to hoveddele, hvor den første del består af udvalgets konklusioner og anbefalinger og den anden af fem hovedafsnit, som tilsammen dækker kommissoriets fem temaer. Afsnit 1 omfatter de internationale og nationale makroøkonomiske forhold op til den internationale finansielle krise og efterfølgende danske finanskrisen. Afsnit 2 omfatter reguleringen og tilsynet med kreditinstitutter inden finanskrisen. Afsnit 3 ser på udviklingen i den finansielle sektor op til henholdsvis efter finanskrisen. Afsnit 4 ser på krisehåndteringen og opfølgningen på finanskrisen, mens Afsnit 5 har fokus på forbrugerforhold.

Udvalget har i overensstemmelse med kommissoriet trukket på eksterne ressourcepersoner. Professor Ken Bechman har således lavet analyser for udvalget i forbindelse med behandlingen af spørgsmål om Corporate Governance og incitamentsstruktur i danske pengeinstitutter. Journalisterne Niels Sandøe og Thomas G. Svaneborg har for udvalget lavet en kortlægning af de såkaldte pantebrevskarruseller op til finanskrisen, mens Lektor Jesper Lund har lavet beregninger af værdien af ”upside” i Bankpakke II.

Derudover har udvalget inviteret nedenstående centrale aktører fra den finansielle sektor og relevante myndigheder med henblik på at afdække deres bidrag til forståelsen af, hvorfor den internationale finansielle krise ramte den danske finansielle sektor forholdsvis hårdt med store afledte negative effekter på realøkonomien:

- Danske Bank: daværende ordførende direktør Eivind Kolding, direktør Henrik Ramlau-Hansen og vicedirektør Peter Rostrup-Nielsen,
- Nordea Bank Danmark: daværende adm. direktør Michael Rasmussen, adm. direktør Anders Jensen,
- Jyske Bank: ordførende direktør Anders Christian Dam,
- Nykredit: daværende koncernchef Peter Engberg Jensen og koncerndirektør Søren Holm,
- LOPI: formand Claus E. Petersen og direktør Jan Kondrup,
- Danmarks Nationalbank: daværende nationalbankdirektør Nils Bernstein,
- Finanstilsynet: direktør Ulrik Nødgaard,
- Erhvervs- og Vækstministeriet: departementschef Michael Dithmer,
- Finansiell Stabilitet A/S: adm. direktør Henrik Bjerre-Nielsen, juridisk direktør Marianne Simonsen og Henning Kruse Petersen, daværende formand.

Udvalget har været sammensat som følger:

- Professor Jesper Rangvid (formand)
- Professor Anders Grosen
- Professor Finn Østrup
- Professor Peter Møgelvang-Hansen
- Nationalbankdirektør Hugo Frey Jensen
- Forhenværende nationalbankdirektør Jens Thomsen
- Forhenværende bankdirektør Peter Schütze
- Vicedirektør Julie Galbo
- Finansdirektør Christian Ølgaard
- Kontorchef Niels Kleis Frederiksen
- Fuldmægtig Birger Buchhave Poulsen

Udvalget har været sekretariatsbistået ved medarbejdere fra Erhvervs- og Vækstministeriet (herunder Finanstilsynet), Finansministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Danmarks Nationalbank:

- Kontorchef Hans Høj
- Specialkonsulent Niels Kofoed
- Fuldmægtig Ole Jørgensen
- Kontorchef Anders Kraghæs Balling
- Specialkonsulent Kirsten Bonde Rørdam
- Afdelingschef Birgitte Søgaard Holm
- Kontorchef Peter Ejler Storgaard
- Specialkonsulent Stig Secher Hesselberg – indtil 1. juni 2013
- Chefkonsulent Frank Rasmussen

**AFSNIT I:
INTERNATIONALE FORHOLD
OG
DANSKE MAKROØKONOMISKE
FORHOLD**

4. Internationale årsager til finanskrisen

Gennem de seneste årtier har den internationale økonomiske udvikling i stigende grad haft indflydelse på den nationale udvikling. Det skyldes bl.a. stigende samhandel, men også stigende integration på det finansielle område. Der er mange positive aspekter herved, men udviklingen har samtidig skabt nye udfordringer. Mere ensartet regulering og grænseoverskridende aktiviteter blandt aktørerne på de finansielle markeder er gået hånd i hånd og har medført, at mange aktører på tværs af landegrænser er eksponeret mod samme risici – og i øvrigt ofte anskuer risici på samme måde. Danmark er en lille, åben økonomi, der økonomisk og finansielt er tæt integreret med de andre EU-lande og resten af verdensøkonomien. Udviklingen i Danmark er således både før og efter krisen i høj grad påvirket af udviklingen i både Europa og i resten af verden.

En række faktorer lå bag finanskrisen, som udspillede sig globalt, og disse omfattede såvel makroøkonomiske som finansielle forhold. Finanskrisen skal ses i lyset af, at der i en årrække op til 2007 internationalt var en relativ høj økonomisk vækst med få, og kun mindre udsving samt lav og stabil inflation. Årene inden finanskrisen var imidlertid også karakteriseret ved opbygningen af en række makroøkonomiske ubalancer, herunder kraftigt stigende boligpriser samt lave tab og høj udlånsvækst i finansielle institutioner. Sammen med strukturelle ændringer i den finansielle sektor var disse forhold i høj grad medvirkende til at skabe grobund for den finansielle krise.

Den internationale finansielle uro startede i 2007, hvor bekymringerne om det amerikanske subprime-lånemarked greb om sig på de finansielle markeder og udviklede sig til en egentlig finanskrise, som blev efterfulgt af en dyb recession i de avancerede økonomier fra udgangen af 2008 og gennem det meste af 2009. Recessionen var med produktionstab på 5-10 pct. i de toneangivende økonomier den dybeste siden depressionen i 1930'erne. Generelt har perioden siden 2007 og frem til midten af 2013 været præget af høj usikkerhed.

I dette kapitel fokuseres på årsagerne til den internationale finansielle og økonomiske krise og dermed på de faktorer, som internationalt ledte til krisen. En forholdsvis stor del af kapitlet er fokuseret på en beskrivelse af problemerne i det amerikanske finansielle system og den amerikanske økonomi, da årsagerne til krisen i væsentlig grad var at finde i USA. Det beskrives også, hvordan krisen spredte sig fra USA til øvrige dele af verden, og hvordan grundlaget til en større krise var til stede i mange andre lande end USA. Krisen opstod således i sin grundform i USA, men hvis andre lande havde været bedre rustet, var de sandsynligvis ikke blevet ramt så hårdt, som tilfældet blev. Det er således ikke fair at "lægge skylden" for krisen på USA alene.

Kapitlet er opdelt i tre dele. Først beskrives den makroøkonomiske baggrund for krisen. Dernæst beskrives centrale forhold omkring udviklingen i den globale finansielle sektor i årene op til krisen og gennem krisen. Der afsluttes med en beskrivelse af, hvordan den finansielle krise fik realøkonomiske konsekvenser og udviklede sig til en statsgældskrise i visse europæiske lande.

I kapitel 5 i Afsnit I er fokus på de danske årsager til finanskrisen, og hvordan gennemslaget af den internationale finansielle krise har været på dansk økonomi. Det sidste kapitel (kapitel 6) i Afsnit I sætter fokus på det danske ejendomsmarked, og i hvilket omfang det var med til at forstærke den økonomiske optur og den efterfølgende økonomiske nedtur efter finanskrisen.

Boks 4.1 Sammenfatning

Internationale makroøkonomiske forhold:

1. Perioden inden krisen var præget af relativ høj økonomisk vækst med kun få udsving, lav og stabil inflation til dels som resultat af øget globalisering samt lave renter og risikopræmier. Det skabte en (over-)optimisme og tro på, at det finansielle system var stabilt, robust og ikke kunne fejle.
2. Perioden var samtidig præget af stigende globale ubalancer, bl.a. som følge af høj opsparing i en række asiatiske lande. Denne opsparing medførte store investeringer i udviklede økonomier, og medvirkede til at holde renter og risikopræmier nede i disse økonomier. Risikopræmier nærmede sig nul for mange produkter, der senere viste sig at være risikable. Renterne blev derudover holdt nede af en lempelig pengepolitik. Spørgsmålet om, hvorvidt især den amerikanske pengepolitik inden krisen var for lempelig givet de på daværende tidspunkt forventede økonomiske forhold, er omgivet af stor diskussion. Med den viden vi har i dag, kan det konstateres, at pengepolitikken var for lempelig.
3. De lave renter, den gunstige økonomi og nye låneformer medførte i kombination med (over-)optimismen voldsomme aktivprisstigninger, herunder især boligprisstigninger. En del lande havde deciderede boligprisbobler.
4. De høje boligpriser medførte stigninger i husholdningernes gældsætning. Som så ofte før i historien var høj gæld en forløber for den finansielle krise.
5. I forhold til de gunstige økonomiske konjunkturer førte mange lande for ekspansiv finanspolitik i årene inden krisen. Man fik således ikke konsolideret de offentlige budgetter i tilstrækkelig grad og stod dermed ikke godt nok rustet til at imødegå krisen, da den kom. Efterfølgende har flere europæiske lande oplevet statsgældskriseser.

Finansielle forhold:

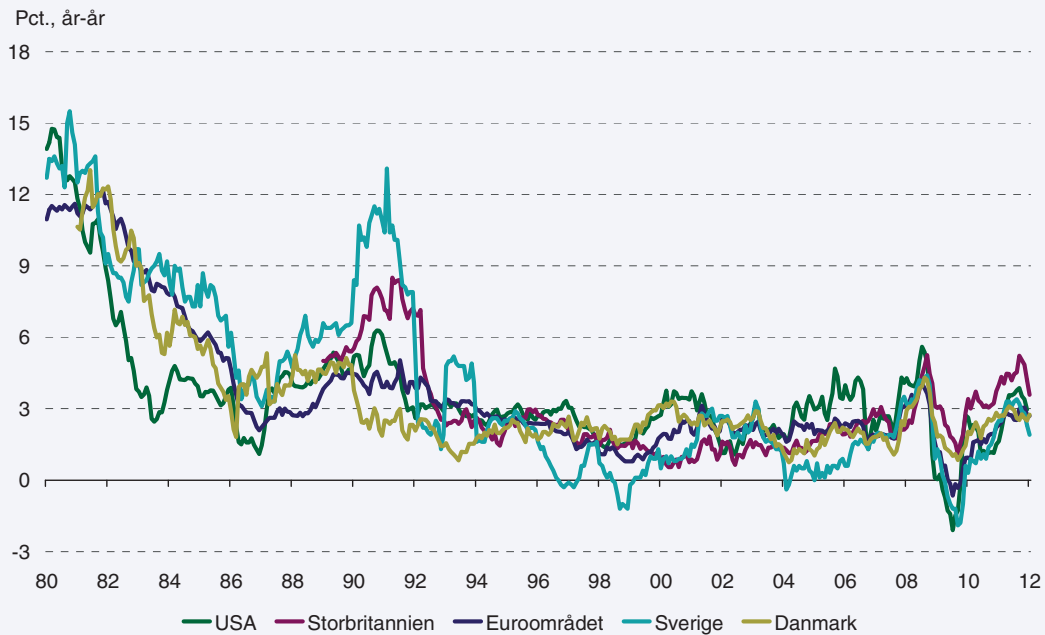
6. Den finansielle sektor undergik voldsomme forandringer i årene inden krisen. Nye finansielle produkter, f.eks. strukturerede kreditobligationer, vandt stor udbredelse. Hensigten var at sælge kreditrisiko videre, dvs. fjerne kreditrisiko fra blandt andet bankernes balancer.
7. De strukturerede produkter var ofte forsynet med likviditets- og kredittilsagn fra banker. Selvom hensigten var at fjerne risiko fra bankers balance, bar bankerne¹ derfor stadig en væsentlig risiko.
8. Ved at banker i stort omfang solgte deres aktiver videre via strukturerede produkter med likviditets- og kredittilsagn, gav det dem mulighed for at øge deres balance uden at øge kapitalgrundlaget tilsvarende. Mange af bankernes aktiviteter på dette område må karakteriseres som reguleringsarbitrage.
9. Det lave kapitalgrundlag i bankerne gjorde bankerne sårbare overfor omslag i økonomien.
10. Investorerne havde, udover likviditets- og kreditgarantier fra bankerne, incitament til at købe nye finansielle produkter, idet ratingbureauerne undervurderede risikoen i de finansielle instrumenter, ikke mindst produkter relateret til det amerikanske boligmarked.

11. Der var prisbobler på visse aktiver. Konsensus om den generelle økonomiske udvikling og metoder til prisfastsættelse medførte en udbredt fælles, optimistisk forståelse for eksempelvis boligprisudviklingen, værdien af højt ratede strukturerede produkter og Credit Default Swaps, CDS'er. Undervurderingen af den reelle risiko på mange finansielle produkter, den lette adgang til rigelig likviditet på markedet og flokadfærd bidrog til en forkert prissætning af risici. Undervurderingen af risici var ligeledes medvirkende til, at krisen, og især dens voldsomhed, ikke blev forudset.
12. Komplexiteten i det finansielle system steg i årene inden krisen. Der var en udbredt tiltro til, at de nye finansielle produkter, der samlede risikoen i forskellige kategorier, gjorde det muligt at fordele risici mv. på en mere hensigtsmæssig måde end det tidligere havde været muligt. Realiteten viste sig dog at være, at kompleksiteten i systemet vanskeliggjorde identifikationen af opbygningen af systemiske risici, som kunne true den finansielle stabilitet. Den stigende kompleksitet og uigennemsigthed i det finansielle system fik særligt betydning for krisen i blandt andet USA.
13. Identifikationen af de systemiske risici blev endvidere vanskeliggjort af, at en betydelig risiko blev opbygget udenfor det traditionelle regulerede bankssystem, og dermed udenfor den finansielle regulering og tilsyn, dvs. i det såkaldte skyggebanksystem – shadow banking. Skyggebanksystemet var baseret på køb af længereløbende aktiver finansieret med korte lån på de finansielle markeder. Væksten i dette marked var i betydeligt omfang et resultat af regularbitrage, da skyggebanksystemet kun i mindre grad var reguleret, og inddragelse af likviditetsrisikoen i systemet blev kraftigt forøget. I USA voksede skyggebanksystemet betydeligt i årene forud for krisen. På trods af, at mange aktiver blev overført til SIV- og ABCP-investeringselskaber, blev risikoen i betydeligt omfang ikke effektivt overført til disse selskaber.
14. Risiciene blev spredt yderligere i det finansielle system via et voldsomt voksende internationalt marked for forsikringer mod kredithændelser. Det var en udbredt opfattelse, at disse forsikringer afdækkede kreditrisikoen, og at banker derfor kunne afsætte mindre kapital til dækning af tab. Hvis sælgeren af forsikringen kommer i problemer, opstår der dog usikkerhed om værdien af afdækningen. Det kan tvinge stater til at redde sælgere af sådanne forsikringer. Hovedparten af forsikringerne var tegnet af få udbydere.
15. Tab på boligrelaterede aktiver begyndte at vise sig i USA og andre lande i 2007-08. Som følge af skrøbeligheden og uigennemskueligheden af det nye finansielle system blev der skabt tvivl om kvaliteten af underliggende garantier for en række finansielle produkter. Der var også tvivl om, hvor i systemet risikoen var koncentreret. Det skabte i sidste ende usikkerhed om de finansielle institutioner.
16. Uden for USA blev finansielle institutioner påvirket forskelligt afhængig af deres direkte eksponeringer mod usikre finansielle produkter og deres følsomhed overfor de øvrige følgevirkninger af sammensmeltningen i det finansielle system.
17. Krisen udsprang således i USA, men spredte sig især til Europa via tætte finansielle forbindelser og komplicerede finansielle strukturer.
18. I mange lande blev der iværksat ekstraordinære statslige foranstaltninger, som f.eks. kapitalindskud i banker og garantier af lån til banker, for at forhindre sammenbrud af det finansielle system.

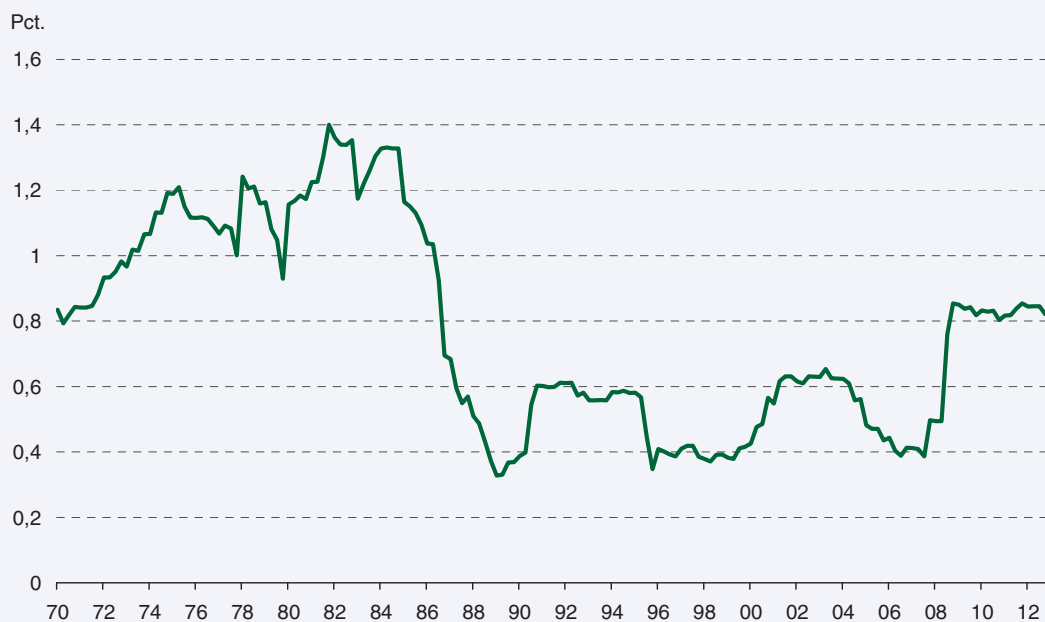
¹ Begrebet banker anvendes i dette kapitel som en samlebetegnelse for investeringsbanker og kreditinstitutter. I beskrivelsen af danske forhold skelnes ofte mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter, som samlet betegnes kreditinstitutter.

4.1 International makroøkonomisk baggrund for krisen

Makroøkonomisk stabilitet kendetegnede årene fra midten af 1980'erne og frem til den finansielle krises start i 2007. Perioden var generelt karakteriseret ved pæn økonomisk vækst med kun få udsving og lav, relativ stabil inflation i de toneangivende økonomier. Bruttonationalproduktet, BNP, voksede 2-3 pct. om året i gennemsnit, og inflationen aftog til under 4 pct. i begyndelsen af 1990'erne mod tocifrede inflations-takter et årti tidligere, jf. figur 4.1.

Figur 4.1 Inflation i udvalgte lande, 1980-2012

Kilde: Reuters Ecowin.

Figur 4.2 Volatilitet i real BNP-vækst i USA, 1970-2012

Anm.: Standardafvigelse på kvartalsvis real BNP-vækst (rullende 20-kvartalers gennemsnit).
Kilde: Bureau of Economic Analysis.

Årene fra midten af 1980'erne er blevet omtalt som "den store moderation" med henvisning til de moderate økonomiske udsving i forhold til tidligere tiders udsving i økonomien, jf. figur 4.2, og tendensen til lavere inflation og realrenter. Troen på økonomiernes evne til at overkomme stød til realøkonomien var stor, og bl.a. nye finansielle produkter som muliggjorde spredning af risici til dem, der var villige til at bære den, ansås for et vigtigt element. Eksempelvis udtalte den daværende amerikanske centralbankchef Alan Greenspan i 2002, jf. Greenspan (2002):

"The development of our paradigms for containing risk has emphasized dispersion of risk to those willing, and presumably able, to bear it. If risk is properly dispersed, shocks to the overall economic system will be better absorbed and less likely to create cascading failures that could threaten financial stability.

The broad success of that paradigm seemed to be most evident in the United States over the past two and one-half years. Despite the draining impact of a loss of \$8 trillion of stock market wealth, a sharp contraction in capital investment and, of course, the tragic events of September 11, 2001, our economy is still growing. Importantly, despite significant losses, no major U.S. financial institution has been driven to default. Similar observations pertain to much of the rest of the world but to a somewhat lesser extent than to the United States. These episodes suggest a marked increase over the past two or three decades in the ability of modern economies to absorb unanticipated shocks."

Årsagerne til den mere stabile periode tilskrives overvejende positive globaliserings-effekter, finansiell innovation og teknologiske ændringer i produktionssektoren i form af bl.a. mere effektiv lagerstyring og højere produktivitet. Hertil kommer forbedrede makroøkonomiske politikker og en vis portion held i form af færre og mindre eksterne stød til økonomierne, jf. f.eks. Bernanke (2004) og Rogoff (2003). En medvirkende årsag til den lave inflation og dermed også i et vist omfang de lave markedsrenter i 00'erne var import af billige asiatiske produkter.

Figur 4.3 3-måneders pengemarkedsrente i udvalgte lande, 1980-2012



Kilde: Reuters EcoWin og Abildgren (2007).

Den mere stabile makroøkonomiske udvikling gennem 1990'erne og et øget fokus på at holde inflationen lav betød, at de korte markedsrenter faldt til et lavere niveau end i 1980'erne, jf. figur 4.3.

Blandt avancerede økonomier indtraf fire alvorlige landespecifikke finansielle kriser i årene omkring slutningen af 1980'erne og starten af 1990'erne (f.eks. Norge (1987),

Finland (1991), Sverige (1991) og Japan (1992)), jf. f.eks. Reinhart og Rogoff (2009) og Østrup (2008). Ingen af kriserne udviklede sig dog til globale finansielle kriser. Derimod involverede valutakrisen i det europæiske valutakurssamarbejde, ERM, i 1992-93 en større landekreds, men krisen vedrørte primært valutaforhold, og betydningen for kreditinstitutterne og den makroøkonomiske betydning var begrænset. Den finansielle krise i Asien, der brød ud i 1997, påvirkede ligeledes en bredere kreds af lande, men også her var konsekvenserne for kreditinstitutterne begrænset. I 2000 opstod der uro på de finansielle markeder, da det amerikanske indeks for teknologiaktier, Nasdaq, begyndte reverseringen af de kraftige stigninger, der var sket de forudgående år (dot-com boblen). Nedgangen ramte den amerikanske realøkonomi i starten af 2001, og Federal Reserve nedsatte i reaktion derpå den pengepolitiske rente med samlet 4,75 procentpoint i løbet af 2001 for at afbøde effekterne på økonomien. Trods terrorangrebene i september 2001, der forværrede en i forvejen skrøbelig økonomisk situation, medførte den finansielle uro blot en mild tilbagegang i amerikansk økonomi med begrænsede konsekvenser for den øvrige verdensøkonomi.

Efter lavkonjunktoren i begyndelsen af 00'erne var den økonomiske udvikling gunstig i såvel vækst- og udviklingsøkonomier som i de fleste avancerede økonomier. Renterne var lave, særligt i USA, hvor den pengepolitiske rente som nævnt blev nedsat mærkbart gennem 2001. Hvorvidt den pengepolitiske rente var lavere end aktivitets- og inflationsudviklingen tilsagde gennem 00'erne har været intenst diskuteret bl.a. af John Taylor – faderen til den såkaldte Taylor-regel, jf. Taylor (1993)¹ – og den nuværende amerikanske centralbankchef Ben Bernanke.

En Taylor-regel bekræfter ifølge John Taylor, at den amerikanske pengepolitiske rente var lavere end tilsagt af aktivitets- og inflationsforholdene i de år, jf. figur 4.4, hvilket understøttes af, at de reale renter var negative i perioden, jf. Taylor (2010). Taylor-reglens simple konstruktion og konsekvenserne af tekniske valg i beregningerne, f.eks. prisindeks og informationssæt (realtidsdata kontra historiske data), peger dog i retning af, at Taylor-reglen nærmere skal ses som en tommelfingerregel end en specifik pengepolitisk regel. Det skyldes ikke mindst, at en sådan pengepolitisk regel, baseret alene på aktivitets- og inflationsforholdene, naturligvis er en forenkling af det helhedsbillede af økonomien og de fremadrettede risici, som centralbanker fører deres pengepolitik ud fra. Dette argument fremføres af nuværende centralbankchef Ben Bernanke, der mener, at pengepolitikken fra 2002-06 samlet set var i overensstemmelse med Federal Reserves pengepolitiske mandat², især i lyset af den information Federal Reserve havde til rådighed i perioden (Bernanke, 2010), jf. figur 4.4.

¹ En Taylor-regel beregner på simpel vis et niveau for den pengepolitiske rente ud fra de faktiske inflations- og aktivitetsforhold. Lav inflation og lavkonjunktur giver plads til lav rente, mens høj inflation og højkonjunktur kræver høj rente.

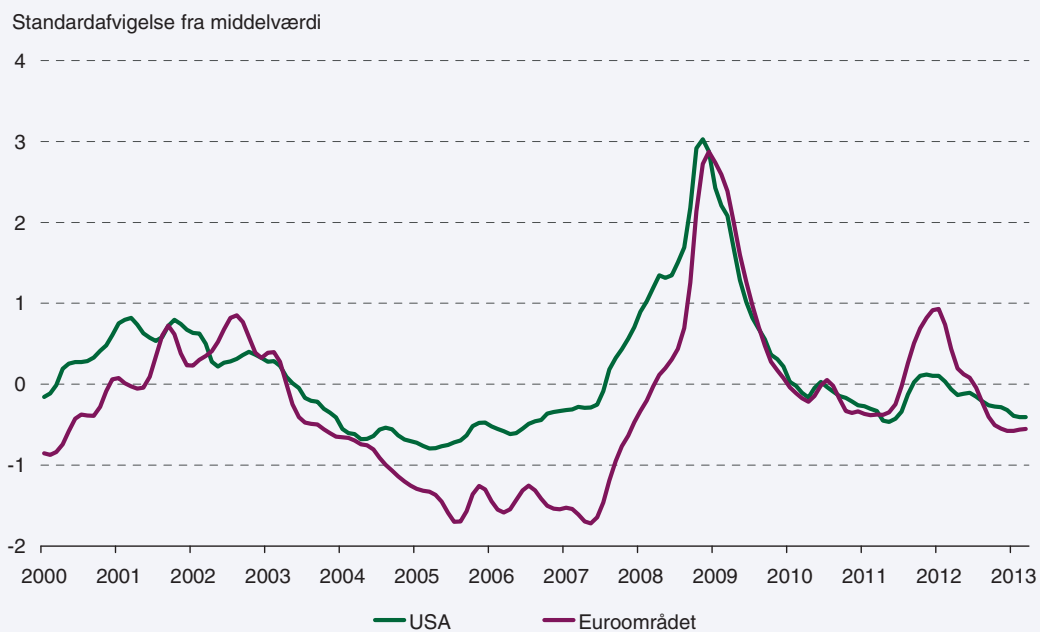
² Federal Reserves lovfæstede mandat indebærer, at Federal Reserve i tilrettelæggelsen af pengepolitikken skal have som mål effektivt at sikre maksimal beskæftigelse, stabile priser og moderate lange renter.

Figur 4.4 Amerikansk pengepolitisk rente ifølge Taylor-reglen

Anm.: Taylor-reglerne er specificeret som: $rente_t = inflation_t + 2 + \frac{1}{2}x(inflation_t - inflation^*) + \frac{1}{2}x(produktionsgap_t)$, hvor $inflation^*$ er centralbankens inflationsmålsætning. Taylor-regel (2011) er beregnet på basis af historiske data for inflation målt ved den samlede forbrugerprisstigning (CPI) samt OECDs opgørelse af produktionsgabets størrelse. Taylor-regel (realtid) er beregnet på basis af de ved FOMC-møderne foreliggende interne skøn i Federal Reserve for inflation målt ved forbrugsdeflatoren (PCE) og produktionsgabets størrelse. Disse interne skøn (Green Book) er offentliggjort til og med 2006.

Kilde: OECD Economic Outlook database no. 90, Philadelphia Fed's Green Book data set, Reuters EcoWin og egne beregninger.

Uanset uenigheden om pengepolitikken var tilstrækkelig kontraktiv i perioden inden krisen brød ud i forhold til den information, som var tilgængelig på det tidspunkt, så må det konkluderes, at pengepolitikken dengang ikke var tilstrækkeligt kontraktiv i lyset af de informationer, som er tilgængelige i dag.

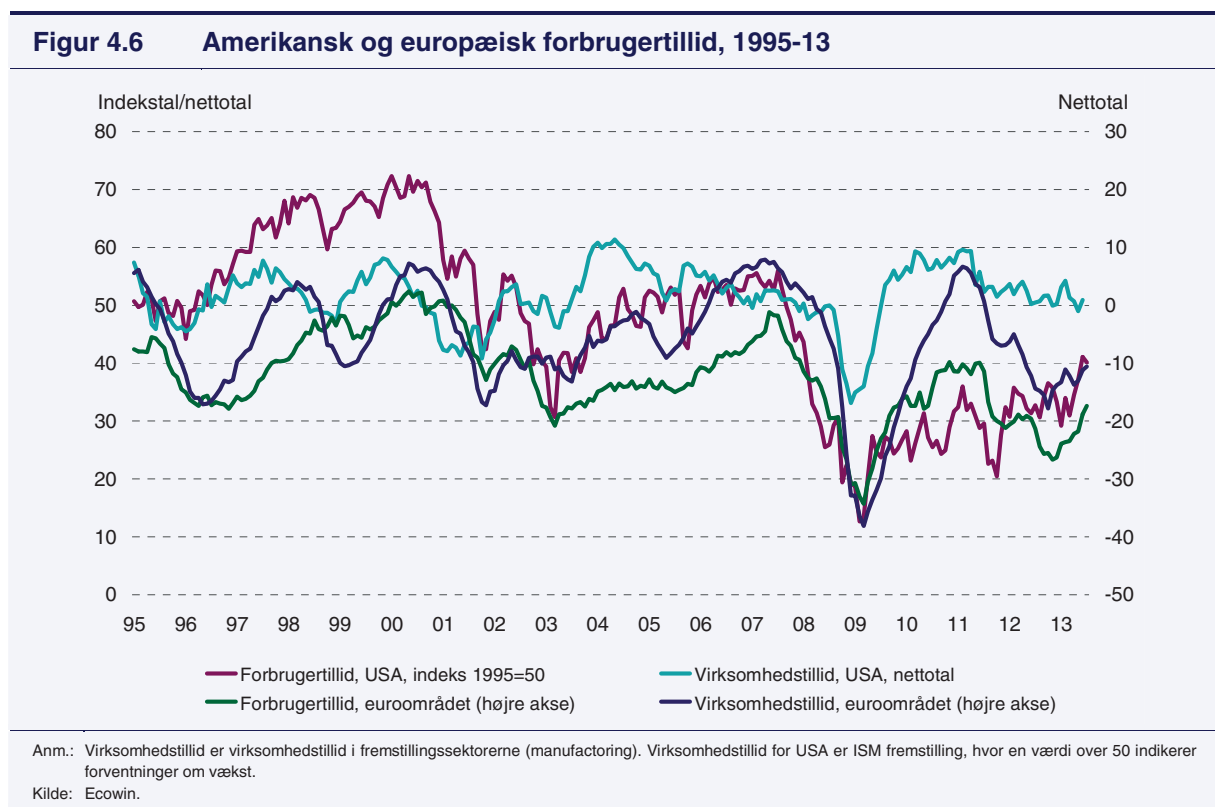
Figur 4.5 Indeks for finansielle betingelser i USA og euroområdet, 2000-13

Anm.: Indeks for finansielle betingelser (financial conditions index) estimeret på basis af en række finansielle variable f.eks. rentespænd, renteniveauer og indikatorer for husholdningers og virksomheders adgang til kredit. En lav værdi angiver positive finansielle markedsforhold.

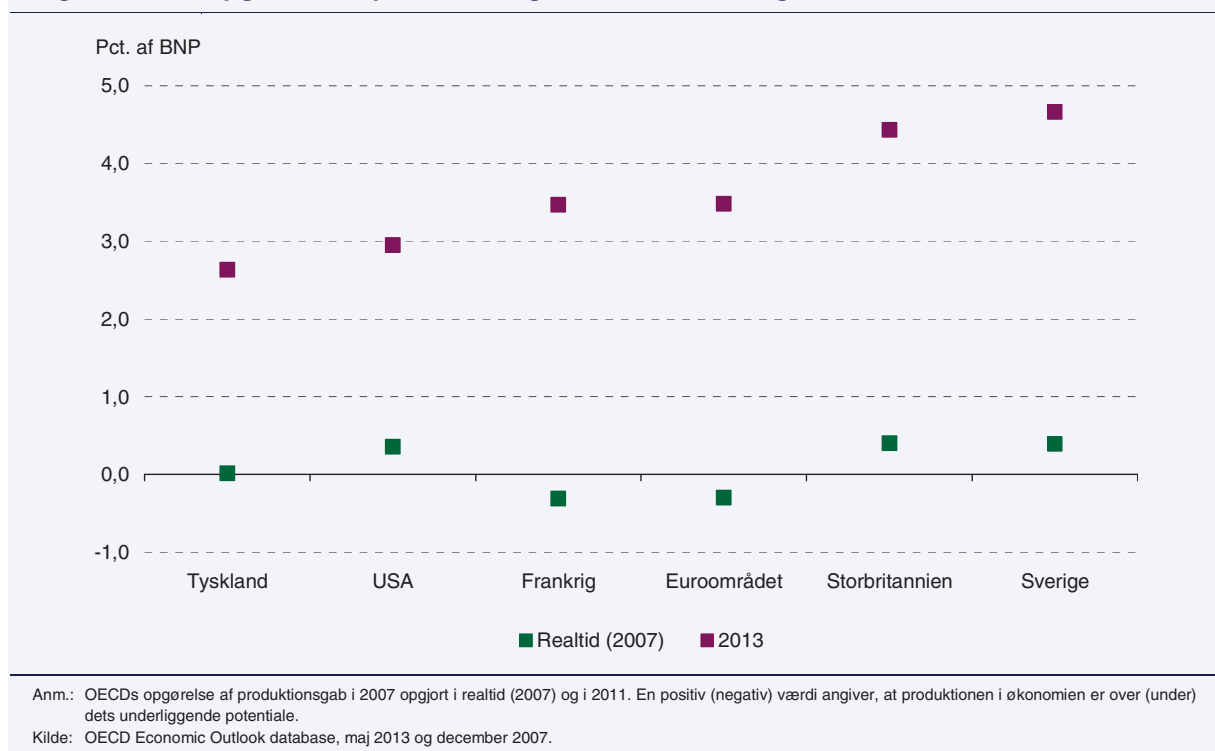
Kilde: IMF World Economic Outlook, april 2013.

Den positive stemning på de finansielle markeder bidrog til, at det var forholdsvis nemt og billigt at få adgang til kredit, jf. figur 4.5. På de finansielle markeder blev den stabile økonomi og tiltroen hertil afspejlet i meget lave risikopræmier, jf. den senere figur 4.21. Hvis risikopræmierne er kunstigt lave, f.eks. på grund af negliger af reelle risici, jf. boks 4.4, kan det anspore til opbygning af gæld og dermed medvirke til skabelsen af finansielle bobler, jf. boks 4.2.

Efter afmatningen omkring årtusindskiftet steg forbruger- og virksomhedstilliden i USA og euroområdet i første del af 00'erne frem mod finanskrisen, uden at niveauerne dog nåede højere op end under tidligere opsving, jf. figur 4.6. Fra midten af 2007 dykkede tilliden kraftigt. Dykket satte først ind i USA og umiddelbart efter fulgte euroområdet. Fra 2009 øges tilliden markant igen, især i virksomhederne, mens forbrugertilliden ikke når tilbage på niveauerne forud for krisen. Både forbruger- og virksomhedstilliden i euroområdet får imidlertid endnu et knæk i slutningen af 2010, dog ikke så kraftigt som under krisen.



Økonomiernes produktionsniveau steg i disse år til over det underliggende potentiale, og økonomierne blev således overophedet. Vurderingen var imidlertid ofte, at den aktuelle produktion lå tæt på det potentielle niveau. Opgørelsen af produktionsgabene, dvs. den faktiske økonomiske aktivitet i forhold til det potentielle niveau for 2007 opgjort i realtid lå eksempelvis tæt på nul, mens det efterfølgende er blevet kraftigt oprevideret jf. figur 4.7.

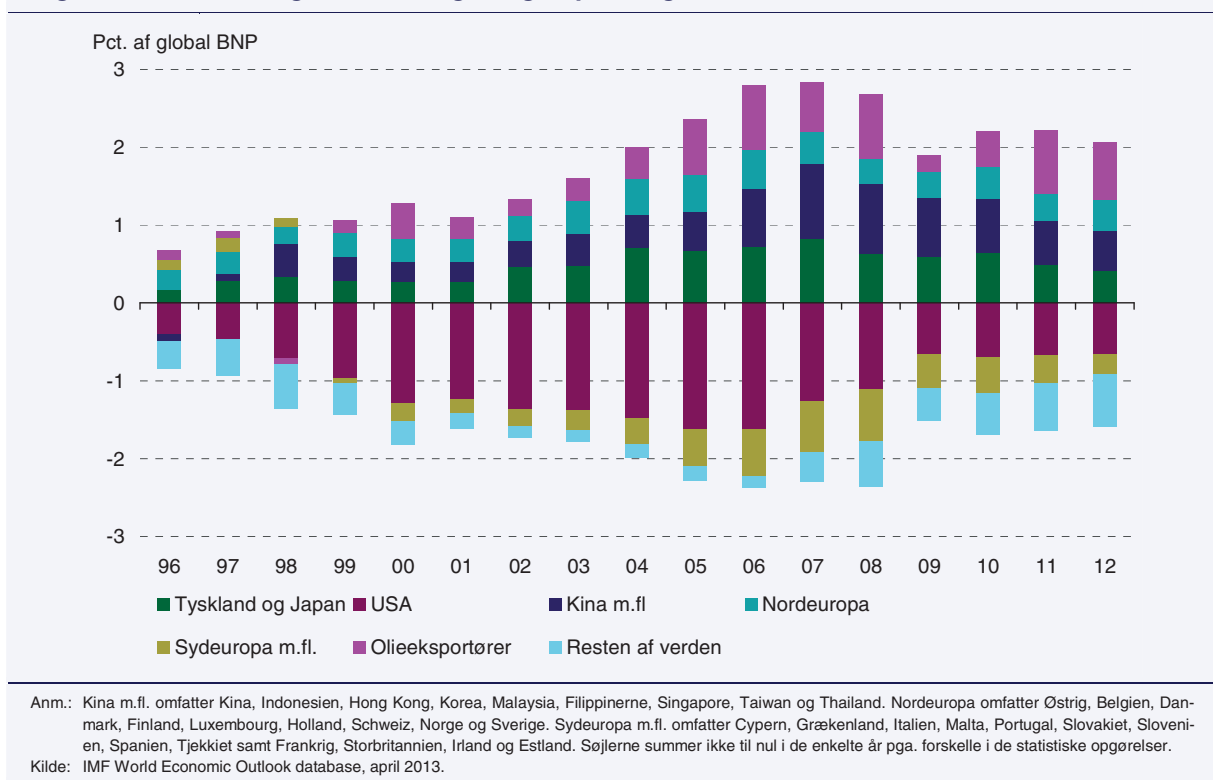
Figur 4.7 Opgørelse af produktionsgab i 2007, realtid og 2013

Undervurderingen af det reelle pres på økonomierne har understøttet forventningerne til høj vækst og lave risici, og kan dermed have bidraget til opbygningen af risici i det finansielle system.

I årene efter årtusindeskiftet opbyggedes der ligeledes en række ubalancer både på globalt og nationalt plan. Globalt skete der forskydninger i opsparings- og investeringsmønstrene, og internt i en række lande blev der opbygget risici via kraftigt voksende aktivpriser og høj gældsætning i den private og offentlige sektor. Dertil kom den sideløbende opbygning af risici i det finansielle system.

4.1.1 Globale ubalancer

De globale ubalancer, dvs. vedvarende betalingsbalanceover-/underskud i nogle af verdens økonomier, voksede betydeligt fra starten af 00'erne og frem til finanskrisen. Ubalancerne blev skabt af, at især USA havde vedvarende store betalingsbalanceunderskud, mens navnlig Japan, Kina og en række olieeksporterende lande havde store betalingsbalanceoverskud, jf. figur 4.8. Under ét var Euroområdets samlede betalingsbalance i ligevægt, men nogle lande havde systematiske betalingsbalanceover- eller underskud gennem 00'erne. Eurolandene med betalingsbalanceoverskud talte primært Tyskland, Finland, Holland og Østrig, mens Irland og en række sydeuropæiske økonomier (Grækenland, Portugal, Spanien, og i mindre grad, Italien) havde underskud.

Figur 4.8 Betalingsbalanceulige vægte, pct. af global BNP, 1996-2012

Udviklingen afspejlede forskelle i investerings- og opsparingsmønstre mellem landene. I den internationale debat er der blevet fremført flere forskellige forklaringer på, hvorfor den amerikanske opsparing har været faldende, mens den asiatiske opsparing er steget kraftigt. Den mest velkendte er "global saving glut"-forklaringen, hvor hovedargumentet er, at den høje og stigende opsparingskvote i Asien og blandt de olieeksporterende lande gav en tendens til global overopsparing. Hermed opstod der en situation med et overudbud af kapital, hvorved menes, at for meget kapital jagtede for få investeringer, jf. Bernanke (2005) og Bernanke (2007). Den høje opsparing medvirkede til at holde det generelle renteniveau i udviklede økonomier lavt, hvilket understøttede bl.a. øget lån- og risikotagning i den private og offentlige sektor i mange lande.

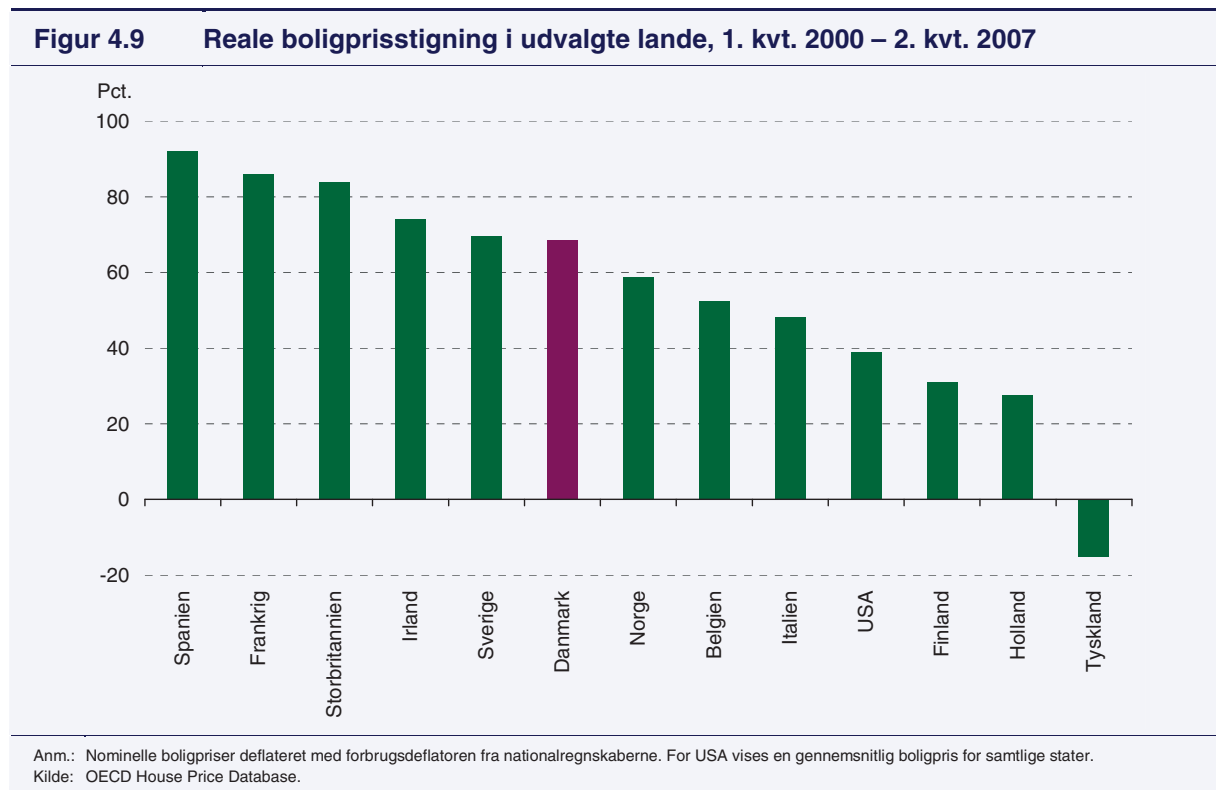
Ubalancerne udgjorde også i sig selv en risiko for verdensøkonomien. Internationale organisationer advarede gentagne gange om, at ubalancerne var udtryk for en skævhed i verdensøkonomien, der ved en ukontrolleret tilpasning – f.eks. udløst af at investorer ikke længere vil finansiere de store amerikanske betalingsbalanceunderskud – kunne have verdensomspændende makroøkonomiske og finansielle konsekvenser.³

4.1.2 Boligmarkederne

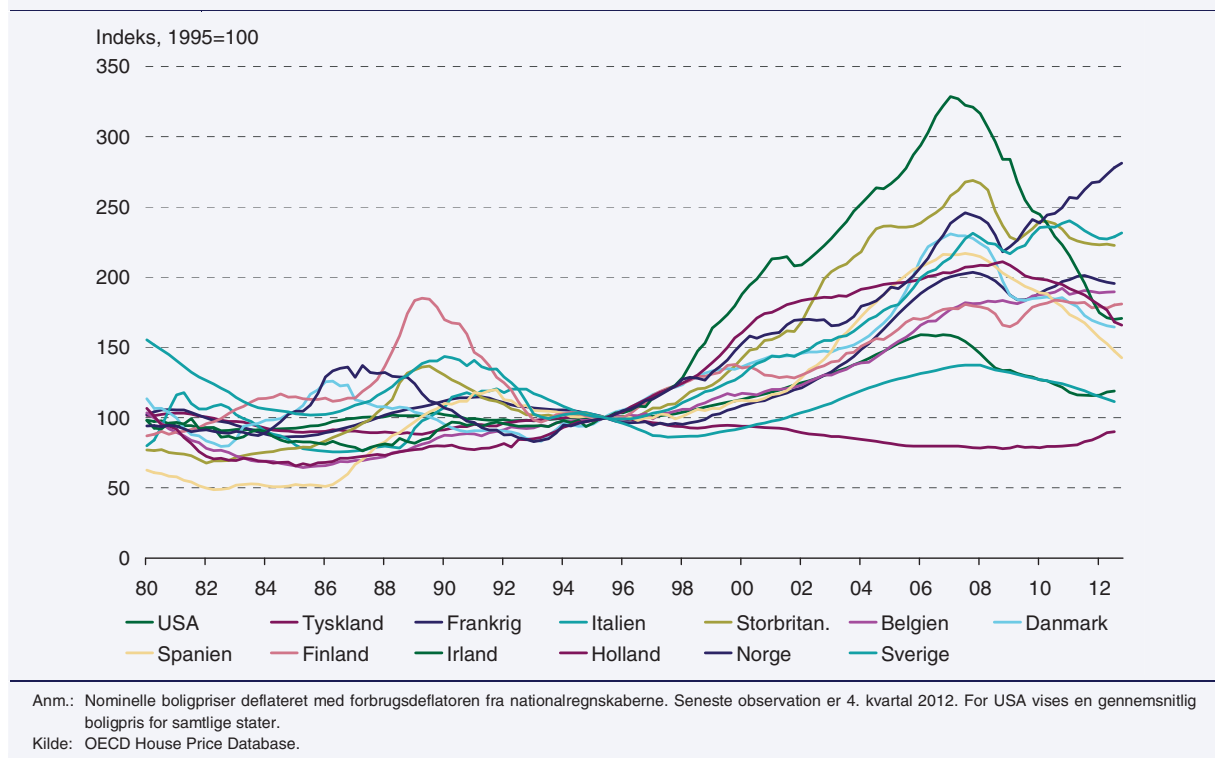
De reale boligpriser i en række udviklede økonomier var stigende i en årrække frem mod finanskrisen, i særdeleshed efter årtusindeskiftet, jf. figur 4.9. Den generelle stigning i boligpriserne på tværs af landene taler for, at boligpriserne ikke kun blev drevet af nationale forhold, men også af stadig mere synkroniserede internationale konjunkturer og finansieringsforhold, jf. André (2010). Historisk har boligpriserne fulgt

³ Det bør nævnes, at selvom mange tillægger de globale ubalancer en væsentlig rolle, når den globale finansielle krise forklares, er der også økonomer, der mener, at de globale ubalancer ikke kan ses som værende en speciel vigtig årsag til den finansielle krise, jf. Borio og Disyatat (2011).

konjunkturerne, begge med en cyklus på omkring ti år, hvoraf opgangen har strakt sig over ca. seks år. Den seneste periode med opgang i boligpriserne har dog strakt sig over mere end 10 år, og udviklingen i boligpriserne har i nogen udstrækning været koblet af konjunkturudviklingen.



I USA var boligprisudviklingen for landet som helhed ikke umiddelbart iøjnefaldende, men udviklingen varierede betydeligt mellem staterne. F.eks. steg de reale boligpriser i stater som Californien, Florida og District of Columbia mellem 130 og 160 pct. fra 1995 til 2006. Til sammenligning var prisen på danske boliger i 1. kvartal 2007 vokset ca. 130 pct. siden 1995, når der tages højde for den almindelige prisudvikling, jf. figur 4.10. Det danske ejendomsmarked behandles nærmere i kapitel 6.

Figur 4.10 Reale boligpriser i udvalgte lande, 1980-2012

Stigende indkomster og aftagende ledighed var internationalt set med til at øge efterspørgslen efter boliger. Dertil kom ændringer i den demografiske udvikling og favorable finansieringsbetingelser karakteriseret ved lave realrenter, nye finansielle låneprodukter (bl.a. afdragsfrie lån, variabelt forrentede lån og lokkelån⁴) samt nationale skattemæssige forhold. De usædvanligt kraftige stigninger i prisen på boliger betød, at der i mange lande var en decideret prisboble på boligmarkedet, hvor priserne løsriv sig fra de underliggende økonomiske forhold, jf. boks 4.2. Analyser af graden af overvurdering varierer. IMF estimerede i 2008, at boligpriserne i flere avancerede økonomier var 10-30 pct. over det niveau, der var foreneligt med de underliggende forhold, jf. IMF (2008a).

⁴ Lokkelån – også kaldet teaser loans – kendes primært fra det amerikanske subprime boliglånsmarked, men også fra Storbritannien. Ydelsen på lånet afspejler de første 2-3 år en attraktiv lav rente, ofte under penge-
markedsrenten, hvorefter renten forhøjes til normale subprime variable renter.

Boks 4.2 Finansielle bobler

Finansielle bobler eller prisbobler er kendetegnet ved, at priserne på aktiverne ikke længere afspejler de reelle underliggende værdier. Prisbobler er vanskelige at identificere i realtid, og de erkendes derfor som oftest først, efter boblen er bristet.

Bobler karakteriseres ved to faser: (i) opbygningsfasen og den efterfølgende (ii) krisefase. *Opbygningsfasen* er karakteriseret ved stigende aktivpriser og tiltagende finansielle ubalancer. I opbygningsfasen er risikovurderingen og volatiliteten lav, og adgangen til finansiering typisk let, hvilket har en selvforstærkende effekt. Boblerne kan være svære at opdage i opbygningsfasen, da de kraftige prisstigninger ofte bliver begrundet i samtidige ændringer i økonomien, såsom produktinnovation (internet mv.), finansiell liberalisering (der giver større indtjeningspotentiale) og finansiell innovation (f.eks. sekuritisering).

Opbygningsfasen af en boble er ofte forbundet med forventningsforvridninger, når der ikke er tilstrækkelige data til at kunne afdække en eventuel boble, jf. boks 4.4. Sådanne forventningsforvridninger kan skyldes et rationalt om, at "denne gang er det anderledes".

Opbygningsfasen kan også give anledning til forvridninger i incitamentsstrukturen hos agenterne (husholdninger og virksomheder). Forvridningerne kan være rationelle, når der f.eks. opstår moral hazard problemer pga. agenternes forventninger om statslig bail-out eller politikker som "Greenspan put", hvor det forventes at pengepolitikken kan bruges til hurtig genopretning af den økonomiske udvikling.

Opbygningsfasen er endvidere ofte kendetegnet ved stigende gældsfinansiering, som presser afkastdifferentialt mellem risikofyldte aktiver og mindre risikofyldte aktiver ned, hvilket i sig selv er med til at forøge ubalancerne.

Bobler brister ofte så sent i forløbet, at der i mellemtiden er opbygget meget store risici og ubalancer på markederne. Det betyder, at selv forholdsvis små begivenheder kan punktere boblen med store priskorrekationer til følge. Et eksempel er det amerikanske subprime marked.

Opbygningen af ubalancer, der er drevet af stor udlånsvækst, har signifikant større realøkonomisk effekt, da sådanne ubalancer medfører større gældsopbygning og har flere selvforstærkende mekanismer. Finansielle kriser medfører derfor som oftest dybe og lange konjunkturtilbageslag, dvs. økonomiske kriser. Det skyldes, at det negative stød til økonomien, som er konsekvensen af voldsomme fald i aktivpriserne, ofte medfører en lang tilpasningsperiode. Eksempler herpå er den skandinaviske krise i starten af 1990'erne og det japanske tabte årti i 1990'erne. I begge tilfælde havde der i årene forud været en kraftig udlånsvækst, der trak aktivpriserne uholdbart højt op. Det japanske opsving efter krisen i 1990'erne har dog været ekstraordinært langsomt.

Kilde: Brunnermeier & Oehmke (2012). Og Tom Engsted (2010).

Udviklingen på boligmarkederne forstærkede den økonomiske fremgang, der igen medvirkede til at øge boligpriserne i mange lande. Virkningen fra boligmarkedet til økonomisk vækst skete primært gennem to kanaler. Byggeinvesteringerne steg i takt med boligpriserne, idet det var fordelagtigt at øge boligmassen. Desuden slog de friværdier, som blev skabt af højere boligpriser, ud i øgede forbrugsmuligheder og dermed højere privatforbrug.

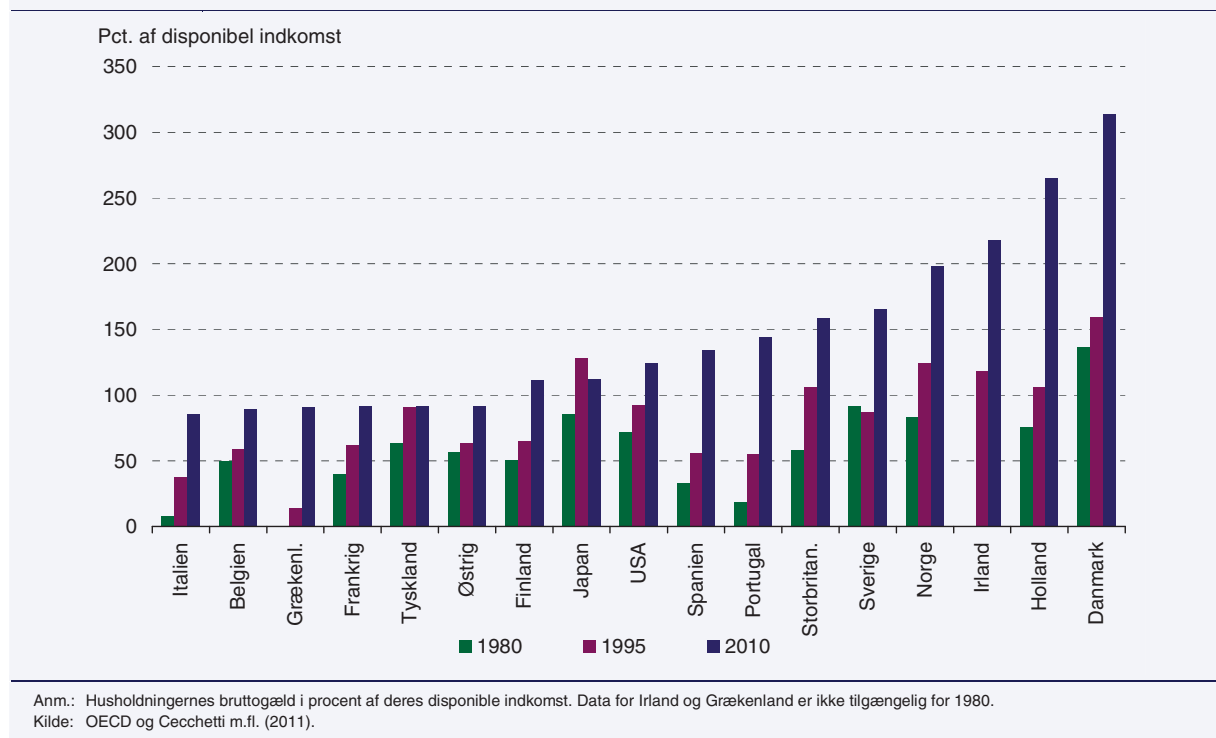
Boligfinansieringen varierer betydeligt fra land til land. Det gælder dels låntyper, der findes i næsten alle afskygninger i forhold til rentebinding, dels løbetid og den typiske belåningsgrad. Derudover er de lov- og tilsynsmæssige rammer forskellige, hvilket har betydning for markedets fleksibilitet. Variabelt forrentede lån eller lån med en kort initial rentebinding, dvs. op til og med et års rentebinding, var i 2007 den mest fremherskende låntype i 11 ud af 15 eurolande, jf. ECB (2009).

I USA havde boligfinansieringen traditionelt været fastforrentede lån til kreditværdige låntagere. De såkaldte subprime lån, dvs. lån til mindre kreditværdige låntagere, og udvikling af lån med forholdsvis lave ydelser udvidede adgangen til boligmarkedet, jf. nedenfor under 4.2.1.

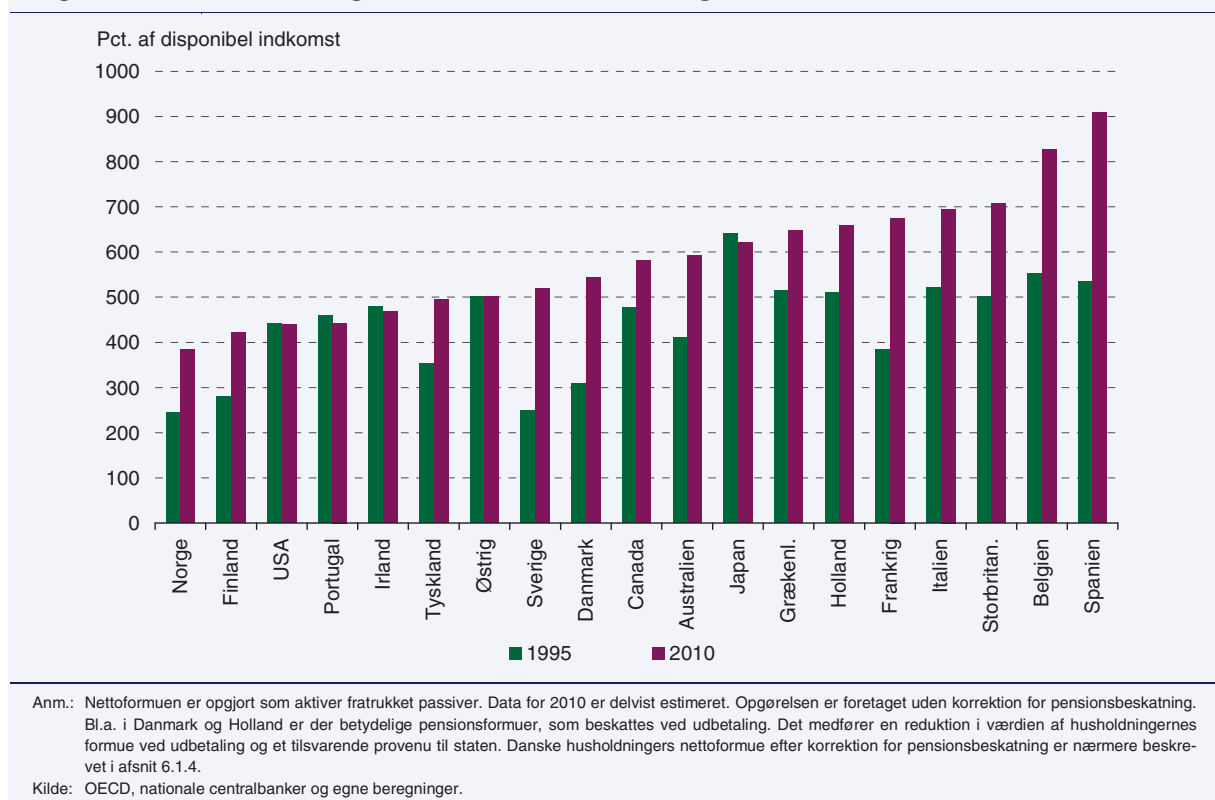
4.1.3 Privat og offentlig gældsætning

Årene op mod finanskrisen var endvidere kendetegnet ved høj kreditvækst og øget gældsætning i husholdningerne, jf. figur 4.11. Erfaringerne fra historiske finansielle kriser peger på en tæt sammenhæng mellem øget gældsætning og efterfølgende bankkriser, jf. bl.a. Reinhart og Rogoff (2009). Låneomkostningerne blev mindsket af dereguleringer af den finansielle sektor og nye låneprodukter til bl.a. finansiering af boligkøb. Kombinationen af hastigt stigende boligpriser og nemmere adgang til lån førte til betydelige stigninger i husholdningernes gæld – i mange tilfælde fra et allerede højt niveau.

Figur 4.11 Husholdningernes bruttogæld, 1980, 1995 og 2010



Udviklingen i husholdningernes bruttogæld skal dog ses i sammenhæng med såvel deres brutto- som nettoformue, jf. figur 4.12.

Figur 4.12 Husholdningernes nettoformue, 1995 og 2010

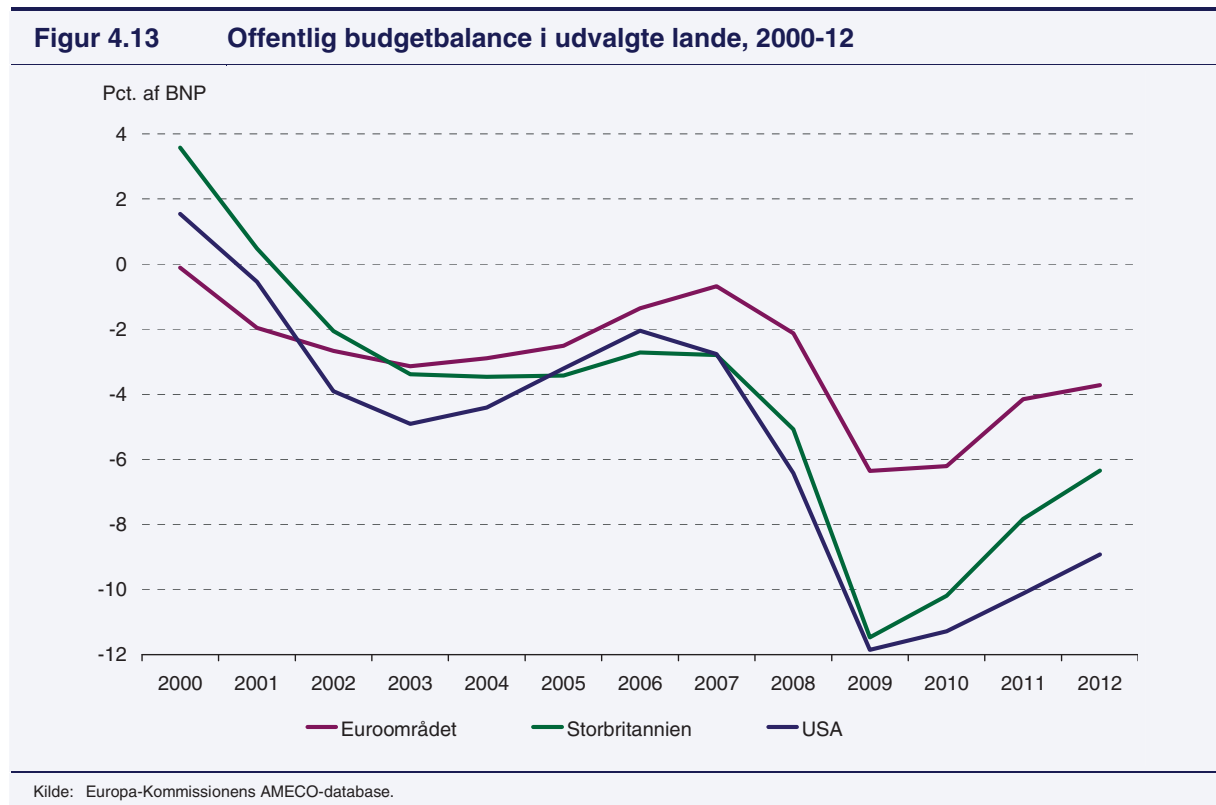
Husholdningernes formue består primært af boligformue, pensionsformue samt anden finansiell formue, mens bruttogælden opdeles i gæld med kort og lang restløbetid, hvor langfristede lån med sikkerhed i boligen udgør størstedelen af den samlede bruttogæld. Husholdningernes gældsopbygning skete samtidig med stigende bolig- og pensionsformuer i en række lande. Da husholdningernes nettoformue også steg i mange lande, var der tale om en betydelig balanceoppustning (stigning i både aktiver og passiver).

Karakteristisk for 00'erne var endvidere en lav grad af finanspolitisk tilbageholdenhed i mange avancerede økonomier. Det blev dog i nogen grad sløret af gunstige konjunkturforskel med høj vækst og stigende aktie- og boligpriser. Det bidrog til solide offentlige indtægter i mange lande.

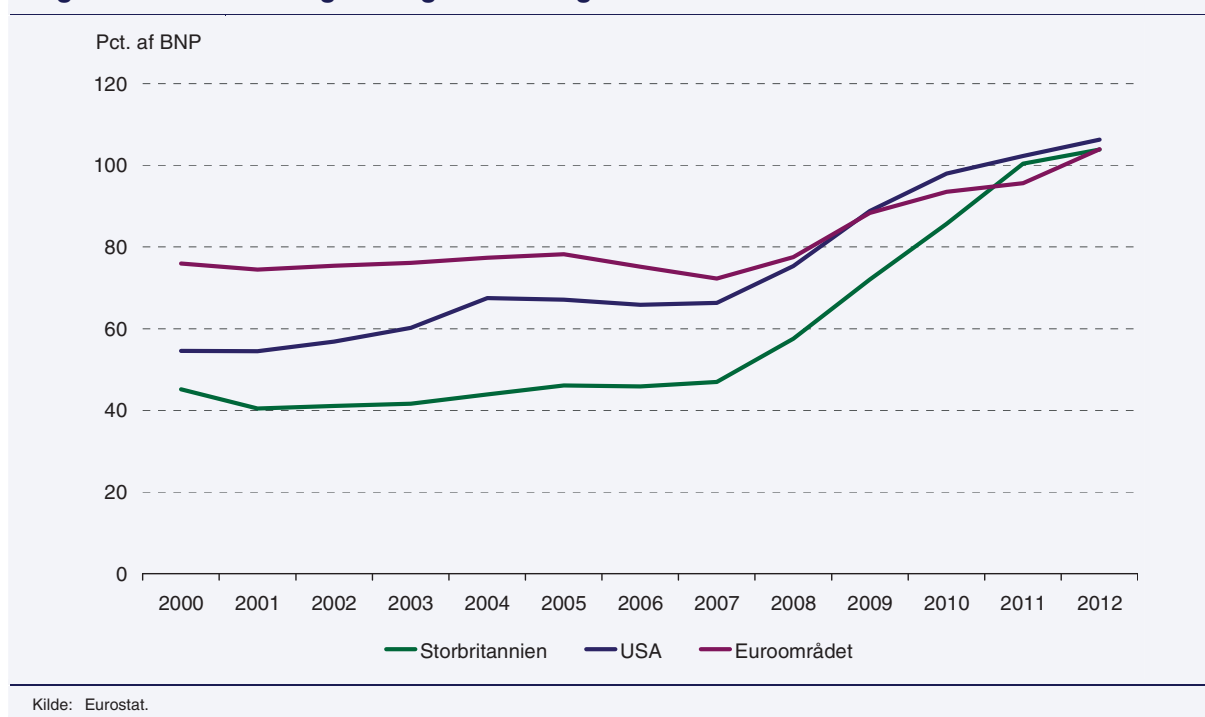
Europa-Kommissionen og internationale organisationer var generelt fortalere for, at USA og de europæiske lande benyttede den positive konjunktursituation til at nedbringe det offentlige gælds niveau og sikre de offentlige financers holdbarhed på længere sigt. Det ville gøre de offentlige finanser bedre i stand til at modstå det pres, ændringer i befolkningssammensætningen i mange lande vil lægge på de offentlige finanser. I mange europæiske lande var fokus imidlertid i højere grad på at overholde 3-pct. grænsen for det offentlige budgetunderskud i EU's stabilitets- og vækstpakt og ikke som sådan på nedbringelse af den offentlige gæld. Kravene i stabilitets- og vækstpaktens forebyggende del, der sigter mod at sikre mellem- og langfristet holdbarhed i de offentlige finanser, blev kun i mindre grad efterlevet.⁵ Mange af de europæiske lande og USA opererede op gennem 00'erne med underskud på de offentlige

⁵ Denne del af pagten har til formål at hjælpe landene med at undgå en overskridelse af 3-pct. grænsen. Ifølge den skal EU's medlemslande opfylde mellemfristede målsætninger for den strukturelle budgetsaldo, f.eks. fastsat som et mål om strukturel budgetbalance. Hvis målet ikke overholdes, skal der ske en årlig strukturel tilpasning hen mod det mellemfristede mål på 0,5 pct. af BNP (større i gode tider).

budgetter, jf. figur 4.13. Selv visse lande med pæne overskud, som Spanien og Irland, har efterfølgende måttet konstatere, at overskuddene ikke var store nok til at sikre tilliden til, at de kunne klare tilbageslaget der kom.



Underskuddene fandt sted i en situation, hvor der ikke var behov for at understøtte konjunkturerne, der i forvejen var gunstige, jf. figur 4.7. Dermed førtes i en række lande en for lempelig finanspolitik, konjunkturforholdene og de forestående udfordringer med ændringer i befolkningssammensætningen taget i betragtning. Politikerne tog chancer i forhold til økonomiernes kapacitetsgrænse, og de sikrede ikke tilstrækkeligt den gældsnedbringelse, der er nødvendig i "gode år", for at de offentlige finanser bedre kan stå i mod presset i "dårlige år". jf. figur 4.14.

Figur 4.14 Offentlig bruttogæld i udvalgte lande 2000-12

Det foregående afsnit har beskrevet, hvordan der i årene op til finanskrisens udbrud blev opbygget en række makroøkonomiske ubalancer. Sammen med strukturelle ændringer i den finansielle sektor, der beskrives i næste afsnit, dannede de baggrund for finanskrisen. Den startede som bekendt som en finansiell krise, men udviklede sig til den største realøkonomiske krise siden depressionen i 1930'erne.

4.2 International finansiell baggrund for krisen

Årene op til den internationale finansielle krise var kendetegnet ved bankers høje udlånsvækst og gearing af egenkapital. Renterne var lave og likviditeten rigelig. Mange banker øgede udlånene langt over indlånene og fik dermed betydelige indlånsunderskud og blev afhængige af kortfristet finansiering på de internationale finansielle markeder, jf. også kapitel 8. Finansiell innovation gjorde det endvidere muligt at sælge kreditrisiko videre. Fokus på låntagers kreditværdighed blev slækket på baggrund af forventninger om fortsat vækst i værdien af bagvedliggende sikkerheder, herunder boliger.

4.2.1 Subprime långivning og strukturerede kreditobligationer

Den internationale finansielle krise tog sin begyndelse i sommeren 2007 og udsprang af tab på det amerikanske marked for subprime boliglån. I det amerikanske boliglånsmarked skelnes mellem prime boliglån til kreditværdige kunder og subprime boliglån til mindre kreditværdige kunder, jf. Kiff og Mills (2007). Et prime boliglån skal opfylde en række kriterier vedrørende lånestørrelse og kreditværdighed.⁶ Et subprime boliglån er således et lån, som ikke opfylder disse kriterier, og derfor ofte involve-

⁶ Et prime boliglån skal opfylde følgende kriterier: 1) låntager skal have en god kredithistorie, dvs., at regninger, renter og afdrag på kreditkort og andre lån skal være betalt rettidigt, 2) låntager skal have en god kreditscore, der er beregnet på baggrund af låntagers personlige forhold, indkomst, formue og andre forhold, 3) lånebeløbet måtte i 2007 ikke overstige 417.000 US dollar, 4) ydelsen på lånet må ikke overstige 55 pct. af låntagers disponible indkomst, 5) lånebeløbet må ikke overstige 85 pct. af ejendomsværdien og 6) indkomst og ejendomsværdi skal være fuldt dokumenteret.

rer en højere kreditrisiko. Indtil 2003 udgjorde prime boliglån størstedelen af værdien af nye boliglån i USA. Siden voksede mængden af subprime boliglån markant, og udgjorde ultimo 2006 21 pct. af det samlede nyudlån og omkring 15 pct. af udestående boliglån. Væksten i subprime boliglånsmarkedet kunne på den ene side tilskrives aggressiv långivning og på den anden side mange husstandes finansieringsbehov ud over låne- og ydelsesgrænserne for prime lån, som følge af stigende boligpriser. Et stærk folkeligt – og politisk – ønske om, at flere skulle eje deres egen bolig, var formentlig medvirkende til, at myndighederne var tilbageholdende med at gribe ind over for en udvikling, som netop gik i den retning.

Selv om amerikanske subprime boliglån voksede til et stort marked, var det dog stadigvæk et afgrænset finansielt marked. Med udviklingen af nye finansielle instrumenter blev tabsrisikoen imidlertid spredt ud over mange forskellige typer investorer, da subprime boliglån blev anvendt af finansielle institutioner til at skræddersy strukturerede kreditobligationer, jf. boks 4.3 samt Gorton (2009).

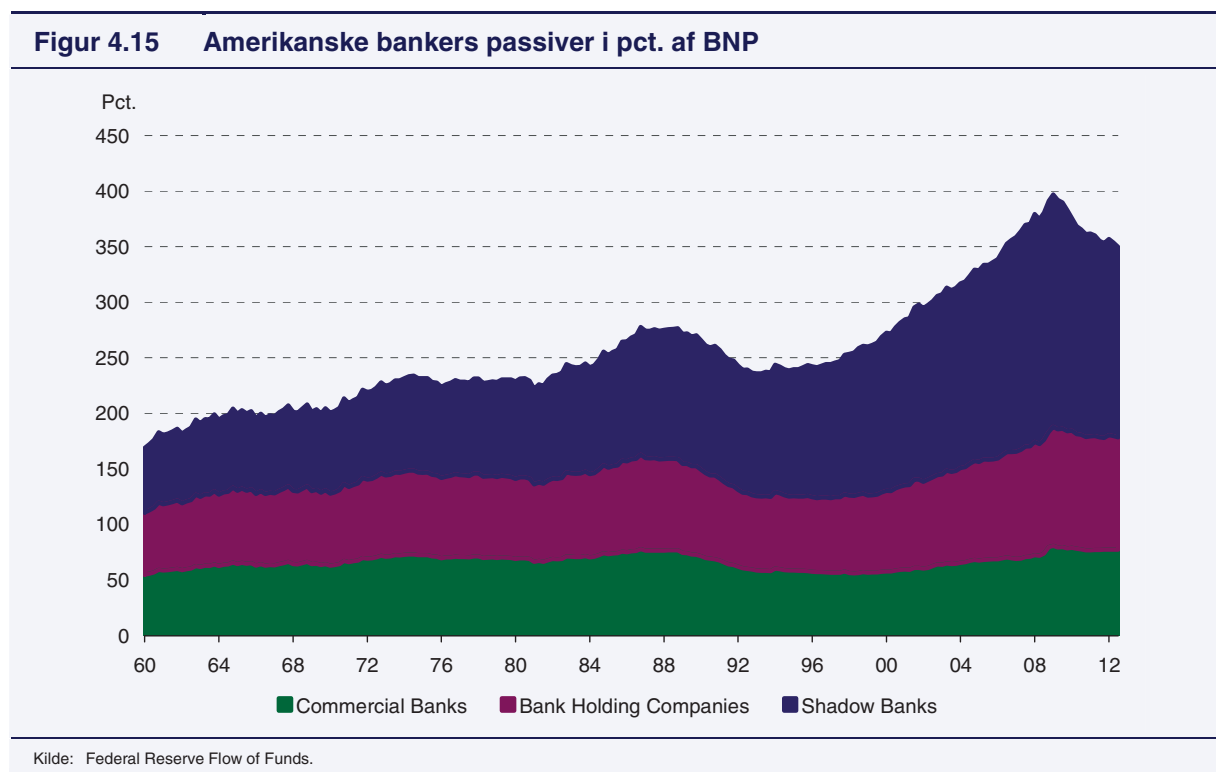
Strukturerede kreditobligationer er baseret på kvantitative kreditrisikomodeller, hvor der foretages en detaljeret analyse af store mængder historiske data om tabshændelser. De historiske data viste lave tabsniveauer og lav korrelation mellem tabshændelser og derfor lav usikkerhed om tabsprocenten på en diversificeret portefølje af lån. Rentemarginalen mere end kompenserede for de tabsrisici, der kunne beregnes med de kvantitative kreditrisikomodeller baseret på historiske data. Et af problemerne har efterfølgende vist sig at være, at de historiske tabsdata, som modellerne byggede på, generelt var misvisende, da de faktiske tabsprocenter blev større, end modellerne havde forudsagt. Modellerne havde således den svaghed, at de ikke byggede på tilstrækkelig lange tidsserier for tab og ikke tog højde for et fremtidigt stressscenarium.

Højtratede strukturerede kreditobligationer adskiller sig fundamentalt fra andre højt ratede papirer, da det lave forventede tab afhænger af en lav korrelation mellem tab på en række usikre underliggende aktiver. Korrelationen mellem tab på usikre aktiver kan imidlertid stige kraftigt under en hård økonomisk nedtur. Højtratede strukturerede kreditobligationer har dermed en langt lavere sandsynlighed for at komme gennem en hård økonomisk nedtur uden tab end andre (ikke-strukturerede) papirer med en tilsvarende rating, jf. Coval m.fl. (2009).

Ratingbureauerne (Moody's, Standard & Poors og Fitch) spillede en væsentlig rolle i udviklingen af markedet for strukturerede kreditprodukter, og de har efterfølgende været udsat for kritik fra flere sider for at have svigtet deres rolle som garant for kvaliteten af kreditprodukterne. Mange investorer foretog deres investeringer i tillid til ratingbureauernes ratings – der viste sig at være for optimistiske – i stedet for selv at forholde sig til den egentlige risiko. Kritikken af ratingbureauerne drejer sig især om deres medvirken til at skræddersy kreditprodukter, som netop kom over tærsklen for en ønsket rating. En sådan skræddersyning af risikoprofilen kan medvirke til, at f.eks. en struktureret kreditobligation ikke er lige så sikker som en virksomheds- eller statsobligation med samme rating, og det kan øge ratingens sårbarhed over for nedgraderinger. Desuden er ratingbureauerne blevet kritiseret for først sent i krisens forløb at komme med nedjusteringer fra meget høje ratings til meget lave ratings, og dermed

medvirke til at forstærke usikkerheden og mistilliden på de finansielle markeder. Endvidere er det blevet kritiseret, at bureauerne havde en økonomisk interesse i udviklingen af markedet for strukturerede produkter, idet det dannede baggrund for en stor del af deres indtjening, hvilket kan give interessekonflikter. Eksempelvis kom 44 pct. af ratingbureauet Moody's indtjening i 2006 fra rating af strukturerede kreditprodukter, der blev betalt af udstederne af kreditprodukterne.

De strukturerede produkter var med til at skabe et skyggebanksystem (shadow banks), hvor pakkede finansielle produkter ikke kom direkte på bankernes balancer.⁷ I en ny undersøgelse fra Federal Reserve Bank of New York (Adrian, Covitz & Liang, 2013) påvises det, at dette skyggebanksystem er blevet lige så stort som de traditionelle bankvirksomheder. Hvor passiverne i shadow banks, commercial banks og bank holding companies hver udgjorde ca. 50 pct. af BNP i 1960, udgør de traditionelle banker i dag hhv. 77 pct. og 100 pct. af BNP, mens shadow banking udgør 172 pct. Det vil sige, at størstedelen af den vækst, der er sket i passiverne i det amerikanske banksystem, er i shadow banks, jf. figur 4.15.



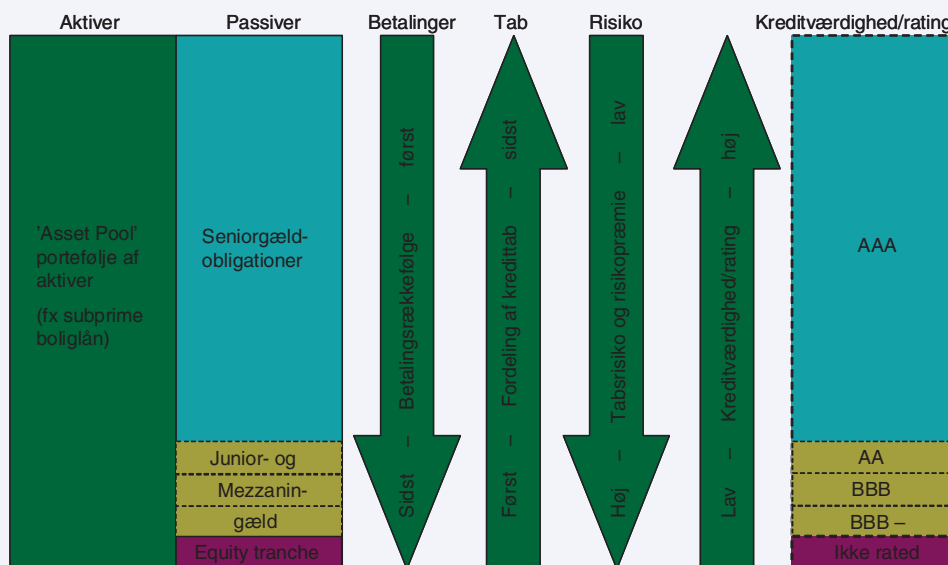
⁷ Financial Stability Board definerer skyggebanksystemet som finansielle enheder udenfor det regulerede banksystem, der udfører de samme kernefunktioner som det regulerede banksystem, såsom løbetidstransformation (låne kort for at finansiere lange investeringer), likviditetstransformation (omdannelse af likvide aktiver såsom penge til illikvide aktiver såsom lange lån), leverage (låne penge til at købe aktiver, hvorved både mulighed for gevinst og tab på aktiverne øges) og kredittransformation (flytte risikoen ved låntagers konkurs fra långiver til anden investor). Væksten i skyggebanksystemet kan således ses som vækst i den del af det finansielle system, der ikke er underlagt samme regulering som traditionelle banker. Det er således muligt, at væksten i skyggebanksystemet til dels skyldes regulatorisk arbitrage, jf. senere i kapitlet.

Boks 4.3 Strukturerede kreditobligationer

Strukturerede kreditobligationer er en type Asset-Backed Securities (ABS), hvor en portefølje af aktiver, f.eks. subprime boliglån, ligger til sikkerhed for forskellige klasser af ABS-obligationer. De enkelte klasser har forskellig fortrinsret i forhold til de aktiver, der ligger til sikkerhed, og forskellig risikoprofil. De sikreste af disse klasser af ABS-obligationer havde ratingbureauerne vurderet til den højeste rating, AAA. For at sikre den høje rating af den sikreste klasse af obligationer, blev der lavet mindre sikre klasser af obligationer med lavere rating, såkaldte junior- og mezzanintrancher, som tager de første tab, der måtte opstå på de lån, der ligger til sikkerhed. Den mindst sikre klasse, som tager de første tab, kaldes equity-tranchen. Først ved meget store tab vil den sikreste, AAA-ratede, klasse blive udsat for tab.

For at understøtte den meget høje rating af den sikreste klasse kan der lægges ekstra sikkerhed ind, så værdien af sikkerheden overstiger værdien af de udstedte obligationer. Det kan endvidere sikres, at renteindtægterne på udlånsporteføljen overstiger rentebetalingerne på de samlede obligationsudstedelser. Endelig kan der tegnes såkaldt kreditforsikring mod risikoen for, at tab vil overstige stødpuderne i de efterstillede klasser. De efterstillede klasser, junior- og mezzanintrancher, fik lavere kreditrating end seniorgælden, men kunne dog opnå pæne ratings mellem AA og BBB-, jf. figuren. Disse kreditobligationer kunne bruges i en portefølje af aktiver som sikkerhed for en ny struktureret kreditobligation, en såkaldt CDO (collateralised debt obligation). Processen udnytter, at tabene på porteføljens forskellige aktiver historisk set har været lavt korrelerede, så tab ikke forventes at indtræffe samtidigt. Derudover anvendes de samme metoder som i første runde til at skabe en ny, angiveligt meget sikker klasse af seniorgæld-obligationer og understøtte en høj rating. Processen kan endvidere gentages, hvorved der kan konstrueres en såkaldt CDO-squared osv.

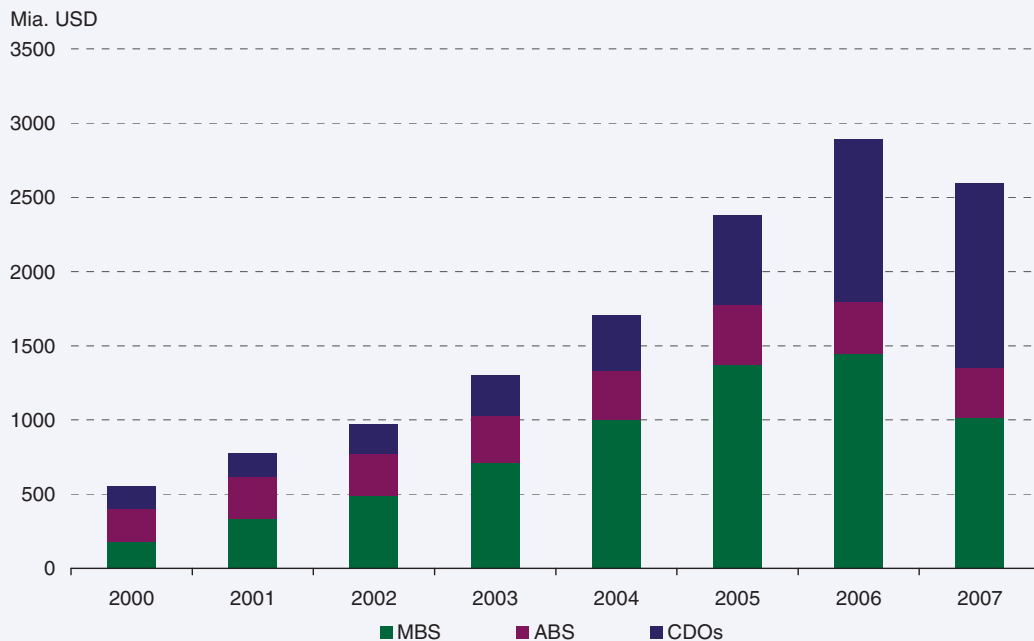
Risikoprofil på forskellige trancher af ABS



Markedet for strukturerede kreditobligationer voksede kraftigt i årene op til den finansielle krise. For eksempel blev udstedelsen af udvalgte strukturerede produkter i Europa og USA mere end femdoblet i perioden 2000 til 07, jf. figur 4.16. Denne kraftige vækst blev blandt andet muliggjort af, at der i årene op til krisen var opstået en ny type af gearede investeringsselskaber, som investerede i strukturerede kreditobligationer og finansierede investeringerne ved at udstede såkaldte Commercial Paper (CP). Disse investeringsselskaber betegnes Structured Investment Vehicles (SIV) og Asset-Backed Commercial Paper (ABCP) conduits. Det er sandsynligt, at den kraftige

vækst i brugen af strukturerede produkter afspejlede, at risiciene ikke blev værdifast-sat korrekt, jf. boks 4.4.

Figur 4.16 Udstedelse af strukturerede kreditobligationer i Europa og USA



Anm.: CDOs er collateralized debt obligations. ABS er asset-backed securities, inklusiv billån og kreditkortlån osv., men eksklusiv MBS. MBS er mortgage-backed securities eksklusiv amerikanske mortgage-backed securities fra såkaldte government-sponsored entities, f.eks. Fannie Mae og Freddie Mac.
Kilde: IMF (2008b).

Boks 4.4 Forkert prisfastsættelse af risiko

Den finansielle krise har bl.a. været med til at sætte fokus på en række antagelser om, hvordan de finansielle markeder fungerer. Dels er der stillet spørgsmål ved, om priser altid og i alle situationer er baseret på rationelle vurderinger af økonomiske værdier. Dels er der stillet spørgsmål ved, om markedsdisciplin er et effektivt værktøj til at begrænse uhensigtsmæssig risikotagning.

Efficiente og rationelle markeder

I den neo-klassiske model er markederne "superefficiente", selvregulerende og rationelle. Skulle markedet kortvarigt blive skubbet ud af sin ligevægt, vil markedsdeltagerne ved at udnytte "arbitragemuligheder" hurtigt sikre, at markedet vender tilbage til ligevægt. Hvis markederne er superefficiente, er regulering i vid ustrækning overflødig, da markedskræfterne hurtigt genopretter markedsligevægten.

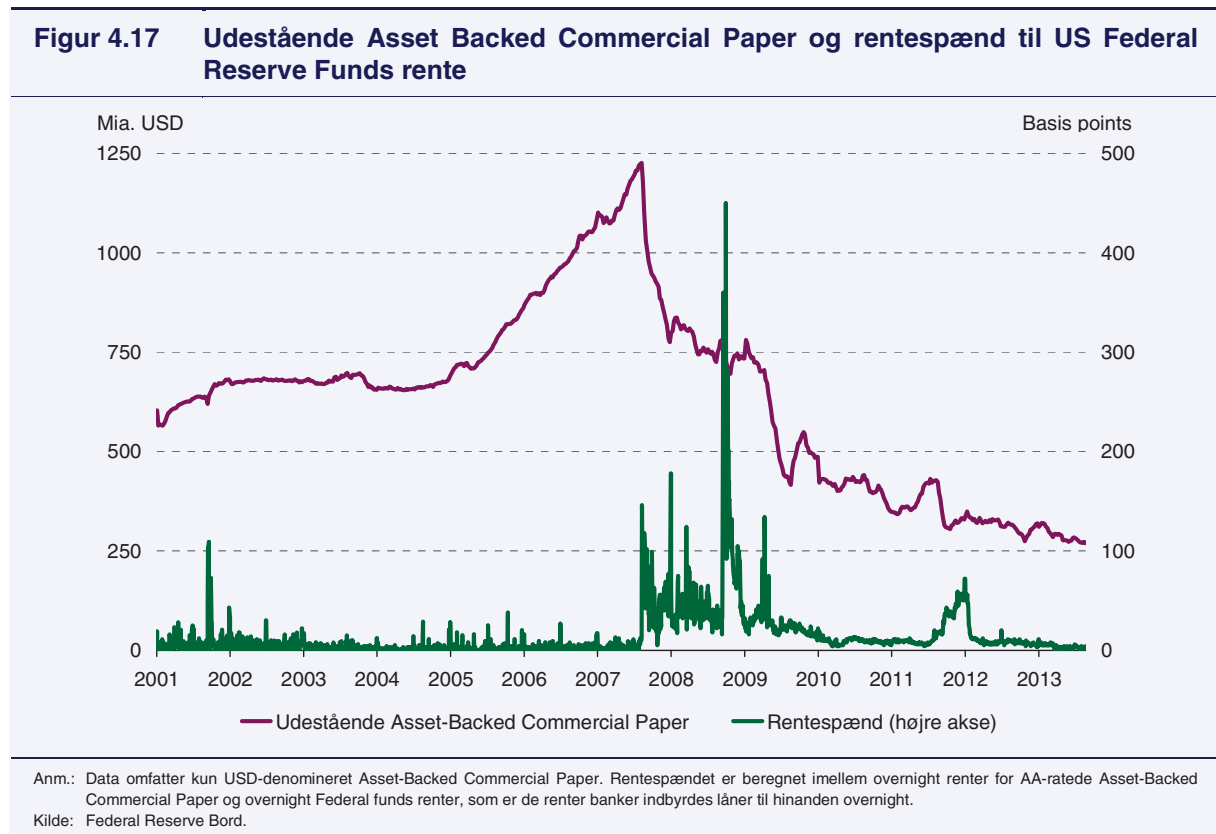
I realiteten er efficiente markeder ikke altid rationelle i den snævre forstand. Eksempelvis argumenterer Akerlof og Shiller (2009) for mere systemiske irrationelle adfærdsmønstre. Selv i efficiente markeder kan der desuden være flokadfærd, der leder til prisbobler (se boks 4.2 om bobler og boks 4.5 om flokadfærd og gruppætænkning). Endelig kan der være markeder – eksempelvis boligmarkedet – hvor størrelsen af transaktionsomkostningerne begrænser mulighederne for at arbitrere sig ud af prisubalancer, og mulighederne for kort salg i det hele taget er begrænset, hvis f.eks. hele markedet er overvurderet.

Matematisk modellering

I årene op til den finansielle krise var der stor vækst i markedet for strukturerede finansielle produkter. Et væsentligt problem ved disse var, at parametrene i modellerne, der blev brugt til at vurdere de handlede priser, var estimeret over korte observationsperioder med lav usikkerhed, hvorved risikoen blev undervurderet og de reelt for høje priser dermed forekom korrekte. Modellerne antog derudover, at udfaldsrummet var normalfordelt, hvilket ofte ikke var tilfældet. Endelig blev der ikke taget tilstrækkelig højde for, at korrelationen i prisudviklingen på aktiver i en portefølje kunne stige betydeligt, hvilket især sker i perioder med faldende og turbulente markeder.

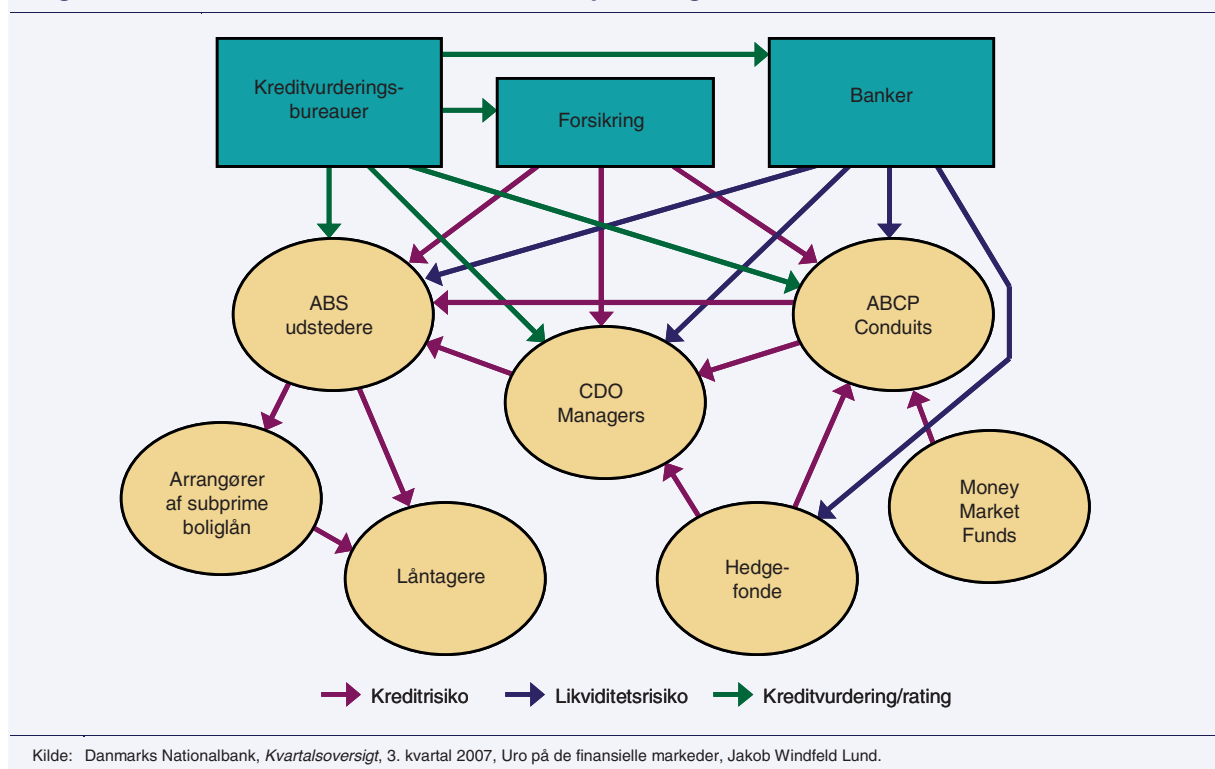
Kilde: FSA (2009).

CP er kortfristede gældsbeviser, som handles på pengemarkedet. De udstedes normalt af banker og store virksomheder med høje ratings, men blev i årene op til krisen også i stort omfang udstedt af SIV eller ABCP-conduits, jf. figur 4.17. CP-programmerne havde normalt på forhånd fået en kreditrating af et eller flere ratingbureauer. For at få en høj rating til et CP-program var det ofte nødvendigt at have kredittilsagn om likviditet fra en eller flere banker og måske endda en kreditforsikring, jf. Acharya m.fl. (2010).



De nye SIV- og ABCP-investeringselskaber havde således en gearet position, hvor investeringer i langfristede værdipapirer med kreditrisiko var finansieret med kort låntagning til variabel rente med sikkerhed i værdipapirerne. Selv om markedsrisikoen, som følge af forskellig rentefølsomhed på aktiver og passiver, typisk blev afdækket, var investeringsselskabet afhængigt af adgang til kortfristet finansiering og dermed udsat for likviditetsrisiko, jf. Gorton og Metrick (2010).

Innovationer som struktureret kredit bidrog til en forandring af den finansielle sektor, specielt i USA, jf. Bhatia (2007). Andre finansielle formidlere fra det såkaldte skyggebanksystem, specielt investeringsbanker, investeringsforeninger og securitisationenheder, overtog mange af de traditionelle opgaver og risici forbundet med bankers ind- og udlånsvirksomhed. Bankerne tog del i denne proces, men risiciene var transformeret og optrådte ikke direkte på bankernes balance. Innovative metoder i struktureret kredit sammenbandede, opdelte og spredte kreditrisikoen fra eksempelvis subprime boliglånsmarkedet i et mønster, der var svært at gennemskue, jf. figur 4.18. Det var imidlertid kendetegnende ved kredsløbet, at forretningsmodellen for såvel investeringsselskaber som banker i stigende grad var baseret på løbende adgang til kapitalmarkedsfinansiering, jf. Adrian og Shin (2010).

Figur 4.18 Fødekæden i markedet for subprime og struktureret kredit


Den rigelige adgang til kapitalmarkedsfinansiering i årene op til krisen var medvirkende til en kraftig stigning i den samlede mængde aktiver i bankerne, jf. figur 4.19. Fra 2004 til 2. kvartal 2007 steg de samlede aktiver i de ti største børsnoterede banker i Europa og USA med omkring 75 pct., mens de risikovægtede aktiver kun blev forøget med 45 pct. Den relativt lave stigning i risikovægtede aktiver afspejler, at bankerne udvidede andelen af aktiver, der reguleringsmæssigt blev betragtet som relativt sikre. For det første øgede bankerne deres handels- og investeringsaktiviteter relateret til højt-ratede papirer (f.eks. ABS), der typisk har en lav risikovægt. For det andet betød indfasningen af The International Financial Reporting Standard (IFRS) i Europa, at bankerne begyndte at medregne de aktiver, der var overført til de nye SIV- og ABCP-investeringselskaber, i deres samlede aktiver.⁸ Samtidig forblev disse aktiver i stort omfang reguleringsmæssigt behandlet som om de var flyttet væk fra balancen. Herved gav de sig ikke, eller kun i mindre grad udslag i de risikovægtede aktiver og dermed heller ikke i behovet for kapital, jf. IMF (2008c) samt Acharya og Schnabl (2009).

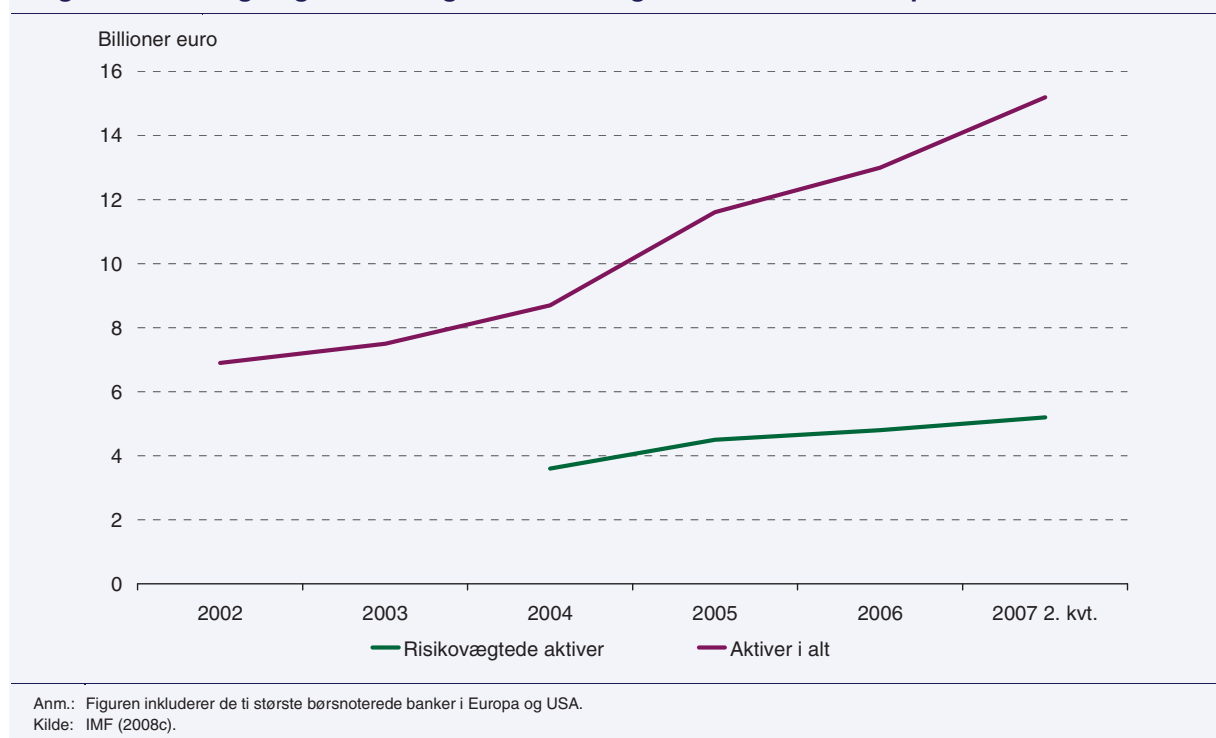
Acharya, Schnabl og Suarez (2010) viser, at mange CP-programmer udstedt af ABCP-conduits havde fuld likviditetsgaranti fra deres sponsorerende bank. Man valgte denne form for garanti, da kapitalkravet for et CP-program med fuld likviditetsgaranti fra den sponsorerende bank kun var 10 pct. af, hvad det ville have været, hvis aktiverne var blevet på den sponsorerende banks balance. Det vil sige, ved at flytte aktiver væk fra balancen, reducerer banken behovet for kapital. Acharya, Schnabl og Suarez (2010) kalder dette regulatorisk arbitrage.

Acharya og Schnabl (2009) skønner desuden, at omkring 50 pct. af alle AAA-ratede ABS blev holdt af bankerne og således i høj grad forblev i banksystemet. Det deraf

⁸ De nye regnskabsregler behandles nærmere i kapitel 7.

følgende finansieringsbehov har bankerne bl.a. måttet dække ved at tilgå kapitalmarkederne. Bankerne opbyggede derved et betydeligt indlånsunderskud og en betydelig gearing, selvom det ikke nødvendigvis var åbenlyst for iagttagere.

Figur 4.19 Stigning i risikovægtede aktiver og aktiver i alt i årene op til krisen



Da BNP Paribas 9. august 2007 suspendede beregningen af mark-to-market og stoppede udbetalingen af afdrag og renter for tre pengemarkedsfonde, der var eksponeret mod subprime-lån, sendte det chokbølger gennem det finansielle system. Renterne på ABCP steg kraftigt, fra et niveau omkring 0,1 pct. til et niveau omkring 1,5 pct. på en enkelt dag, mens den udestående mængde faldt med ca. 20 pct. i løbet af bare en måned, jf. figur 4.17. Det store fald i den udestående mængde afspejlede, at ABCP-investeringsselskaberne i stedet for at refinansiere ABCP på markedet trak på likviditetsgarantier fra bankerne. Hermed blev store investeringer i strukturerede kreditobligationer flyttet tilbage på bankernes balancer. Dermed blev de tab, der var på de underliggende aktiver, ligeledes flyttet tilbage på bankernes balance.

Man kan overveje, hvorfor bankerne indgik i denne form for regulatorisk arbitrage, da bankerne selv fik tabene i den sidste ende. En årsag kan være dårlig risikostyring, dvs., at bankerne undervurderede sandsynligheden for, at de ville få store tab, jf. boks 4.4, eller at bankerne som følge af gruppetænkning reelt ikke foretog en kritisk vurdering af risiciene, jf. boks 4.5. En anden årsag kan være, at bankerne mere eller mindre bevidst satsede på, at de var "too big to fail" og derfor ville blive reddet af staten, hvis de kom i problemer. Tankegangen er her, at hvis en bank regner med, at den bliver reddet af staten, hvis den oplever store tab, har banken et incitament til at reducere sin kapitalstødpude og tage større risici.

De regulatoriske myndigheder bidrog til, at regulatorisk arbitrage kunne finde sted ved ikke at være tilstrækkeligt opmærksomme på de reelle risici i de involverede banker. Risiciene var betydelige, da bankerne opererede med lav kapital som følge

af, at aktiver var fjernet fra balancen, men garantier (for at opnå høj rating) gjorde, at aktiver kunne falde tilbage på balancen igen, da der begyndte at opstå tab.

Boks 4.5 Flokadfærd og gruppetænkning i finansielle markeder

Fra tidligere udenlandske studier af finansielle markeder er flokadfærd og gruppetænkning (Herding og Groupthink) indgået i beskrivelsen af finansielle institutioners, investorers og myndigheders adfærd.

Flokadfærd refererer til en adfærd, hvor investorer og pengeinstitutter i større eller mindre omfang investerer i, låner til og ejer de samme typer aktiver uden forudgående at have foretaget en tilstrækkelig grundig informationsindhentning. Nogle af deltagerne i flokken har måske en meget sparsom viden om de økonomiske og risikomæssige aspekter af deres dispositioner. De gør det, fordi de andre gør det. Eksempler kan være investeringer i bestemte værdipapirer eller ejendomme.

Ledelsen i pengeinstitutter kan have en sådan flokadfærd, fordi den stræber efter at opnå samme profitabilitet som deres konkurrenter pga. pres fra aktionærerne, trang til anerkendelse mv. Det kan også skyldes, at ledelsen stræber efter at fastholde eller øge deres markedsandele. Endelig kan flokadfærd, særligt blandt store pengeinstitutter, være begrundet i ønsket om at øge udsigten til en redning i tilfælde af insolvens. En sådan redning vil ske, når myndighederne vurderer, at der er tale om en systemisk risiko. Denne adfærd omtales også som moral hazard i litteraturen.

Gruppetænkning refererer til en situation, hvor konsensus om en beslutning opstår uden forudgående grundige overvejelser om konsekvenser og mulige alternativer. Det kan forekomme i bestyrelseslokalet, hvor bestyrelsesmedlemmer undgår at lægge sig ud med en stærk formand, en stærk direktion eller resten af bestyrelsen, hvor der f.eks. allerede er en foretrukken strategi. Det kunne koste medlemskabet af bestyrelsen og tilknyttede goder. Ved gruppetænkning vil synspunkter konvergere mod ekstremer af de dominerende synspunkter snarere end mod det gennemsnitlige private synspunkt hos det enkelte bestyrelsesmedlem. Sådanne egenskaber kan blive forstærket af pres fra konkurrenter, potentielle fjendtlige overtagere, medier mv.

Gennemførelse af strategiske beslutninger kan i visse virksomhedskulturer i endnu højere grad end for bestyrelser føre til flokadfærd på personaleniveau. Udsigter til forfremmelse og anerkendelse er ofte betinget af, at personalet foreslår og støtter deres overordnede synspunkter. Alternativet kan være sanktioner. Konsekvensen af denne adfærd på personaleniveau kan være en medløbereffekt (bandwagon effect), hvor der ikke stilles spørgsmål til beslutningerne og de risici de kan føre til.

Nogle studier har også vist flokadfærd og gruppetænkning hos myndigheder, der håndterer og forsøger at undgå finansielle kriser. Det gælder især i de tilfælde, hvor der er et klart mandat, som giver en stærk ledelse lette muligheder for at udmanøvrere uafhængige analyser.

Flokadfærd og gruppetænkning kan være med til at fremme finansiell ustabilitet, hvor økonomisk fremgang over en længere periode har øget risikovilligheden i den finansielle sektor. Det kan være tilfældet, hvor fremgang er forbundet med høj risikovillighed, stigende gearing i pengeinstitutter og stigende gældssætning blandt låntagere, stigende aktivpriser, lavere lånestandarder og fravær af omtanke for refinansieringsrisici.

Kilde: Misjudging Risk: Cause of The Systemic Banking Crisis in Ireland (2011).

På grund af den uigennemsigtige struktur var markedsdeltagerne (inklusive bankerne) usikre på, hvem der som følge heraf ville blive ramt, hvis ABCP-investeringselskaberne efterfølgende led tab på de underliggende aktiver. Krisen begyndte derved at sprede sig til det meget større og generelle finansielle marked for usikret finansiering mellem bankerne, jf. Acharya og Schnabl (2009) samt figur 4.21.

4.2.2 Credit default swaps

En anden finansiell innovation med meget høje vækstrater i årene op til krisen var credit default swaps (CDS), jf. boks 4.6. Væksten i markedet for CDS-kontrakter var i høj grad drevet af, at International Swaps and Derivatives Association (ISDA) i 2003

udstak en række standarder for CDS-kontrakter, herunder bl.a. definitioner af kredithændelser og afviklingsmetoder. Nogenlunde samtidig, i slutningen af 2003, blev de første CDS-kontrakter på indeks introduceret. Introduktionen af disse indeks var afgørende for udviklingen af et likvidt CDS-marked. Væksten i markedet for CDS-kontrakter var især markant efter 2003. Den årlige vækst i pålydende værdi af udestående CDS var over 100 pct. fra 2004 til 2006. I 2007 steg den pålydende værdi af CDS med 81 pct., fra 34.423 mia. US dollar til 62.173 mia. US dollar.

Boks 4.6 Credit default swaps (CDS)

En CDS er en aftale mellem to parter om at handle kreditrisiko på et referenceaktiv udstedt af en tredje part, referencen. Referenceaktivet er typisk en obligation, men det kan også være et lån. Den ene part i aftalen køber for en periode beskyttelse imod en kredithændelse, f.eks. at referencen går konkurs eller misligholder sine forpligtelser. Den anden part i aftalen er sælger af beskyttelsen, som løbende modtager en fast betaling fra køberen. Det sker i hele kontraktens løbetid, eller frem til der sker en kredithændelse. Den årlige betaling pr. pålydende værdi af referenceaktivet kaldes CDS-spændet. CDS-spændet fastsættes ved kontraktens begyndelse og afhænger bl.a. af opfattelsen af referencens kreditværdighed. Hvis referencen går konkurs eller misligholder sine forpligtelser, skal kontrakten afvikles, dvs., køber skal have forskellen mellem værdien af aktivet og den pålydende værdi. Der er en række kredithændelser, som kan udløse afvikling af kontrakten. Disse hændelser er specificeret i den enkelte CDS-kontrakt.

En CDS minder i høj grad om en forsikring, men en væsentlig forskel i forhold til traditionelle forsikringer er, at kreditrisiko kan handles uden at have eksponering mod referenceaktivet. Markedet for CDS er desuden forholdsvis standardiseret og likvidt.

Der er ikke enighed om, hvorvidt den store vækst i mængden af udestående CDS-kontrakter i årene op til krisen var en medvirkende årsag til krisen, eller om mængden af CDS-kontrakter forstærkede krisen.⁹ I udgangspunktet kan CDS bidrage til en mere efficient allokering af risici i det finansielle system. Handelsformen, hvor CDS-kontrakter i årene op til krisen blev handlet bilateralt mellem aktørerne i det finansielle system (kaldet "Over-The-Counter", OTC), var imidlertid medvirkende til at flytte kreditrisiko i det finansielle system på en ofte svært gennemskuelig måde, der desuden kunne udsætte den enkelte aktør for en betydelig modpartsrisiko. Forsikringskoncernen AIG påtog sig i betydelig grad en sådan kreditrisiko, og den blev herved en systemisk vigtig aktør på markedet for CDS kontrakter, jf. senere. Hvis en aktiv deltager på CDS-markedet kom i problemer, kunne det påvirke mange modparter, som måske selv ville komme i problemer. På den baggrund kunne ustabilitet på CDS-markedet smitte af på andre finansielle markeder. Sammenfiltningen af modparter betød, at der gik tid, før det blev klart, hvordan konkurs hos en markedsdeltager påvirkede de øvrige aktører. Det resulterede i, at markedet i en periode blev meget illikvidt, og CDS-spændene blev udvidet voldsomt.

Redningen af investeringsbanken Bear Stearns i marts 2008 tyder på, at der fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve, var stor opmærksomhed på den mulige systemiske risiko ved CDS-markedet. Bear Stearns var en af de store aktører på CDS-markedet. Det anslås, at Bear Stearns havde omkring 2.000 mia. US dollar udestående CDS-kontrakter. Derfor ville mange aktører have fået problemer, hvis Bear Stearns var gået konkurs.

⁹ Se Stulz (2010) for en diskussion.

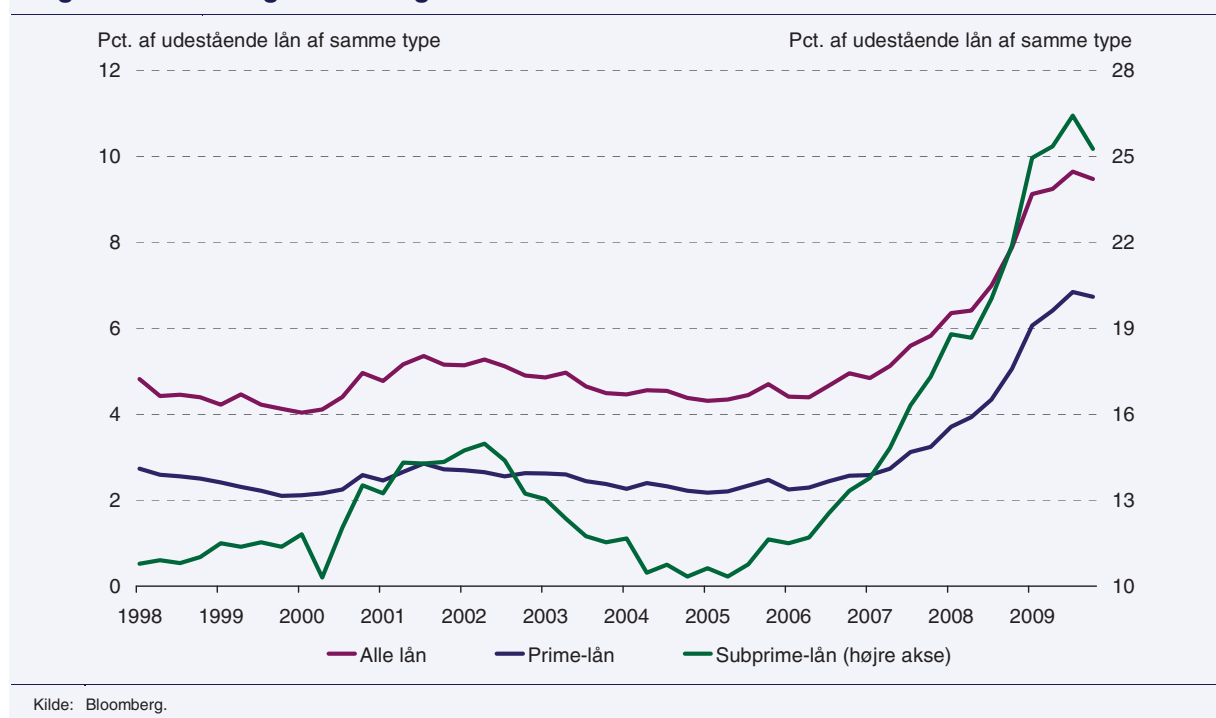
Udviklingen af nye finansielle instrumenter og de ændrede strukturer i den finansielle sektor skabte efter Bear Sterns hændelsen yderligere usikkerhed om, hvor tabene lå, og hvilke finansielle institutioner, der var eksponerede over for mulige tab. Det gav nervøsitæt på de finansielle markeder. Mistillid mellem bankerne førte til tilbageholdenhed med hensyn til at yde usikrede lån på pengemarkederne. Deltagerne bestræbte sig på at sikre egen likviditet og var samtidig tøvende med at yde lån – særligt med længere løbetid – til modparter.

Efter krisen har der været en betydelig fokus på, om regulering af CDS-markedet, så handel i stedet skal ske gennem centrale modparter, fremover vil kunne mindske de mulige negative systemiske implikationer af et stort CDS-marked. Handel gennem en central modpart kan medvirke til at gøre markedet mere gennemsigtigt og i nogle tilfælde også reducere modpartsrisikoen, jf. Acharya m.fl. (2009) og Duffie og Zhu (2011).

4.3 Finanskrisens forløb globalt

I det følgende beskrives udviklingen i USA og Europa i begyndelsen af krisen, og hvordan krisen efterfølgende udviklede sig til en realøkonomisk krise og en statsgældskrise i især de sydeuropæiske lande. Bilag C indeholder desuden en liste med centrale hændelser under krisen både internationalt og i Danmark.

Figur 4.20 Misligholdte boliglån i USA



4.3.1 Efteråret 2008 i USA

Allerede i løbet af 2005 og 2006 begyndte misligholdelserne af subprime-lån i USA at stige, jf. figur 4.20. I midten af 2007 var der misligholdelser på ca. 16 pct. af de udstedte lån. Det førte til problemer for enkelte institutioner, der var eksponerede over for subprime-lån, jf. ovenfor. De stigende misligholdelser på subprime-lån kan dog i sig selv ikke forklare, hvorfor hele systemet kom under pres, da subprime markedet

kun udgjorde en lille del af det samlede marked for boligfinansiering eller de samlede finansielle aktiver for den sags skyld. Som beskrevet ovenfor var (kredit)risikoen på subprime-lån imidlertid blevet spredt ud i det finansielle system på en meget uigen-nemsigtig måde, der desuden var baseret på løbende adgang til kapitalmarkedsfi-nansiering. Dermed var grobunden lagt for, at krisen kunne udvikle sig til en tillids- og likviditetskrise med systemiske implikationer.

Finanskrisen eskalerede i september 2008, mere end et år efter dens begyndelse, jf. bilag C over udvalgte begivenheder op til og under finanskrisen.

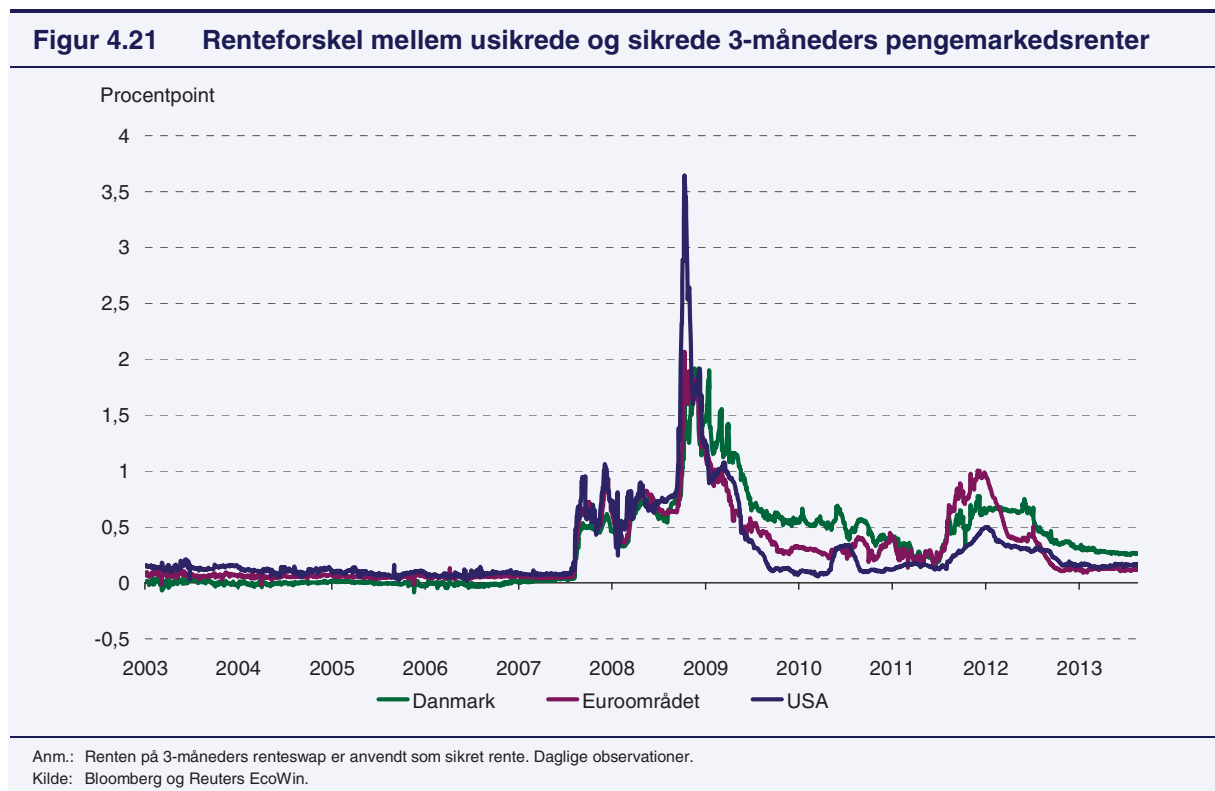
Begivenhederne tog for alvor fart, da de amerikanske myndigheder overtog kontrol-len med de amerikanske realkreditkæmper, Freddie Mac og Fannie Mae, der stod for knap halvdelen af alle realkreditlån og -garantier på det amerikanske marked. Redningen af Freddie Mac og Fannie Mae reducerede forventningerne til tab på usikret gæld og udstedte obligationer fra de to institutioner, men medførte samtidig tab for aktionæerne. Derudover illustrerede redningen, at der også var problemer i store finansielle institutioner. Freddie Mac og Fannie Maes problemer bragte derved andre banker i fokus, især store investeringsbanker med eksponering mod nødliden-de aktiver og afhængighed af finansiering på kapitalmarkederne.

Investeringsbanken Lehman Brothers var betydeligt eksponeret mod erhvervsejen-domslån (commercial real estate), hvilket var en af årsagerne til, at flere investorer tvivlede på, at banken var tilstrækkeligt kapitaliseret. I løbet af september 2008 blev det vanskeligt for banken at opnå fortsat finansiering af sine aktiviteter. De amerikanske myndigheder valgte at undlade at redde Lehman Brothers, der 15. september måtte indgive konkursbegæring.

Man må efterfølgende konstatere, at beslutningen om at lade Lehman Brothers gå ned var skæbnesvanger. Beslutningen rystede de finansielle markeder, som havde forventet en redning, som det havde været tilfældet med investeringsbanken Bear Stearns i foråret 2008. Som følge af Lehman Brothers' kompleksitet med et utal af finansielle kontrakter med andre finansielle institutioner, og som følge af den græn-seoverskridende struktur af Lehman's aktiviteter, gav konkursen en kraftig negativ påvirkning af de finansielle markeder i ikke blot USA men også globalt. Resultatet blev en yderligere forstærket uvilje blandt banker mod at låne usikret til hinanden, og de globale pengemarkeder frøs fuldstændig til. Efterfølgende er der opstået diskussi-on om, hvorvidt det i sig selv var størrelsen og kompleksiteten af Lehman Brothers, der var årsag til de efterfølgende store negative effekter på de finansielle markeder og realøkonomien eller om årsagen til de negative følgeeffekter nærmere var, at den implicitte tro på, at staten ville redde alle store institutioner blev brudt, jf. Cochrane (2010).

Situationen i efteråret 2008 kan sidestilles med en hamstring, idet efterspørgslen ef-ter likviditet steg voldsomt, og de, der havde likviditet, holdt fast i den. Markedskræf-terne svækkedes, og det var svært at finde en pris, der balancerede udbud og efter-spørgsel. Bekymringen for kreditforholdene førte således til en dyb og vedholdende likviditetskrise. Det betød bl.a., at merrenten for usikret frem for sikret kortfristet fi-nansiering mellem bankerne steg markant fra nogle få basispoint (hundrededele pro-cent) til 0,5-1,00 procentpoint i august 2007, for derefter over nogle få dage at stige

kraftigt til et niveau på ca. 1,5-3,5 procentpoint i forbindelse med eskaleringen af krisen i september 2008, jf. figur 4.21.



Dagen efter Lehman Brothers konkursbegæring stillede den amerikanske centralbank et lån på 85 mia. US dollar til rådighed for forsikringskoncernen AIG. Det blev den første af en række foranstaltninger for at forhindre et kollaps af AIG, jf. bilag C. Problemerne i AIG var direkte relateret til udviklingen på det amerikanske boligmarked og de anspændte forhold på markederne for usikrede kortfristede lån. AIG havde i stort omfang udstedt CP for at finansiere investeringer i strukturerede kreditobligationer baseret på subprime-lån. Desuden havde AIG solgt CDS-kontrakter på højtratede strukturerede kreditobligationer for over 400 mia. US dollar. AIG adskilte sig dermed fra Lehman Brothers og Bear Stearns, som begge i høj grad havde afdækket deres eksponeringer i CDS-markedet. Køberne af CDS-kontrakter fra AIG var hovedsageligt banker, der på grund af den finansielle regulering havde incitament til at investere i højtratede strukturerede kreditobligationer kombineret med CDS-beskyttelse.¹⁰ Den direkte årsag til lånet fra den amerikanske centralbank var, at AIG blev nedgraderet og dermed som følge af bilaterale aftaler om løbende sikkerhedsstillelse på de CDS-kontrakter, som AIG havde solgt, straks skulle stille yderligere sikkerhed for over 13 mia. US dollar, jf. Acharya m.fl. (2009).

4.3.2 Udviklingen i Europa

Europa blev også ramt af det stigende pres. Inden udgangen af september 2008 måtte flere europæiske banker have akutte kapitalindskud, overvejende fra de respektive landes regeringer. Værst gik det i Island, hvor hele det finansielle system

¹⁰ Jf. Stulz (2010) og den foregående beskrivelse af regulatorisk arbitrage.

kollapsede, og de tre store islandske banker, der udgjorde 88 pct. af banksektoren, blev overtaget af de islandske myndigheder.

Med hver af disse begivenheder steg andre institutioners sårbarhed, dels på grund af den indbyrdes afhængighed, som kendetegner det finansielle system, og dels fordi tilliden til, at andre institutioner kunne overleve, blev mindre. Bankerne forsøgte at reducere deres eksponeringer mod andre finansielle institutioner, og løbetider på bankernes lån til hinanden blev kortere.

De finansielle markeder befandt sig efterhånden i en tilstand af panik. Investorer, banker og andre finansielle institutioner holdt brandudsalg af aktiver for at skaffe likviditet, hvilket medvirkede til yderligere faldende aktivpriser, hvorved salgspresset steg yderligere, da flere investorer herved blev tvunget til at sælge og dermed var der gang i en negativ spiral, jf. Brunnermeier og Pedersen (2009), Schleifer og Vishny (2011) samt Caballero og Simsek (2010). De ekstremt volatile markeder gav desuden anledning til, at der blev spekuleret i yderligere faldende priser, hvilket forstærkede krisestemningen.

Det stod klart, at den internationale finansielle krise udgjorde en reel trussel mod den finansielle stabilitet. Samtidig var der ikke længere blot tale om en likviditetskrise, som centralbankerne kunne afhjælpe ved at tilføre likviditet til markederne. Krisen stak dybere, der blev sat spørgsmål ved bankers solvens, og der var behov for helt ekstraordinære tiltag, hvis roen og tilliden på de finansielle markeder skulle genskabes.

I Europa var Irland først med en statsgaranti for banksektoren. Denne blev annonceret den 30. september 2008 og omfattede seks navngivne irske banker. Skridtet var af de irske myndigheder begrundet i hensynet til den finansielle stabilitet i Irland og irsk økonomi. Garantien omfattede i første omgang ikke filialer af udenlandske banker, hvorved de – alt andet lige – var mindre attraktive for indskydere.

Efter Irland indførte statsgaranti, udstedte andre lande, herunder Danmark, garantier for hele eller dele af deres banksektor.¹¹ Der var tale om en stor variation i statsgarantier, både hvad angår løbetid, dækkede institutioner og dækkede fordringer, jf. bilag H.1.

Globalisering af de finansielle markeder medvirkede til, at også lande, hvis banker havde ført en relativt konservativ udlånspolitik, blev nødt til at udstede statsgarantier. Det skyldtes, at finansieringsforholdene blev strammere for alle, og det var vanskeligt at stå udenfor, når andre lande gav statsgarantier til deres banker. Investorer, indskydere og andre banker søgte i disse usikre tider mod lande, hvor der var statsgaranti.

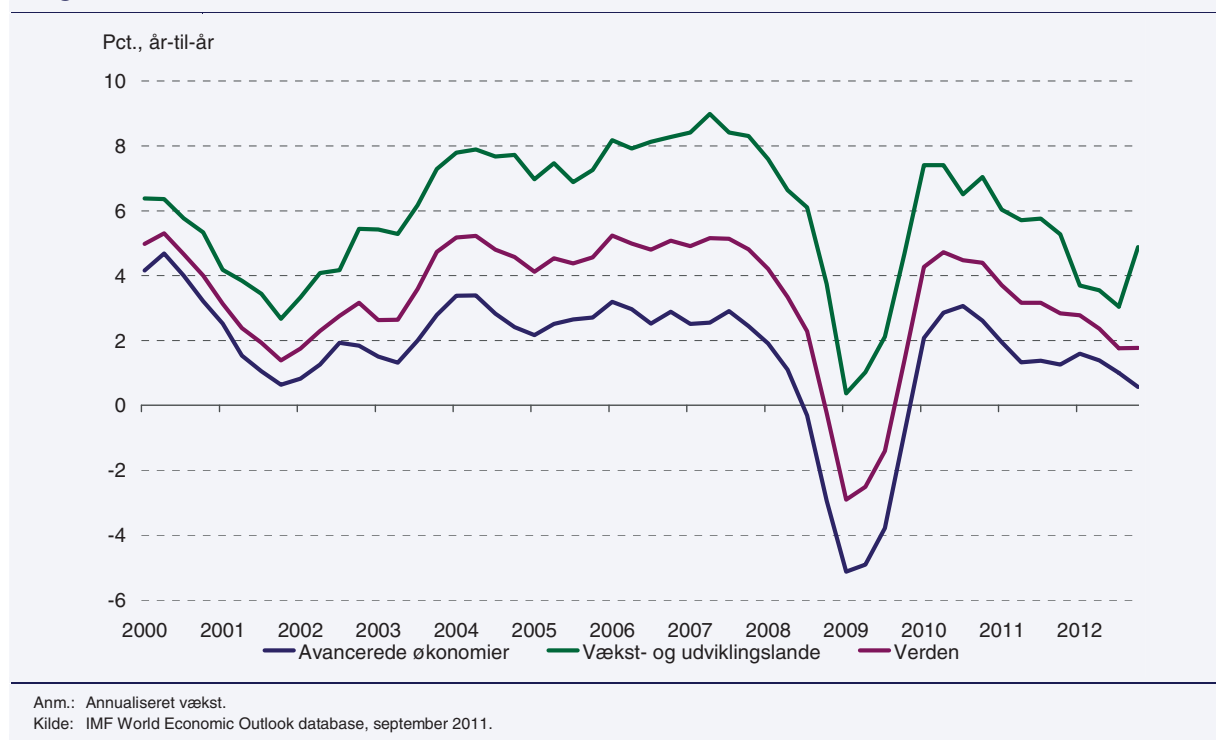
4.3.3 Fra finansiell til realøkonomisk krise

Krisen på finansmarkederne udviklede sig i 2. halvår 2008 til en yderst alvorlig realøkonomisk krise med betydelige aktivitetsfald, jf. figur 4.22. Konsekvenserne var størst for de avancerede økonomier, hvor BNP faldt hvert kvartal gennem 1½ år, men

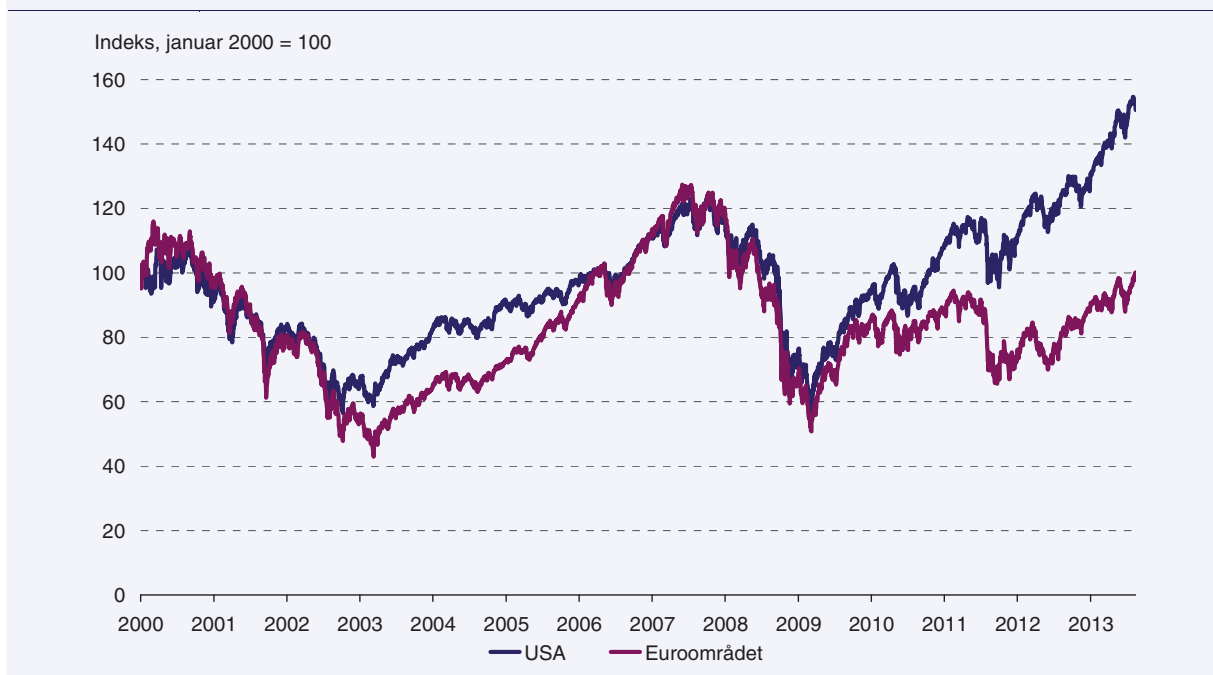
¹¹ De danske bankpakker behandles i kapitel 12.

også vækst- og udviklingslandene så en betydelig vækstnedgang fra 2. halvår 2008. Nedgangen blev i de avancerede økonomier drevet af, at investeringer og forbrug af især varige forbrugsgoder faldt betragteligt over årsskiftet 2008/09 i en række toneangivende økonomier. Dertil kom betydelige lagerændringer, der tyngede væksten samt virkningerne på eksporten af verdenshandlens abrupte fald. Nedgangen var dermed vidtrækkende og ramte også lande med en forudgående sund økonomisk situation. Endvidere betød en indbyrdes afhængighed mellem realøkonomien og den finansielle sektor, at der opstod en negativ spiral, som viste sig særdeles vanskelig at standse for politikerne.

Figur 4.22 Kvartalsvis BNP-vækst, 2000-12



Opblusningen af den internationale finansielle krise i september 2008 og den langstrakte efterfølgende periode med finansielt tumult blev overført til realøkonomien gennem flere kanaler. En kanal var virkningen på husholdningernes og virksomhedernes formuer af de store aktieprisfald, der fandt sted i avancerede lande og vækstøkonomier. I USA og euroområdet faldt de toneangivende aktieindeks mere end 40 pct. på otte måneder (fra 1. juli 2008 til 1. marts 2009), jf. figur 4.23, mens bankaktierne tabte 63 pct. af deres værdi. Aktiekursfaldene reducerede husholdningernes formuer og bidrog til et reduceret forbrug. Tendensen blev også forstærket af faldende boligpriser i mange lande. Lavere aktiekurser reducerede ligeledes virksomhedernes muligheder for sikkerhedsstillelse og dermed deres mulighed for at opnå lån.

Figur 4.23 **Udvikling i toneangivende aktiekursindeks i USA og euroområdet, 2000-13**

Anm.: De anvendte indeks er for USA Standard and Poors 500 Composite og for euroområdet Euro Stoxx Broad Index.
Kilde: Reuters EcoWin.

En anden kanal var det tempo, hvormed vækstudsigterne forværredes de sidste måneder af 2008 og starten af 2009. Den store økonomiske usikkerhed, og hastigt stigende ledighed var formentligt medvirkende til, at en række forbrugs- og investeringsbeslutninger blev udskudt, hvilket yderligere styrkede nedgangen. En tredje kanal var stramninger af standarderne i långivningen i såvel euroområdet som USA. Kreditstramningerne skal dog ses i lyset af lempelige låneforhold før krisen samt det forhold, at risici for tab på långivning i en nedgangsperiode er større, hvilket i sig selv fordrer en strammere kreditstandard. Regeringer og centralbanker greb aktivt ind med likviditets- og kapitalstøtte til bankerne for at begrænse behovet for kreditstramninger, der rakte ud over en normalisering af de forudgående attraktive lånevilkår.

Efterspørgslen efter lån aftager typisk i en nedgangsperiode. Det er vanskeligt at afgøre, om låneefterspørgslen eller låneudbuddet faldt mest under finanskrisen. Der var dog internationalt tegn på tilbageholdenhed i bankernes långivning, særligt hos finansielle institutter, der var direkte berørt af subprime-krisen, jf. Gorton og Metrick (2012). Inden for handelsfinansiering har studier dog efterfølgende vist, at efterspørgslen aftog mere end udbuddet, og at det dermed ikke var restriktioner i adgangen til handelsfinansiering, som var udslagsgivende i det voldsomme fald i verdenshandlen fra september 2008 til januar 2009, jf. IMF (2009b) og Asmundson m.fl. (2011).

Pengepolitikken blev lempet markant over det meste af verden, og en række lande gennemførte finanspolitiske vækstpakker for at sætte gang i økonomierne. I foråret 2009 mildnede krisestemningen. Tilliden til økonomien voksede, aktierne steg, og den finansielle volatilitet aftog. I løbet af 2. halvår 2009 begyndte den økonomiske aktivitet at stige igen. Den var dog i vid udstrækning drevet af midlertidige effekter fra

de lempelige penge- og finanspolitikker og reverseringen af lagertilpasningerne.¹² Ikke før 1. halvår af 2010 bredte det hidtidige skrøbelige opsving sig, og et globalt opsving var undervejs.

Opsvinget har dog været svagt sammenlignet med tidligere opsving. Opsvinget har ligeledes været ustabil med periodevis tilbageslag. Eksempelvis har Eurolandene samlet set været i recession i de seks kvartaler fra 4. kvartal 2011 til 1. kvartal 2013. Det svage opsving stemmer overens med erfaringerne fra tidligere store finansielle kriser, hvor det efterfølgende opsving også typisk har været langsommere. De økonomiske tilbageslag efter finansielle kriser har således været dybere og mere langvarige end tilbageslag forårsaget af andre typer stød til økonomien, se bl.a. IMF (2009a), kapitel 3, og Reinhart og Rogoff (2009).

4.3.4 Statsgældsmarkedet og den europæiske statsgældskrise

Den internationale finansielle krise havde i begyndelsen primært effekt på de amerikanske statspapirmarkeder, hvor renterne faldt kraftigt fra august 2007 til marts 2008. Den store usikkerhed fik investorerne til at søge mod hvad der blev betragtet som sikre aktiver (såkaldt flight-to-quality), herunder statsobligationer.

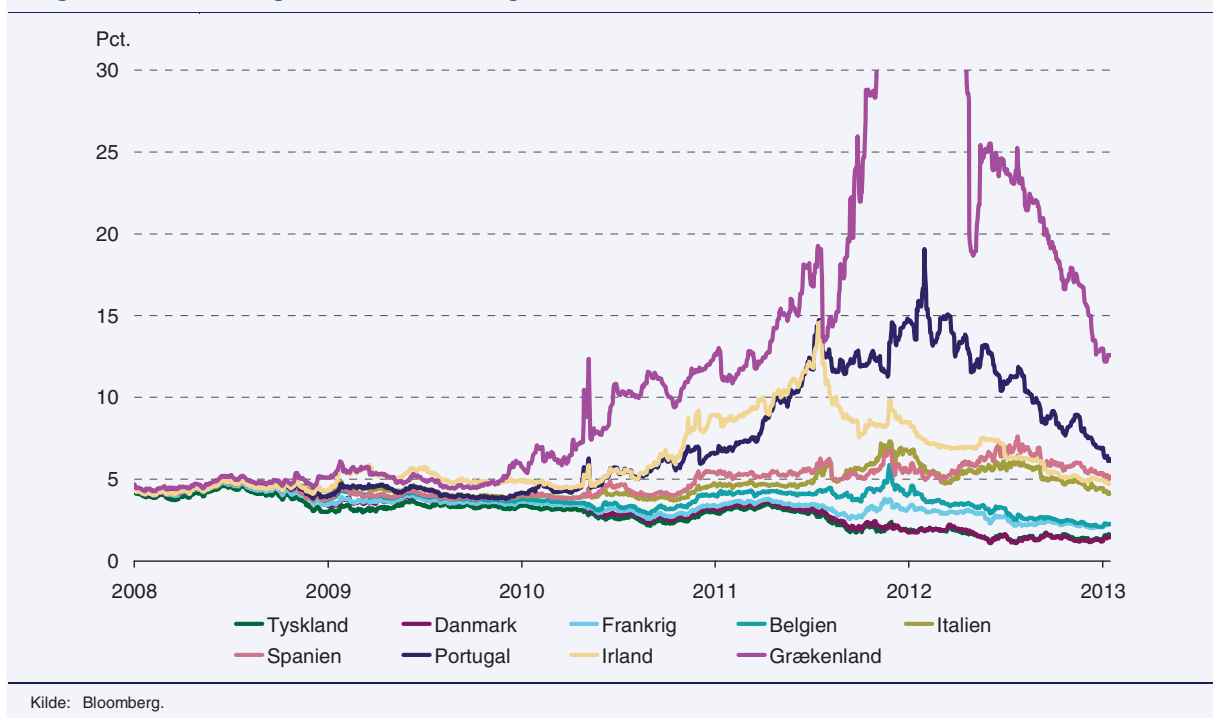
Usikkerheden på de finansielle markeder fra efteråret 2008 medførte en øget efterspørgsel efter særligt tyske og amerikanske statspapirer med høj likviditet og høj kreditværdighed. De korte amerikanske statsrenter faldt til nul i slutningen af 2008. I lighed med andre europæiske lande blev det danske rentespænd til Tyskland generelt udvidet, jf. også kapitel 9, men er senere blevet mindsket igen, og i perioder har den danske rente ligefrem været lavere end den tilsvarende tyske. Udvidelsen af rentespændet var størst i oktober 2008, hvor valutaudstrømningen var størst.

Den lempelige penge- og finanspolitik i mange lande forbedrede forholdene på de finansielle markeder i løbet af foråret 2009, og de fleste landes rentespænd til Tyskland blev indsnævret.

Den internationale finansielle krise, det dybe økonomiske tilbageslag og de gennemførte lempelser af finanspolitikken havde imidlertid forværret mange europæiske landes statsfinanser markant. I oktober 2009 blev Grækenlands budgetunderskud kraftigt oprevideret, og vurderingen af den finanspolitiske holdbarhed i Grækenland og en række andre lande skiftede hurtigt. Vekselvirkningen mellem reviderede forventninger til væksten og størrelsen af underskuddet på statens finanser førte til, at investorerne begyndte at anse en græsk gældsnedskrivning for en reel risiko.

Fra 2010 steg renterne markant og situationen udviklede sig til en decideret statsgældskrise, jf. figur 4.24. De stærkt stigende renter for særligt Grækenland men også for Irland og Portugal havde en selvforstærkende effekt, fordi finansieringen af den betydelige statsgæld i de berørte lande i stigende grad blev vurderet uholdbar på længere sigt.

¹² I begyndelsen af recessionen skete en ufrivillig lageropbygning, hvorefter virksomhederne nedbragte lagrene på grund af udsigten til lavere efterspørgsel. Det førte til betydelige negative vækstbidrag til BNP-væksten fra lagerinvesteringerne. I takt med, at den økonomiske situation bedredes, aftog hastigheden, hvormed lagrene blev nedbragt. Dermed begyndte lagerinvesteringerne at bidrage positivt til BNP-væksten.

Figur 4.24 10-årige renter for udvalgte lande

Meget tyder desuden på, at de finansielle markeder forud for statsgældskrisen generelt havde undervurderet risikoen ved de eurolande, som efterfølgende kom i vanskeligheder, og renterne inden krisen afspejlede næppe i tilstrækkelig grad, at disse lande også forud for krisen havde relativt store eksterne ubalancer, eller det forhold, at deres offentlige finanser i høj grad var "sminket" af betydelige konjunkturbetingede skatteindtægter (f.eks. ejendomsomsætningsskatter i Irland). Da først krisen kom, og risikoappetitten vendte, var det netop disse lande, som oplevede de største tillidsskift og rentestigninger på markedet på et tidspunkt, hvor de ekstraordinære konjunkturbetingede indtægter faldt væk. I denne situation kan store finanspolitiske besparelser være nødvendige for overhovedet at bevare adgangen til markedsfinansiering, men kan samtidig på kort sigt reducere den økonomiske aktivitet, om end manglende gennemførelse af besparelser pga. faldende tillid og stigende renter også kan reducere den økonomiske aktivitet.

Forværringen i staternes og bankernes kreditværdighed har desuden især i de mest berørte lande gensidigt forstærket hinanden. På den ene side stiger virksomhedernes og husholdningernes låneomkostninger generelt som følge af bankernes stigende finansieringsomkostninger og vil have samme effekt som kontraktiv pengepolitik. På den anden side kan der opstå frygt for en statsbankerot, som i givet fald vil give indenlandske såvel som udenlandske finansielle institutioner så store tab på beholdninger af statsobligationer, at de må reducere deres udlån betydeligt eller i værste fald bliver nødlidende, hvilket igen kan påvirke udlån og vækst negativt.

I april 2010 modtog Grækenland et låneprogram på 110 mia. euro fra eurolandene og IMF, og i maj 2010 interвенerede Den Europæiske Centralbank, ECB, med direkte opkøb af statspapirer. Uroen blev forværret, da Irland i september 2010 opreviderede budgetunderskuddet for 2010 til 32 pct. af BNP pga. effekten af offentlig rekaptalisering af kriseramte irske banker. I november 2010 var Irland nødsaget til at anmode om nødlån. Portugal anmodede om nødlån i april 2011 på baggrund af stigen-

de rentespænd som følge af faldende markedstillid og frygten vedrørende holdbarheden af de offentlige finanser i større europæiske lande – særligt Italien og Spanien – og for at udsatte lande i sidste ende kunne gå statsbankerot. Denne usikkerhed steg gradvist gennem 2011.

Den stigende usikkerhed berørte også Spanien, hvor usikkerheden skyldtes en kombination af gentagne udskydelser af de finanspolitiske mål (særligt pga. budgetoverskridelser i de spanske regioner) og tilbagevendende udfordringer i de spanske banker (særligt de mange små og mellemstore sparekasser) på baggrund af den betydelige nedgang på bolig- og ejendomsmarkedene. I 2. halvdel af 2012 vedtog eurogruppen et låneprogram specifikt til brug for rekapitalisering af de spanske banker, dvs. uden direkte at berøre eller stille nye betingelser vedr. finanspolitikken (udover de betingelser, som allerede lå i henstillingen til Spanien som led i stabilitets- og vækstpaktens underskudsprocedure).

Også Cypren kom i statsfinansielle vanskeligheder, bl.a. som følge af afsmitning fra Grækenland på Cyperns relativt store og udsatte finansielle sektor i en i forvejen sårbar statsfinansiell situation. Efter et relativt langt og rodet forhandlingsforløb modtog Cypren et låneprogram fra eurolandene i starten af 2013.

For at imødegå statsgældskrisen har EU- og eurolandene gennemført eller er i gang med at gennemføre en række initiativer.

For lande med finansieringsproblemer er der oprettet en række lånefaciliteter. Således har eurolandene etableret en permanent lånefacilitet, ESM, med en samlet udlånskapacitet på 500 mia. euro (når faciliteten er fuldt indfaset) til brug for låneprogrammer til eurolandene. I sommeren 2012 annoncerede ECB muligheden for at gennemføre ubegrænset støtteopkøb af udsatte eurolandes statsobligationer (det såkaldt OMT-program), betinget af, at det pågældende euroland indgår aftale om et økonomisk genopretningsprogram med ESM. Tiltaget har bidraget til at mindske spekulationer om ufrivillig euroexit og dermed reduceret udsatte eurolandes finansieringsomkostninger betydeligt.

I løbet af statsgældskrisen er EU-landene blevet enige om en betydelig styrkelse af det økonomiske samarbejde i EU, herunder ved at styrke forebyggelse og håndhævelse i stabilitets- og vækstpakten samt indførelsen af et nyt samarbejde om forebyggelse og korrektion af makroøkonomisk ubalancer såsom aktivbobler, betalingsbalanceunderskud og tab af ekstern konkurrenceevne. Omkring årsskiftet 2011/12 vedtog 25 EU-lande (alle på nær Storbritannien og Tjekkiet) en mellemstatslig aftale om en finanspagt, som trådte i kraft primo 2013, og som indebærer en forpligtelse til at indføre national lovgivning om en strukturel offentlig saldo, som skal være tæt på balance og som hovedregel ikke må udvise et årligt strukturelt underskud større end 0,5 pct. af BNP.

Endelig er der siden midten af 2012 arbejdet med etablering af en bankunion med et fælles tilsyn og en fælles mekanisme for afvikling af nødlidende banker, der kan bryde den negative spiral mellem svage banker og svage offentlige finanser, jf. kapitel 13. Det kommer i tillæg til det omfattende arbejde i EU med at styrke regulering og tilsyn med den finansielle sektor.

Siden begyndelsen af 2012 er rentespændene gradvist reduceret, og initiativerne har bidraget til en vis spændindsnævring mellem landene.

Efter rentespændet toppede i oktober 2008 har renten på danske statsobligationer og realkreditobligationer ligget på et lavt niveau pga. den relative høje efterspørgsel efter relativt sikre og likvide obligationer.

De internationale forhold har både før og under krisen haft stor indflydelse på udviklingen i Danmark. I de følgende kapitler analyseres de økonomiske og finansielle forhold således nærmere fra et dansk perspektiv.

5. Makroøkonomisk udvikling i Danmark

Den makroøkonomiske udvikling har stor betydning for den finansielle sektor og dermed for finanskrisens forløb. Adgangen til kredit vil ofte være påvirket af konjunkturudviklingen. Det kan skyldes, at prisudviklingen på aktiver, som stilles til sikkerhed for et lån, såvel som kreditinstitutternes vurdering af låntagernes tilbagebetalingsevne i øvrigt, er påvirket af konjunkturudviklingen. Øget kreditgivning kan samtidig øge den økonomiske aktivitet yderligere og give endnu nemmere adgang til kredit. Derved kan et samspil mellem højkonjunktur og øget kreditgivning blive selvforstærkende, ligesom et samspil mellem lavkonjunktur og en reduktion i kreditgivning kan blive selvforstærkende.

Under højkonjunktoren, som gik forud for den finansielle krise i Danmark, kunne der således konstateres en forholdsvis høj vækst og – ikke mindst – stigende boligpriser, som gav grundlag for (og blev understøttet af) en høj udlånsvækst i kreditinstitutterne. Det betød, at konjunkturudviklingen inden krisen fik stor betydning for kreditinstitutternes vurdering af tabsrisici og dermed for krisens forløb.

Dansk økonomi var fra 2003 inde i et længere opsving, inden finanskrisen brød ud i 2008. På sin vis var udviklingen efter 2003 en fortsættelse på tendensen fra perioden fra midten af 1990'erne til 2000. I 2000 bristede it-boblen og terrorhandlingerne den 11. september 2001 bidrog til nogle år i perioden 2000-03 med mere afdæmpet aktivitet både i Danmark og i udlandet, jf. tabel 5.1. Frem til 2003 var der en vis usikkerhed om den fremtidige konjunkturudvikling, men dansk økonomi gennemgik de følgende år et opsving. Opsvinget medførte et betydeligt kapacitetspres i økonomien. Den forholdsvis kraftige vækst toppede i 2006, hvor BNP voksede med 3,4 pct. Derefter begyndte afmatningen. Dansk økonomi var derfor på vej mod en afdæmpning af væksten, inden den internationale finanskrisen og det efterfølgende tilbageslag i verdensøkonomien førte til en brat nedgang i aktiviteten, også i Danmark. Således faldt BNP med næsten knap 7 pct. fra årsskiftet 2007/08 og frem til 2009. Danmark var allerede fra sommeren 2008 i recession.

Tabel 5.1 Gennemsnitlige årlige vækstrater i dansk BNP, pct.					
	1970-2012	1970-2000	2001-2003	2004-2007	2008-2012
BNP-vækst	1,8	2,3	0,5	2,4	-0,9
Kilde: Danmarks Statistik.					

Den positive konjunkturudvikling i perioden inden finanskrisen – og troen på, at den ville fortsætte – blev forstærket af øget kreditgivning. Kreditgivere forlangte generelt en lille risikopræmie, og den pengepolitiske rente var samtidig forholdsvis lav.

Den danske udvikling ligner på mange områder udviklingen i andre europæiske lande, hvilket blandt andet skal ses i lyset af, at de finansielle vilkår i Danmark helt overvejende er bestemt af udviklingen i udlandet, ikke mindst som følge af den danske valutakurspolitik. Den danske fastkurspolitik indebærer, at pengepolitikken ikke kan benyttes til at påvirke den indenlandske konjunkturudvikling, og stabiliseringen af dansk økonomi er derfor i meget høj grad afhængig af den øvrige økonomiske politik, herunder finanspolitikken. Den danske pengepolitik følger euroområdetets pengepolitik, som dermed bidrager til stabilisering af dansk økonomi i det omfang, at de danske konjunkturer følger euroområdetets konjunkturer.

I årene op til finanskrisen var den planlagte finanspolitik for lempelig set i lyset af konjunktursituationen. Derudover blev finanspolitikken lempeligere end planlagt som følge af overskridelser af de offentlige budgetter. En strammere finanspolitik ville have medvirket til, at den økonomiske ophedning i årene inden krisen var blevet dæmpet, og burde have gjort Danmark bedre rustet til at stå krisen igennem.

I det følgende ses nærmere på den generelle økonomiske udvikling i Danmark og særligt finanspolitikkens virkning på den økonomiske aktivitet. Udviklingen på ejerboligmarkedet og markedet for erhvervsejendomme behandles i kapitel 6.

Boks 5.1 Sammenfatning

Dansk økonomi var i årene op til krisen karakteriseret ved et betydeligt kapacitetspres:

1. Ledigheden faldt markant i årene inden krisen som følge af en stigende beskæftigelse i den private sektor. Ledigheden nåede et historisk lavt niveau i 2007, og var i perioden 2005-07 ligeledes markant lavere end den strukturelle ledighed.
2. Presset på arbejdsmarkedet medførte store lønstigninger. Lønstigningerne var større end i ellers sammenlignelige lande, og Danmarks lønkonkurrenceevne blev gennem perioden markant forværret. Danmarks eksportmarkedsandel faldt ca. 20 pct.
3. Kapacitetspresset skal ses i sammenhæng med en kraftig stigning i det private forbrug, de private investeringer og den førte finanspolitik. Det private forbrug steg som følge af den lavere ledighed, men også som følge af markante stigninger i den private formue, bl.a. som følge af stigende boligpriser. Både det private forbrug og boligpriserne blev understøttet af stor optimisme.
4. Renterne var lave og risikopræmierne på de finansielle markeder var tæt på nul. Udlånsvæksten var høj.
5. Finanspolitikken var for løs i årene inden krisen. Normalt har finanspolitikken været konjunkturmodløbende, men årene inden krisen, og især 2005 og 2006, var en undtagelse. Selvom der var overskud på de offentlige finanser, var finanseffekten positiv, og finanspolitikken bidrog dermed til at øge den økonomiske aktivitet. En mere tilbageholdende finanspolitik ville have hjulpet til at stabilisere konjunkturerne, og dansk økonomi ville have været bedre rustet til at klare krisen og det efterfølgende omslag i væksten.
6. Der var primært to årsager til, at finanspolitikken var for lempelig i årene inden krisen. For det første blev konjunkturfremgangen undervurderet, hvorved behovet for konjunkturmodløbende finanspolitik blev undervurderet. For det andet blev budgetterne overskredet, ikke mindst i kommuner og regioner, hvorved finanspolitikken blev mere ekspansiv end planlagt.

Dansk makroøkonomi blev hårdt ramt af den finansielle og økonomiske krise:

7. BNP er faldet voldsomt under krisen, også i et internationalt perspektiv, hvilket blandt andet skyldes, at kapacitetspresset i dansk økonomi inden krisen var meget stort, hvorved alene normaliseringen bidrog relativt meget til tilbageslaget.
8. Huspriserne er faldet markant efter krisen. Ledigheden er steget. De offentlige finanser er blevet negativt påvirket af krisen. Den finansielle krise har således haft markante negative konsekvenser for realøkonomien.

5.1 Arbejdsmarkedet

Efter it-boblen bristede i 2000 og terrorhandlingerne den 11. september 2001 var den økonomiske aktivitet i Danmark forholdsvis afdæmpet. Den private beskæftigelse faldt frem til 2004, hvor den samlede bruttoledighed primo året var 7,2 pct. Der var en vis bekymring for, at økonomien skulle gennem et negativt konjunkturforløb. Det blev dog langt fra tilfældet.

I stedet blev der skabt et opsving, som førte til, at beskæftigelsen i perioden fra og med 2004 og frem til 2008 steg med over 200.000 personer, og ledigheden (målt ved bruttoledigheden, dvs. inkl. aktiverede ledige) faldt fra omkring 8 pct. af arbejdsstyrken til et historisk lavt niveau på 2 pct. (svarende til omkring 50.000 personer), jf. figur 5.1 og 5.2. Beskæftigelsesfremgangen frem til 2008 vedrørte hovedsageligt den private sektor, da den offentlige beskæftigelse i perioden var stort set uændret. Denne udvikling afspejles også i udviklingen i værdiskabelsen. Bruttoværditilvæksten i faste priser steg i hele økonomien i gennemsnit med 2,0 pct. årligt i perioden 2003 til

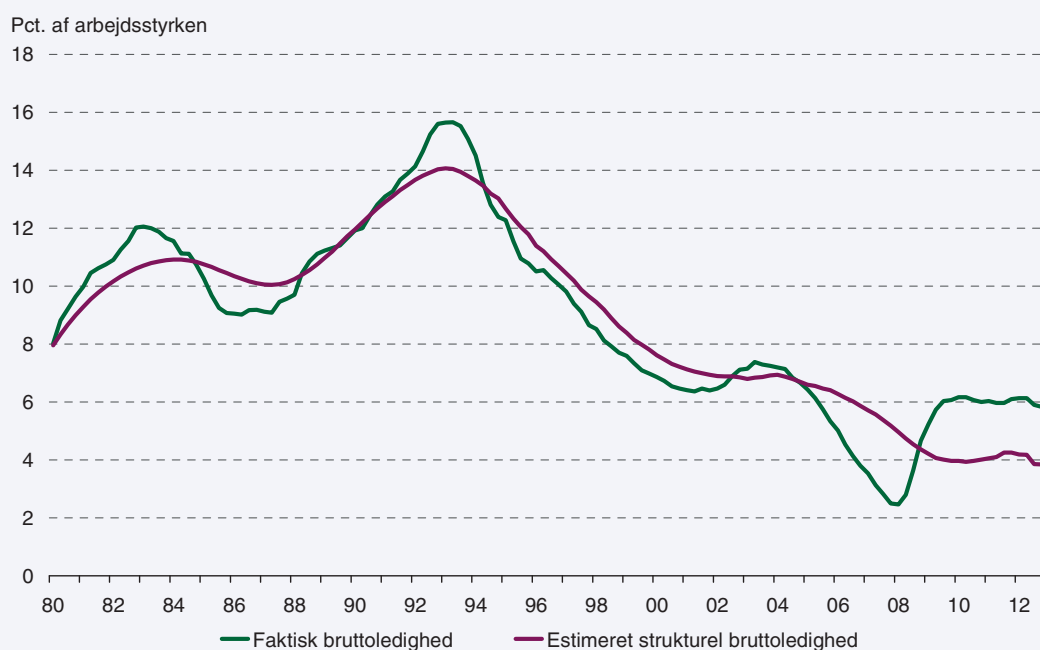
07, mens bruttoværditilvæksten i offentlig forvaltning og service i gennemsnit voksede med 0,3 pct. årligt.

Figur 5.1 **Udvikling i beskæftigelsen, 2000-12**



Kilde: Danmarks Statistik.

Figur 5.2 **Strukturel bruttoledighed**



Anm.: Niveaulet for den strukturelle bruttoledighed er estimeret på baggrund af en statistisk model, som først og fremmest inddrager løn- og prisudviklingen, men også udnytter indikatorer for kapacitetsudnyttelse og mangel på arbejdskraft.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den stigende beskæftigelse og faldende ledighed skyldtes først og fremmest en konjunkturbetinget stigning i efterspørgslen. Hertil kom politiktiltag, der forbedrede strukturerne på arbejdsmarkedet.

Politiktiltagene havde sigte mod at øge deltagelsen på arbejdsmarkedet og øge arbejdstiden. Allerede i 1990'erne skete der et skift i arbejdsmarkedspolitikken mod en mere aktiv indsats. Den politik blev i 00'erne videreført med større fokus på direkte jobkvalificerende aktiveringstilbud og fokus på, at det skal kunne betale sig at arbejde.

Indretningen af skattesystemet er et af de forhold, der har betydning for arbejdsudbuddet. Jo højere marginalskat, desto mindre er den økonomiske gevinst ved at arbejde. Med skatteaftalerne i 2004, 2007 og 2009 blev den højeste marginalskat sænket med 7,5 procentpoint. Indførelsen af beskæftigelsesfradraget i 2004 og de senere forhøjelser har virket i samme retning.

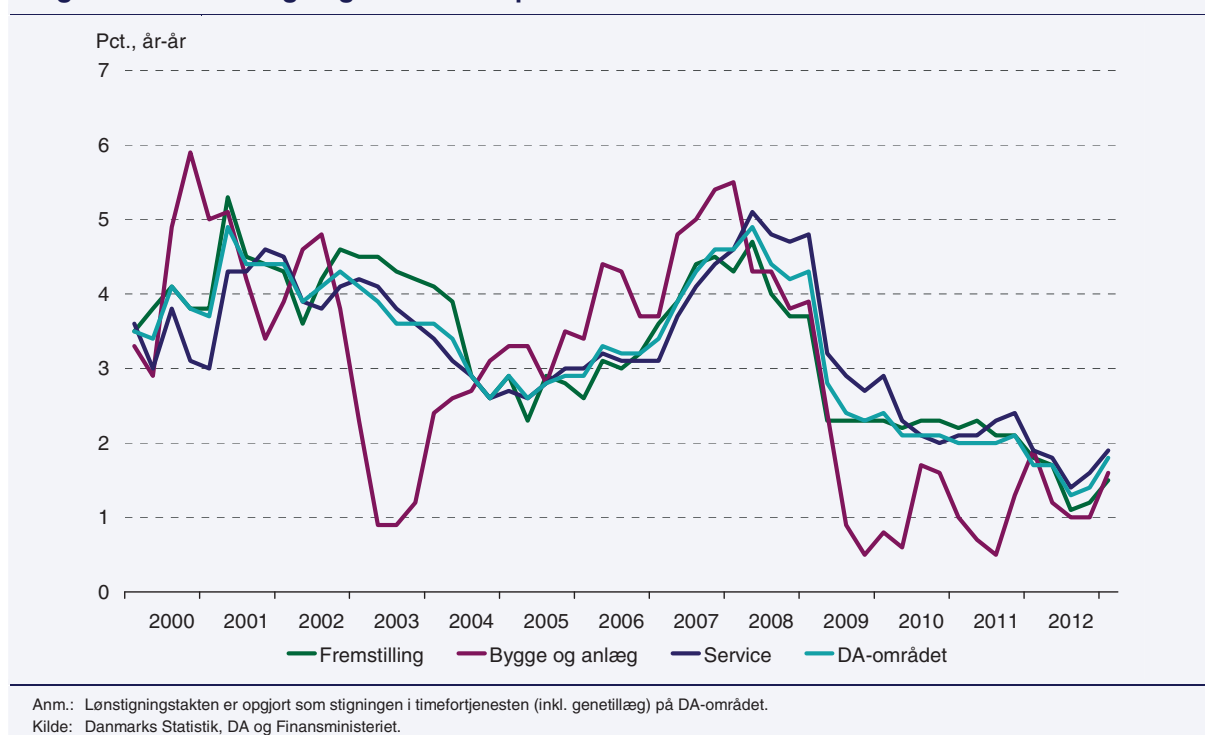
De forskellige politiktiltag har bidraget til et markant fald i den strukturelle ledighed siden midten af 1990'erne.¹ Den strukturelle bruttoledighed var før finanskrisen nået ned på et niveau omkring 5 pct. af arbejdsstyrken, jf. figur 5.2.

Den faktiske ledighed faldt op mod finanskrisen endnu mere end den strukturelle ledighed. Den faktiske ledighed var allerede ved starten af opsvinget i begyndelsen af 2004 tæt på det beregnede strukturelle niveau. Den markante beskæftigelsesfremgang i de følgende år førte derfor til, at den faktiske ledighed hurtigt faldt under det strukturelle niveau og medvirkede til et kapacitetspres i dansk økonomi. Til sammenligning lå ledigheden et godt stykke over det strukturelle niveau ved indgangen til opsvinget i anden halvdel af 1990'erne. En række arbejdsmarkedsreformer, som bidrog til at reducere den strukturelle ledighed, gav mulighed for, at ledigheden over hele perioden op til 2000 kunne falde uden at medføre et kapacitetspres. Det samme gjorde sig ikke gældende fra 2004 og frem.

Udenlandsk arbejdskraft har i et vist omfang bidraget til at reducere kapacitetspreset i dansk økonomi. Antallet af grænsearbejdere (personer, der krydser grænsen for at arbejde) steg under den seneste højkonjunktur fra 30.000 i begyndelsen af 2005 til 75.000 ved udgangen af 2008. Antallet er siden faldet, og lå fra begyndelsen af 2010 omkring 55.000. De registrerede grænsearbejdere afspejler ikke entydigt den reelle forøgelse i arbejdsudbuddet under højkonjunkturen, da arbejde kan være udført som sort arbejde, og antallet afspejler eksempelvis også danskere, som valgte at bosætte sig i Malmø i den periode.

Faldet i ledigheden fra 2005, som anses for at være et konjunkturmæssigt normalår, afspejlede et stigende pres på økonomien. Presset på arbejdsmarkedet kom til udtryk på flere måder. Der var en tiltagende lønstigningstakt i perioden, og i 2008 steg lønningerne med næsten 5 pct., jf. figur 5.3. De største lønstigninger fandt sted i bygge- og anlægserhvervene, der traditionelt er mere konjunkturfølsomme end andre brancher. Lønningerne steg dog også betydeligt i andre erhverv, herunder fremstillingserhvervene, der i højere grad konkurrerer med udlandet.

¹ Den strukturelle ledighed er det ledighedsniveau, som er foreneligt med stabil løn- og prisudvikling på 2-3 års sigt.

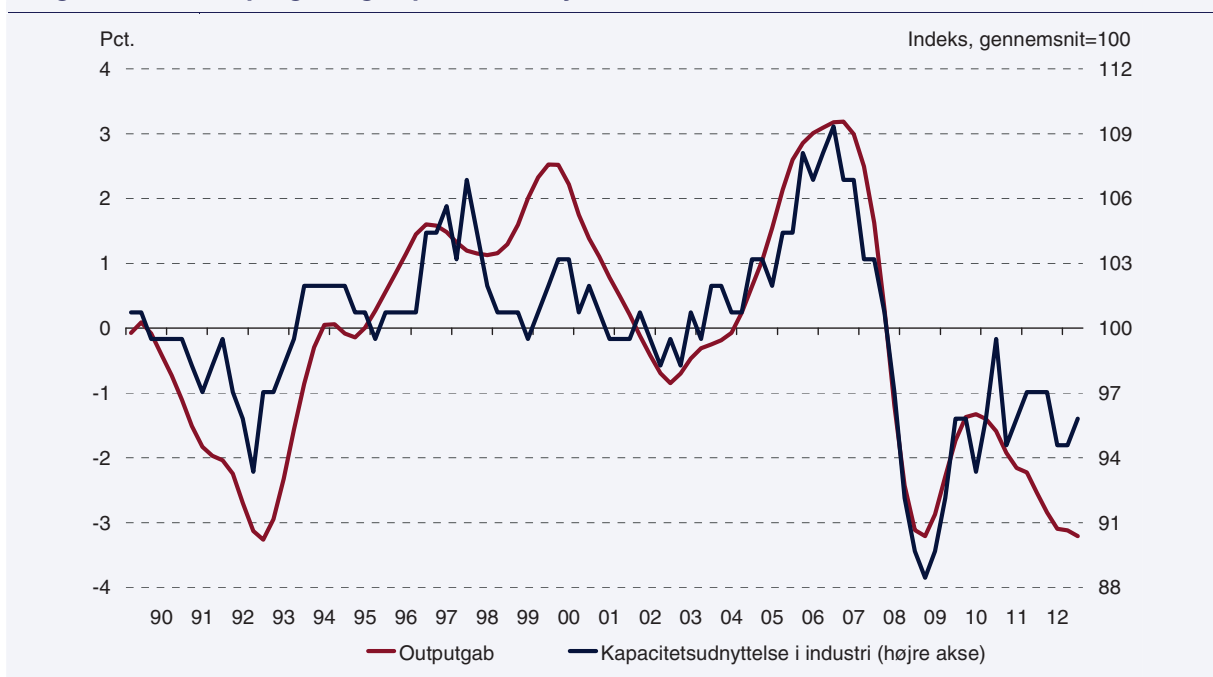
Figur 5.3 Lønstigningstakt fordelt på brancher

Fra 2006 blev ledighedsgabet stadig mere negativt, hvilket afspejler, at ledigheden faldt mere end den strukturelle ledighed. Sammenlignet med opsvinget i anden halvdel af 1990'erne faldt ledighedsgabet meget hurtigt og kom ned på et meget lavt niveau. Presset på arbejdsmarkedet afspejles blandt andet i det såkaldte ledighedsgab – målt som forskellen mellem den faktiske og den strukturelle ledighed.

Da forbrugerpriserne også steg betydeligt i perioden, var reallønsfremgangen dog mindre end den ellers ville have været. De stigende forbrugerpriser var bl.a. forårsaget af stigende råvarepriser på verdensmarkedet, og en del af prisstigningerne kan derfor henføres til udenlandske forhold. De stigende priser afspejlede dog også stigende indenlandsk efterspørgsel og deraf afledte effekter på lønningerne. Flere indikatorer peger på stigende mangel på arbejdskraft i perioden frem mod 2008.

Det stigende kapacitetspres kom mest direkte til udtryk ved indikatoren for kapacitetsudnyttelsen i industrien, der frem til finanskrisen steg til et meget højt niveau, jf. figur 5.4. Den faktiske produktion lå umiddelbart før finanskrisen omkring 3 pct. over det beregnede potentielle niveau, jf. udviklingen i det såkaldte outputgab.

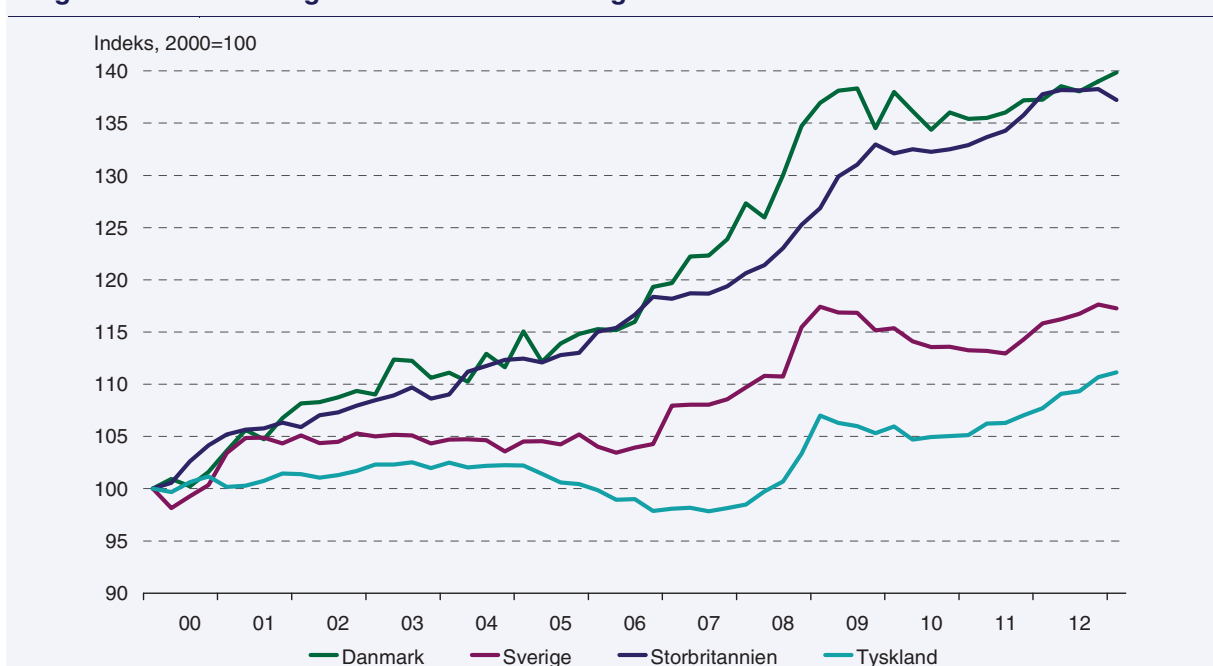
Det stigende kapacitetspres kom også til udtryk ved en forholdsvis kraftig stigning i importen i årene op til finanskrisen. Således steg importen af varer og tjenester med henholdsvis 11,1 pct. og 13,4 pct. i 2005 og 2006. De høje vækstrater skal ses i forhold til, at vækstraten for importen normalt er omkring det dobbelte af vækstraten for BNP, der i denne periode gennemsnitligt var 2,4 pct.

Figur 5.4 Outputgab og kapacitetsudnyttelse

Anm. Outputgab beregnet af Finansministeriet.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

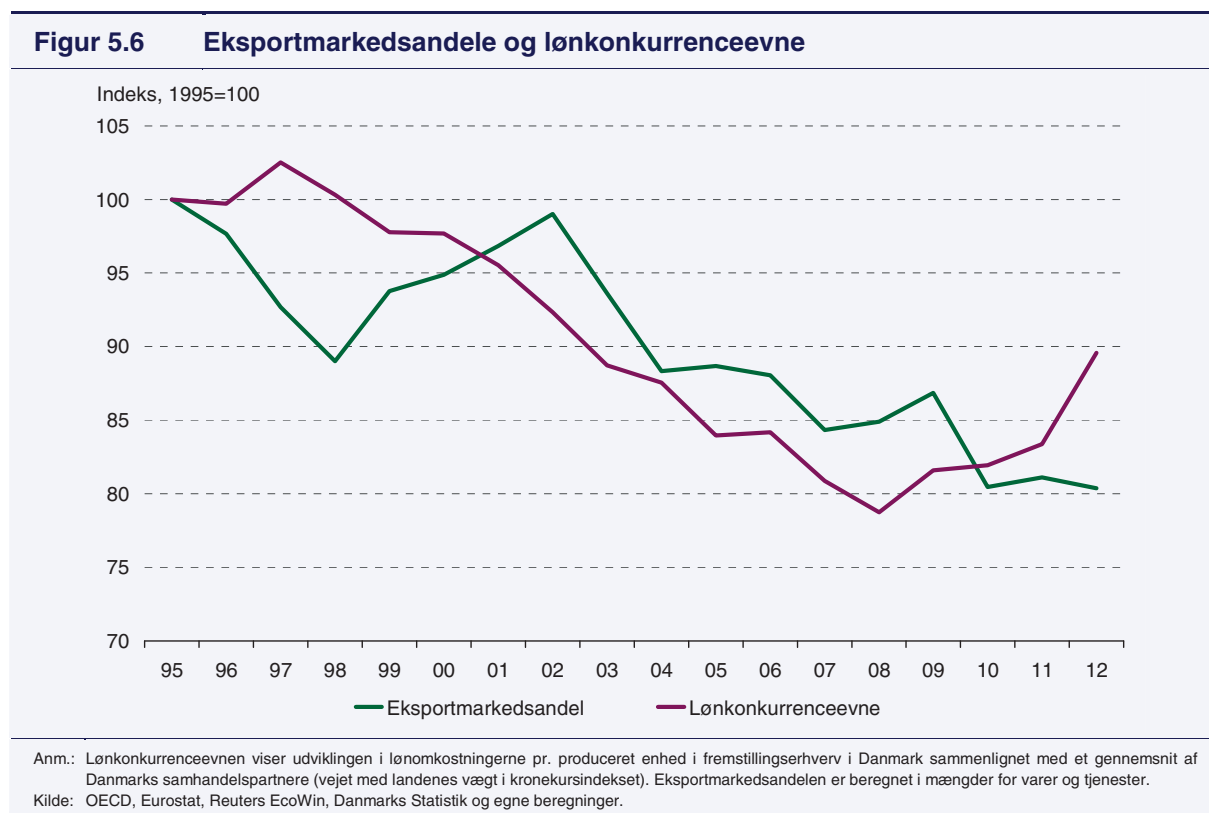
5.2 Konkurrenceevnen

Presset på arbejdsmarkedet og de hastigt voksende lønstigningstakter i højkonjunktoren op mod finanskrisen har haft stor betydning for danske virksomheders konkurrenceevne, der i perioden 2000-08 var faldende. Lønningerne steg noget hurtigere i Danmark end i udlandet frem mod finanskrisen samtidig med, at produktivitetsudviklingen var svagere end i udlandet. Produktivitetsvæksten blev således halveret i perioden med højkonjunktur. Dermed steg lønomkostningerne pr. produceret enhed betydeligt mere end i andre lande, jf. figur 5.5.

Figur 5.5 Udvikling i enhedslønomkostninger

Kilde: OECD og egne beregninger.

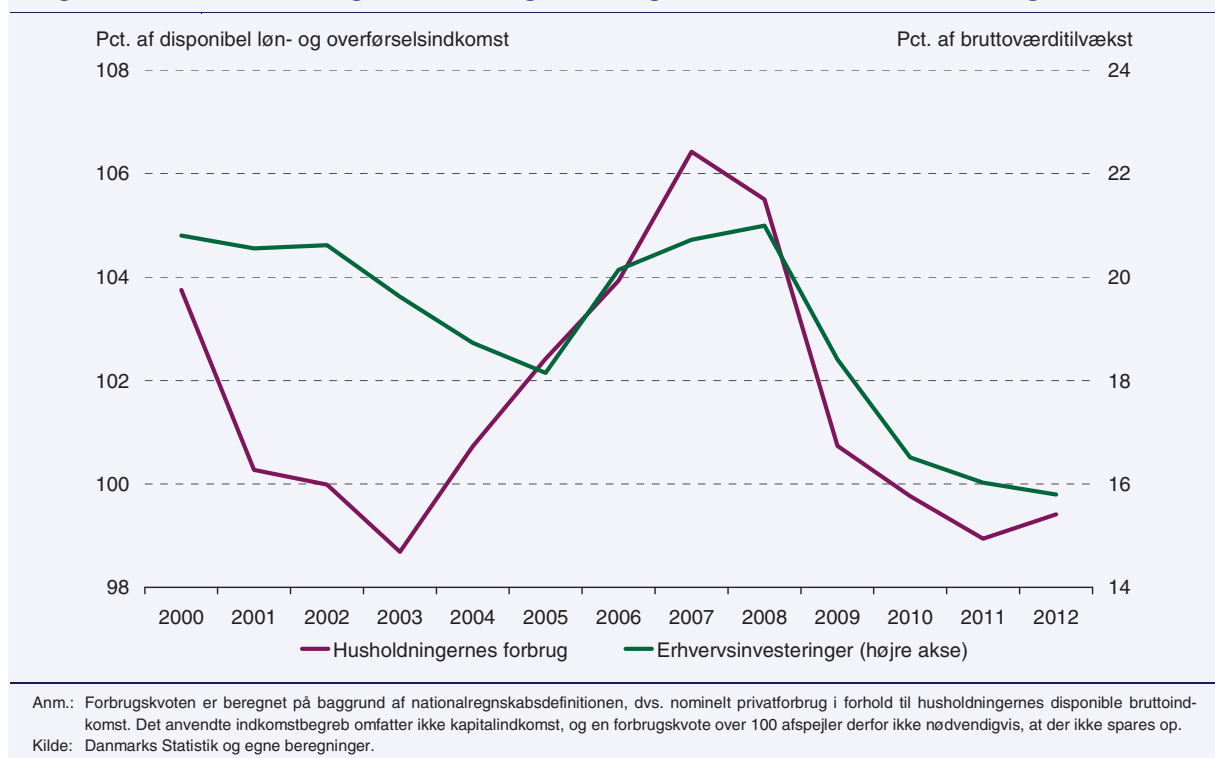
Samlet set faldt den danske lønkonkurrenceevne fra 2000-08 med 25 pct. målt ved de relative enhedslønomkostninger. Tab af lønkonkurrenceevne slår over tid igen på udviklingen i eksportmarkedsandele, og det kan konstateres, at Danmark i perioden 2003-10 generelt tabte markedsandele, jf. figur 5.6. Danmarks tab af markedsandele falder imidlertid også sammen med strukturbetingede tab af markedsandele, der følger af, at nye vækstøkonomier i stigende grad deltager i konkurrencen på danske eksportmarkeder.



Der hersker ikke tvivl om, at lønkonkurrenceevnen blev forringet i årene inden krisen og stadig er forholdsvis dårlig på trods af de senere års delvise genopretning. Der indgår dog også andre parametre i den samlede konkurrenceevne. DØR (2013) analyserer danske virksomheders samlede konkurrenceevne og konkluderer (side 111) *"Samlet set giver analyserne i dette afsnit ikke belæg for at konkludere, at danske virksomheder i disse år generelt har en dårlig konkurrenceevne. Dertil er signalerne for blandede. Om noget tyder analyserne på en neutral til god konkurrenceevne."*

5.3 Forbrug, investering og opsparing

Perioden fra 2004 og frem til finanskrisen var præget af kraftig fremgang i det private forbrug. Forbrugsfremgangen afspejlede ikke kun, at der kom flere ind på arbejdsmarkedet med deraf følgende indkomstfremgang, men også, at husholdningerne valgte at anvende en stigende andel af deres disponible indkomst på forbrug, jf. figur 5.7. Derved skete der en markant stigning i forbrugskvoten, hvilket ofte ses i forbindelse med konjunkturvendinger og i perioder med stigende forbrugertillid. Forårspakken fra 2004, der bl.a. indebar en suspension af SP-bidraget og fremrykning af skat-tenedsættelser, var også med til at understøtte forbruget i begyndelsen af opsvinget.

Figur 5.7 Husholdningernes forbrugskvote og virksomhedernes investeringskvote

Det stigende forbrug skal også ses i lyset af, at husholdningernes formue steg markant fra 2003 frem til 2007. Formuestigningen stammede både fra en stigning i værdien af finansielle aktiver og stigende boligpriser. Udviklingen på ejerboligmarkedet er beskrevet nærmere i kapitel 6. Den øgede efterspørgsel blev også afspejlet i virksomhedernes investeringskvoter, idet investeringerne steg i forhold til bruttoværditilvæksten.

Husholdningernes stigende forbrug i forhold til indkomsten, og virksomhedernes større investeringsomfang i forhold til deres bidrag til bruttoværditilvæksten, indebar et fald i den private sektors samlede finansielle opsparring i forhold til BNP, jf. figur 5.8. Til gengæld bidrog den økonomiske fremgang til en markant forbedring af de offentlige finanser som følge af højere skatteindtægter og lavere udgifter til arbejdsløshedsdagpenge mv.

I begyndelsen af 00'erne var der både overskud på de offentlige finanser og positiv privat finansiell opsparring. Summen af opsparringsoverskuddene svarer til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. I forbindelse med opsvinget skete der en markant forbedring af den offentlige saldo, mens den private finansielle opsparring faldt. Samlet set medførte de modsatrettede effekter dog fortsat et overskud på betalingsbalancen. En voksende del af overskuddet på betalingsbalancen vedrørte renter og udbytter fra udlandet, som var steget i takt med afvikling af gæld til udlandet og øgede investeringer i udlandet. Det havde stor betydning for den positive og stigende nettoformueindkomst fra udlandet siden 2005. Udvinning af olie og gas bidrog ligeledes til en del af overskuddet. På den måde afspejlede overskuddet på betalingsbalancen ikke nødvendigvis danske virksomheders lønkonkurrenceevne, som netop var blevet forværret inden krisen, jf. figur 5.6.

Figur 5.8 Opsparingsbalancer

Kilde: Danmarks Statistik.

5.4 Forbrugertillid

Perioden op til finanskrisen var præget af udbredt optimisme og positive forventninger til både familiens og landets nuværende og fremtidige økonomiske situation. Forbrugertillidsindikatoren nåede sit historisk hidtil højeste niveau i 2005, men var generelt på et højt niveau i årene fra 2004 til ultimo 2007, jf. figur 5.9. Husholdningernes vurdering af deres økonomiske situation toppede også lige før finanskrisen.

Figur 5.9 Forbrugertillidsindikatoren

Anm.: Forbrugertillidsindikatoren fremkommer på grundlag af månedlige stikprøveundersøgelser foretaget af Danmarks Statistik, hvor et repræsentativt udsnit af personer i alderen 16-74 år spørges om bl.a. forbrugerforventningerne. Formålet med undersøgelsen er at belyse befolkningens syn på de økonomiske konjunkturer på et givent tidspunkt. En indikatorværdi (nettotal) større end nul er udtryk for stigende forbrugertillid. En værdi mindre end nul er udtryk for en faldende forbrugertillid. En værdi på nul udtrykker en uændret forbrugertillid. De røde linjer indikerer gennemsnittet for årtiet.

Kilde: Danmarks Statistik.

Set i et længere perspektiv har forbrugertilliden været forholdsvis høj i den lange periode fra starten af opsvinget i 1990'erne til krisen brød ud, omend med mindre "bump" undervejs. Det, at den internationale og den danske økonomi oplevede en lang periode med fremgang, og at økonomierne viste modstandsdygtighed over for diverse stød, har givetvis haft en selvforstærkende effekt på forbrugeroptimismen. Tendensen ses tydeligst i vurderingen af familiernes økonomiske situation, hvor der indtraf en betydelig forbedring fra omkring 1993 til og med krisen. Dette hænger formentlig sammen med det store fald i den strukturelle ledighed og de bedre konjunkturer i Danmark og internationalt.

Forbrugeroptimismen kulminerede i årene op til krisen – specielt fra 2005 til 2007, jf. tabel 5.2. I kombination med lave renter og fremgangen i realøkonomien var optimismen, og heraf større risikoappetit, medvirkende til generelt stigende aktivpriser. F.eks. steg aktiekurserne målt ved OMX C20 med godt 200 pct. fra det seneste laveste niveau i marts 2003 til toppen i oktober 2007. Fremgangen i aktivpriserne var medvirkende til at skabe en formuefremgang, som virkede stimulerende på den økonomiske aktivitet igennem højere forbrugskvoter.

Vedvarende stigende aktivpriser kan desuden være medvirkende til at fasttømre forventninger om yderligere prisstigninger. Forventninger om stigende kurser påvirker priserne positivt, hvorved det i en periode kan føre til selvopfyldende forventninger.

Tabel 5.2 Forbrugertillid						
Gennemsnitlig netttotal, pct.	75-79	80-89	90-99	00-04	05-07	08-12
Forbrugertillidsindikatoren	-2	-8	1	2	9	-3
Familiens økonomiske situation i år sammenlignet med for et år siden	2	-5	6	7	13	0
Familiens økonomiske situation om et år, sammenlignet med i dag	6	0	11	14	16	11
Danmarks økonomiske situation i dag, sammenlignet med for et år siden	-36	-22	0	-2	19	-20
Danmarks økonomiske situation om et år, sammenlignet med i dag	-16	-14	-4	-2	5	4
Anm: Det gennemsnitlige netttotal udtrykker en (gennemsnitlig) stigende, uændret (gennemsnitlig netttotal=0) eller faldende forbrugertillid over en given periode. Kilde: Danmarks Statistik.						

5.5 De offentlige finanser op til krisen

Den faktiske finanspolitik bidrog til at øge kapacitetspresset i økonomien i årene inden krisen. Der var to primære årsager. For det første blev stigningen i de offentlige udgifter højere end planlagt. For det andet blev kapacitetspresset på økonomien undervurderet. Selvom der er overskud på de offentlige finanser, kan der være behov for at stramme finanspolitikken, hvis andre dele af økonomien indikerer kapacitetspres.² I perioden op til krisen var der overskud på de offentlige finanser, men der var

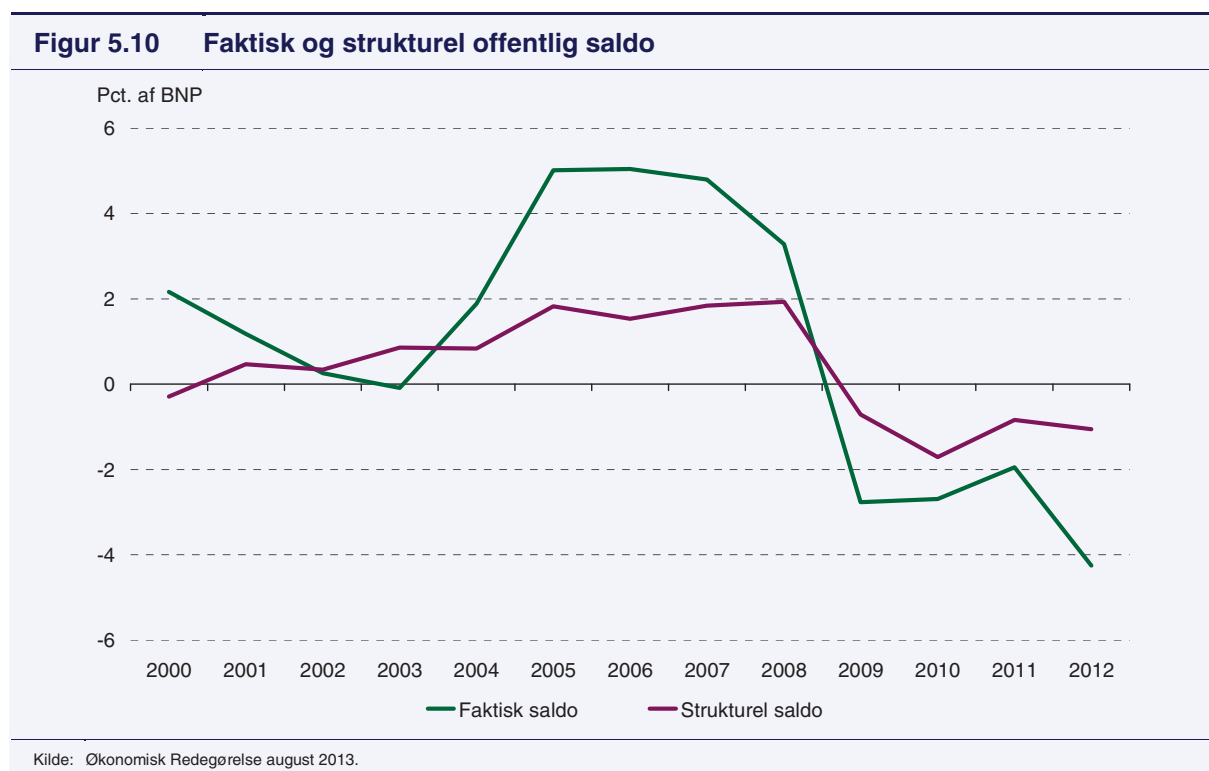
² EU har efter krisen vedtaget regler for overvågning af makroøkonomiske ubalancer, som inkluderer flere indikatorer end den offentlige balance i vurderingen af den økonomiske situation.

omvendt også mange indikationer på, at økonomien var under pres. Det gjaldt ikke mindst arbejdsmarkedet, men også boligpriserne, importen og udlånene i den finansielle sektor indikerede kapacitetspres.

5.5.1 Offentlig saldo og gæld

Målt med en international målestok var de offentlige finanser i Danmark relativt gode i årene op til finanskrisen. Der var overskud på såvel den faktiske offentlige saldo som den såkaldte strukturelle saldo, hvor der er taget højde for konjunkturernes og andre midlertidige forholds påvirkning af de offentlige finanser. Den offentlige gæld blev i perioden nedbragt markant.

Særligt i perioden 2005-08 var der store overskud på både den faktiske og strukturelle saldo, jf. figur 5.10. De faktiske overskud udgjorde ca. 3,5-5 pct. af BNP om året i den periode, mens den strukturelle saldo udviste stabile overskud på 2-2,5 pct. af BNP. Det bidrog til, at den offentlige nettogæld blev vendt til et tilgodehavende i 2007. ØMU-gælden – som er baseret på en bruttoopgørelse af den offentlige gæld – faldt også frem til slutningen af 2007.



Den økonomiske politik blev i størstedelen af 00'erne som udgangspunkt tilrettelagt med afsæt i de mellemfristede økonomiske planer. I perioden før finanskrisen byggede finanspolitikken på den såkaldte 2010-plan, der blev lanceret i januar 2001, og efterfølgende på den såkaldte 2015-plan, som blev fremlagt i august 2007.

Frem til finanskrisen var nedbringelsen af den offentlige gæld på forkant med sigtepunktet i 2010-planen, som var en halvering af ØMU-gældens andel af BNP fra 2000 til 2010. Samtidig lå de beregnede strukturelle overskud generelt i den gode ende af det opstillede målinterval på 0,5-1,5 pct. af BNP frem mod 2010.

5.5.2 Aktivitetsvirkning af finanspolitikken

Konjunktursituationen op til finanskrisen var som nævnt kendetegnet ved et højt kapacitetspres og mangel på arbejdskraft. I en sådan situation med tegn på overophedning af økonomien er den stabiliseringspolitiske udfordring at imødegå inflationspresset og presset på konkurrenceevnen. Pengepolitikken i Danmark kan under fastkurspolitikken ikke anvendes til at imødegå kapacitetspres, og denne udfordring hviler derfor i høj grad på finanspolitikken.

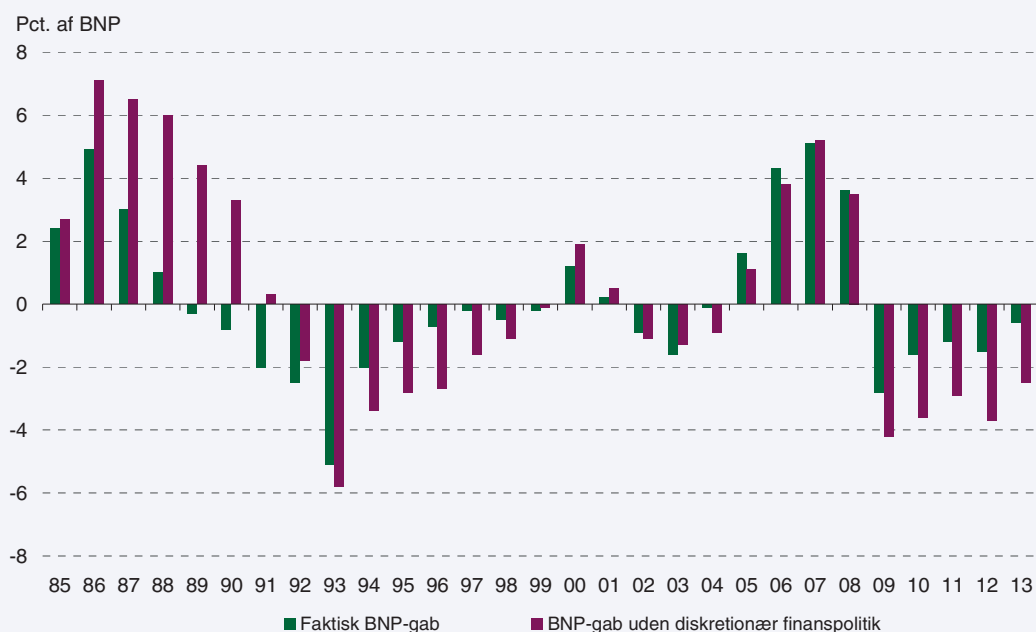
Finanspolitikkenes umiddelbare virkning på den økonomiske aktivitet kan måles ved den såkaldte etårige finanseffekt. En positiv finanseffekt indikerer, at finanspolitikken medvirker til at øge den økonomiske aktivitet, mens en negativ finanseffekt angiver, at finanspolitikken medvirker til en afdæmpning af økonomien.

Finanspolitikken har overvejende været modcyklisk i perioden siden 1993 målt ved sammenhængen mellem den etårige finanseffekt og henholdsvis outputgab og ledighedsgabet, jf. tabel 5.3.

Tabel 5.3 Korrelation mellem outputgab, ledighedsgab og finanseffekt		
	Outputgab og realiserede finanseffekter	Ledighedsgab og realiserede finanseffekter
1993-2000	-0,49	0,30
2001-2008	0,11	0,26
2001-2011	-0,12	-0,07
1993-2011	-0,24	0,07
Anm.: En negativ (positiv) korrelation mellem finanseffekt og outputgab (ledighedsgab) er udtryk for, at finanseffekten har været relativ lav eller negativ i år, hvor kapacitetsudnyttelsen var høj, og relativ høj eller positiv, når kapacitetsudnyttelsen var lav.		
Kilde: Økonomisk Redegørelse august 2013 og december 2009 og egne beregninger.		

En modcyklisk finanseffekt vil sige, at finanseffekten er lav eller negativ i år, hvor kapacitetsudnyttelsen er høj, mens finanseffekten er relativt høj eller positiv, når kapacitetsudnyttelsen er lav. Det gælder ikke i perioden 2001-08, hvilket især skyldes finanspolitikken i 2005 og 2006. Her var finanspolitikken svagt konjunkturmedløbende målt ved sammenhængen mellem finanseffekten og outputgab.

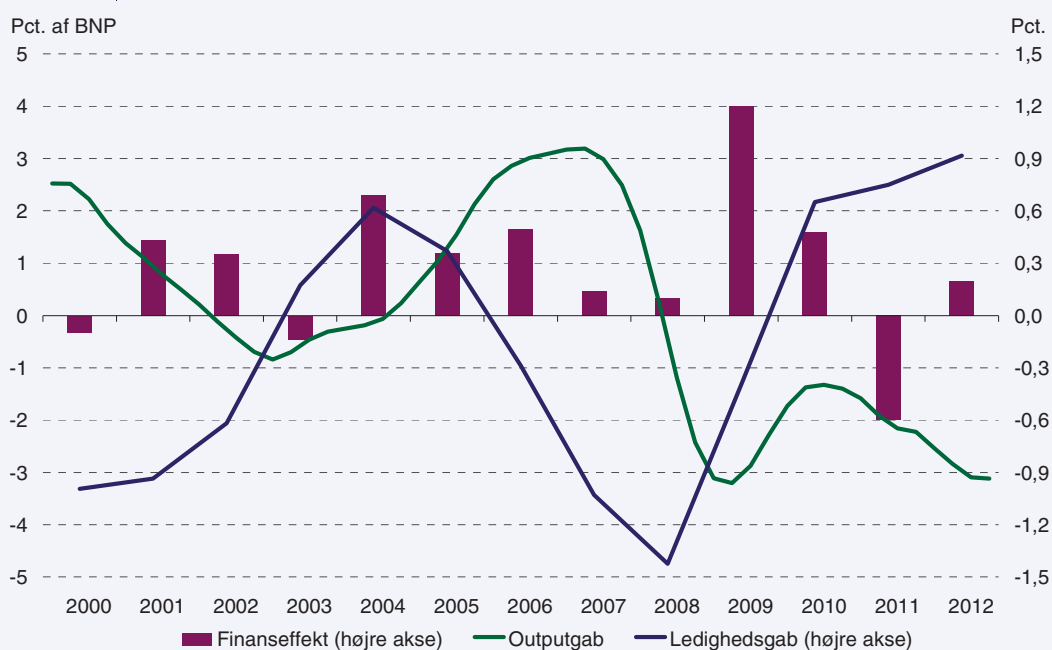
Sammenholdes det faktiske BNP-gab med den forventede økonomiske aktivitet, hvis der ikke havde været ført aktiv finanspolitik, så fremstår finanspolitikken i væsentlige dele af 00'erne konjunkturmedløbende. Under højkonjunktoren var det faktiske BNP-gab – til forskel fra tidligere – længere fra at være balanceret end det ville have været uden en aktiv finanspolitik, jf. figur 5.11.

Figur 5.11 Faktisk og politikkorrigeret BNP-gab

Anm. Output gap beregnet af Danmarks Nationalbank.
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

Målt ved sammenhængen mellem finanseffekten og ledighedsgabet var finanspolitikken dog modcyklisk i denne periode, jf. tabel 5.3. Det hænger sammen med, at ændringer i ledigheden typisk er forsinket i forhold til ændringer i væksten, og at ledighedsgabet derfor vender senere end outputgabet, jf. også figur 5.12.

I 2005, der betragtes som et konjunkturmæssigt normalår med et outputgab tæt på nul, var finanspolitikken ekspansiv, idet den etårige finanseffekt er opgjort til 0,4 pct. af BNP, jf. figur 5.12.

Figur 5.12 Outputgab, ledighedsgab og etårige finanseffekter

Kilde: Økonomisk Redegørelse august 2013.

I 2006, hvor outputgabet var mærkbart positivt, var finanspolitikken ligeledes lempelig, da den etårige finanseffekt er opgjort til 0,5 pct. af BNP. I 2007 og 2008, hvor presset på arbejdsmarkedet var stort, var finanspolitikken omtrent neutral målt ved den etårige finanseffekt. Den førte finanspolitik bidrog i 2007 og 2008 dermed ikke til at øge kapacitetspresset i økonomien, som den gjorde det i 2005 og 2006, men bidrog omvendt heller til at reduceret presset. De offentlige investeringer blev reduceret i 2007 og 2008 i forhold til det høje niveau i 2006, og realvæksten i det offentlige forbrug kom mere på linje med det planlagte. Samtidig var den offentlige beskæftigelse svagt faldende fra 2006 til 2008, jf. figur 5.1.

5.5.3 Planlagt og realiseret finanspolitik

Opgørelsen af finanseffekter revideres løbende, idet der altid vil være en vis usikkerhed om den aktuelle og fremtidige konjunktursituation, og de aktuelle skøn adskiller sig fra de skøn, der lå til grund for den planlagte finanspolitik på daværende tidspunkt. Den finanspolitik, som indgik i finanslovsforslaget og finansloven, var planlagt til at have neutral eller svagt negativ finanseffekt i årene 2005-07 og moderat positiv finanseffekt i 2008, jf. tabel 5.4. Ved fremlæggelsen af forslag til finanslov 2006 i august 2005 blev finanseffekten f.eks. skønnet til -0,1 pct. i 2006 og outputgabet til 0,9 pct. De aktuelle skøn viser en finanseffekt på 0,5 pct. i 2006 og et outputgab på 2,5 pct., jf. tabel 5.4 og 5.5.

Hvis realvæksten i det offentlige forbrug havde været som planlagt i 2006 (dvs. 0,5 pct.), ville finanseffekten – alt andet lige – have været omtrent neutral. En stor del af den realiserede finanseffekt i 2006 kan således tilskrives en højere end planlagt vækst i det offentlige forbrug og kan dermed siges at være et resultat af budgetoverskridelser. Med den planlagte vækst i det offentlige forbrug, ville BNP-væksten i 2006 – alt andet lige – have været reduceret fra knap 3,5 pct. til ca. 3 pct.

Skønnet for outputgabet blev dog øget fra 0,4 pct. i 2005 til 1,6 pct. i 2007 uden, at den planlagte finanspolitik på daværende tidspunkt blev strammet i tilstrækkelig grad. Det vil sige, at selvom der var forventet et øget pres på økonomien i perioden 2005-07, blev finanspolitikken ikke planlagt tilstrækkelig konjunkturmodløbende. De aktuelle skøn viser desuden, at presset på økonomien blev undervurderet i prognoserne, hvorved finanspolitikken burde have været strammet yderligere.

I 2008 blev finanspolitikken derimod planlagt til at være mere lempelig, end den nuværende opgørelse viser.

Tabel 5.4 Skøn for etårige finanseffekter				
Pct. af BNP	2005	2006	2007	2008
Finanslovsforslaget (ØR august året før)	0,0	-0,1	-0,1	0,3
Finansloven (ØR december året før)	0,0	-0,1	0,0	0,2
Nuværende opgørelse	0,4	0,5	0,1	0,1

Anm.: Skøn for de etårige finanseffekter i august- og decemberredegørelser i året forinden det pågældende år, dvs. på det tidspunkt hvor finanspolitikken for det kommende år blev fastlagt i hhv. finanslovsforslaget og finansloven. Den nuværende opgørelse er baseret på Økonomisk Redegørelse august 2013. Multiplikatorer er genberegnet og nulpunkter justerede, hvorfor tallene ikke er fuldstændigt sammenlignelige. Se Økonomisk Redegørelse december 2011 for en uddybning.

Kilde: Økonomisk Redegørelse august og december for 2004-07, februar 2008 samt august 2013.

Finanspolitikken tilrettelægges blandt andet efter kapacitetspresset i økonomien. Opgørelsen af outputgabet på det tidspunkt, hvor finanspolitikken blev planlagt, viste et noget mindre kapacitetspres i 2005-07, end det er tilfældet med den nuværende opgørelse, jf. tabel 5.5. Det høje realiserede kapacitetspres hænger sammen med den mere ekspansive realiserede finanspolitik, men økonomien voksede også hurtigere end forventet, da den finanspolitiske linje blev fastlagt. Det gælder særligt i 2006 og 2007. Da finansloven for 2008 blev vedtaget, blev kapacitetspresset dog vurderet til at være betydelig højere, end den nuværende opgørelse af outputgabet indikerer.

Tabel 5.5 Skøn for outputgab

Pct. af bruttoværditilvæksten	2005	2006	2007	2008
Finanslovsforslaget (ØR august året før)	0,4	0,9	1,6	1,7
Finansloven (ØR december året før)	0,5	1,1	1,8	2,6
Nuværende opgørelse	0,8	2,5	3,0	0,9

Anm.: Skøn for outputgab i august- og decemberredegørelser i året forinden det pågældende år, dvs. på det tidspunkt hvor finanspolitikken for det kommende år blev fastlagt i hhv. finanslovsforslaget og finansloven. Nuværende opgørelse er baseret på Økonomisk Redegørelse august 2013.
Kilde: Økonomisk Redegørelse august og december 2004-07, februar 2008 og august 2013.

Når finanspolitikken i særlig grad blev mere ekspansiv end tilsigtet ved vedtagelsen af finansloven for 2005 og 2006, hænger det sammen med, at det offentlige forbrug i de år voksede betydeligt mere end planlagt, jf. figur 5.13. Budgetoverskridelsen i 2006 skal ses i lyset af kommunesammenlægningen, som medførte øgede investeringer mv. Denne engangsudgift burde der dog have været kompenseret for gennem tilbageholdelse på andre dele af det offentlige budget, så finanspolitikken ikke havde været konjunkturmedløbende. Den realiserede vækst i det offentlige forbrug var generelt højere end planlagt i 00'erne. I perioden 2002-10 var det planen, at det offentlige reale forbrug kunne stige med 0,9 pct. om året i gennemsnit, mens den faktiske realvækst i gennemsnit blev på 1,6 pct.

Figur 5.13 Planlagt og realiseret realvækst i det offentlige forbrug, 2002-10



Anm.: Planlagt realvækst er opgjort som i 2010- og 2015-planerne, herunder med ændringer som følge af skatteaftalen i 2003 (vedrørende 2004-20) og Velfærdsaftalen i 2006.

Kilde: Reformpakken 2020 – Kontant sikring af Danmarks velfærd.

Overskridelserne af de offentlige budgetter – især i kommuner og regioner – i årene op til krisen betød, at finanspolitikken i disse år blev mere lempelig end planlagt og for lempelig i forhold til konjunktursituationen.

Samlet set kan det konkluderes, at den førte finanspolitik bidrog til at øge kapacitetspresset i økonomien.³ Det skyldes en kombination af to forhold. For det første blev den planlagte finanspolitik ikke strammet op i 2006-07 på trods af en forventning om stigende kapacitetspres i økonomien. For det andet blev den realiserede finanspolitik mere ekspansiv end planlagt, da de offentlige budgetter blev overskredet, især i 2006, hvorved finanspolitikken blev mere ekspansiv end oprindeligt planlagt.

5.6 Udviklingen efter krisen

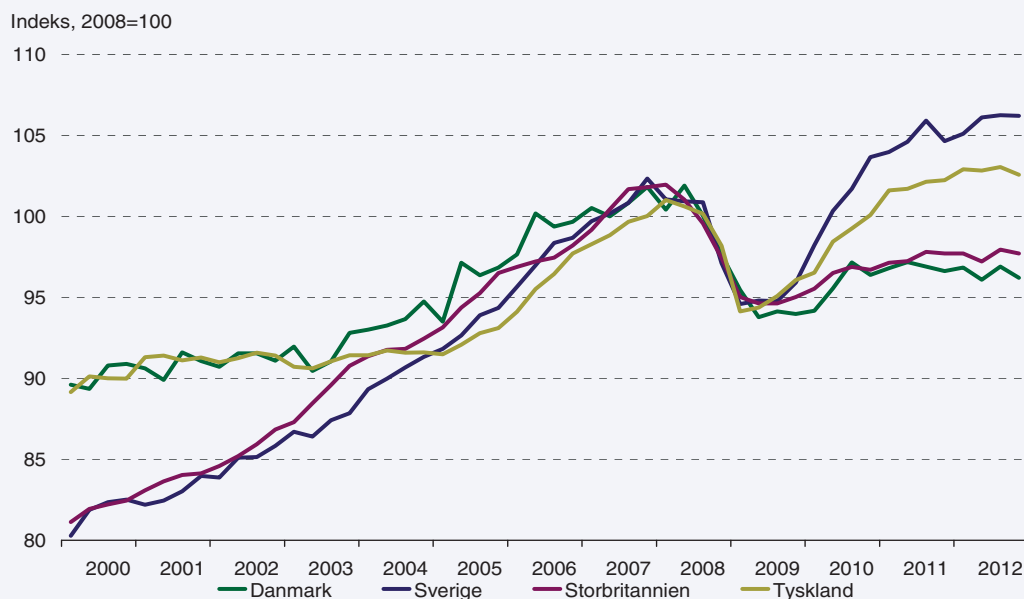
Udviklingen vendte på flere områder allerede før finanskrisen. Eksempelvis var boligmarkedet allerede vendt inden krisen. Der var inden krisen en udbredt forventning om, at dansk økonomi var på vej ind i en blød landing. Det viste sig at blive en meget hård landing. Finanskrisen forstærkede og forværrede derved en vending i dansk økonomi, som allerede var i gang.

Da krisen for alvor fik betydning for Danmark, blev opbremsningen i dansk økonomi forholdsvis hurtig og kraftig, bl.a. fordi kapacitetsudnyttelsen stadig var på et meget højt niveau.

Udviklingen i forhold til før krisen blev vendt på hovedet. Optimisme blev afløst af pessimisme og i nogle henseender udpræget usikkerhed. Forbrugerene og virksomhederne blev mere tilbageholdende med at forbruge og investere. Beskæftigelsen faldt, og ledigheden steg. De offentlige finanser blev forværret, men som følge af stigende privat opsparing var der fortsat overskud på betalingsbalancen.

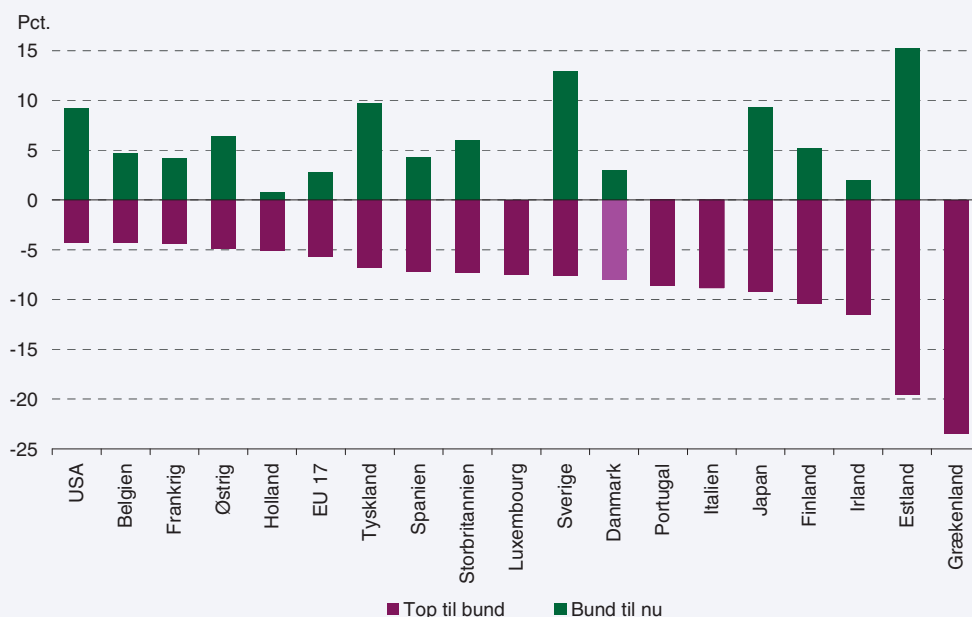
I Danmark faldt BNP under finanskrisen med knap 7 pct. fra årsskiftet 2007/08 og frem til 2009, jf. figur 5.14.

³ Samme konklusion genfindes i Kraka (2012) og Sørensen (2013). Eksempelvis konkluderer Kraka (2012), at "Den lempelige finanspolitik i de gode år (red.: inden krisen) har bidraget til ophedningen af økonomien i 2007/08, og har svækket finanserne."

Figur 5.14 Udviklingen i BNP

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

BNP faldt forholdsvis meget i Danmark i forhold til andre lande, jf. figur 5.15. Det skal ses i lyset af en meget høj kapacitetsudnyttelse og et relativt stort outputgab, da krisen eskalerede i andet halvår 2008. De fleste lande genvandt noget af tabet, men BNP lå i 2012 – ligesom i Danmark – fortsat under niveauet før krisen. Det økonomiske opsving i Danmark efter krisen har dog været forholdsvis svagt i forhold til lande, som Danmark ofte sammenlignes med. I forhold til Danmark har genopretningen været langsommere i f.eks. Grækenland, Portugal, Spanien og Irland, men hurtigere i f.eks. Sverige, Finland, Tyskland og USA. Den langsomme genopretning efter krisen kan ses som udtryk for krisens dybde. Forventeligt når dansk BNP først op på dets 2007-niveau tidligst i 2015.

Figur 5.15 Fald i BNP under finanskrisen og stigning fra bund til nu

Anm.: Faldet i BNP i Danmark er målt fra 2. kv. 2008 til 2. kv. 2009. For øvrige lande ligger de to tidspunkter henholdsvis i intervallerne 3. kv. 2007-4. kv. 2008 og 1. kv. 2009-4. kv. 2009. Den efterfølgende stigning i BNP er opgjort fra lavpunktet og frem til 3. kv. 2012.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den meget svage vækst i dansk økonomi siden 2010 skyldes især fald i den indenlandske efterspørgsel, som omfatter privat forbrug, offentligt forbrug og investeringer.

Den store tilbageholdenhed i forbrug og investeringer skal både ses i lyset af behovet for tilpasning efter gældsopbygningen i perioden op til krisen, formuetabet i husholdningerne og i finansielle institutioner samt den generelt øgede usikkerhed, der fulgte i kølvandet på finanskrisen. Usikkerheden udsprang bl.a. af den europæiske statsgældskrise og har medvirket til strammere kreditvilkår og begrænsede udlån til husholdninger og virksomheder. En del af den svage udvikling i den indenlandske efterspørgsel er således en naturlig korrektion for den kraftige indenlandske efterspørgsel i årene før finanskrisen. Dertil kommer, at den svækkede lønkonkurrenceevne, jf. afsnit 5.1 og 5.2, har gjort det vanskeligere for danske virksomheder at omsætte fornyet fremgang i verdensøkonomien til øget afsætning.

Når Danmark har haft særligt svært ved at komme fri af krisen, kan en medvirkende årsag være – udover overophedningen af økonomien inden krisen – at det har været nødvendigt med en betydelig omallokering af arbejdskraften, og det tager tid. Under overophedningen op til krisen ekspanderede bygge- og anlægssektoren meget kraftigt og nåede et unormalt højt niveau, også beskæftigelsesmæssigt. En del af den arbejdskraft skal flyttes over i især eksporterhvervene. Det gør sig dog også gældende i flere andre lande, der har været hårdt ramt af krisen. Overflytningen i Danmark hæmmes imidlertid af den udhuling af lønkonkurrenceevnen, som skete under overophedningen. Hertil kommer den generelt svage konjunktur. Det er vanskeligt for en lille åben økonomi som den danske at vokse markant hurtigere end euroområdet.

For så vidt angår virksomhederne, har konsolideringen og nedgearingen været markant de senere år. Det kan skyldes et ønske om at blive mindre afhængig af pengeinstitutterne, og det kan i en periode gå ud over investeringerne.

I de danske husholdninger har der også været behov for konsolidering i lyset af en betydelig gældsopbygning i årene op til krisen.

Der er gennemført ganske mange indgribende reformer af dansk økonomi siden midten af 00'erne. De kan på den korte bane øge usikkerheden hos husholdningerne, men de styrker væksten på længere sigt. Forbrugskvoten ligger dog ikke på et specielt lavt niveau, men boligmarkedet har haft svært ved at komme ud af krisen.

Danmark havde et stort overskud på de offentlige finanser og en lav offentlig bruttogæld sammenlignet med de fleste andre lande i EU og OECD, da finanskrisen eskalerede i andet halvår 2008. Det indebar et relativt større finanspolitisk råderum for Danmark til at føre en ekspansiv finanspolitik i de første par år efter krisen begyndte. Danmark var således et af de lande, der gennemførte de største finanspolitiske lempelser i 2009 og 2010 for at understøtte efterspørgslen og beskæftigelsen.

Finanspolitikken blev lempet med ca. 1,1 pct. af BNP i 2009 og 0,5 pct. af BNP i 2010 målt ved de etårige finanseffekter. Den samlede finanspolitik i 2009-10 (inkl. SP-udbetalinger) skønnes at have øget BNP med ca. 2,2 pct. i 2010.

Finanspolitikken sigtede mod at fastholde en holdbar finanspolitik og derved opretholde tilliden til den økonomiske politik. Derved blev risikoen for øgede renteudgifter på

statsgælden, i forhold til andre lande, reduceret. Under finanskrisen og den efterfølgende realøkonomiske krise og statsgældskrise i en række europæiske lande har rentespændet mellem danske og tyske statsobligationer været lavt sammenlignet med andre landes spænd til tyske statsobligationer. Forklaringen er bl.a. generel international tillid til dansk økonomisk politik, herunder finanspolitikken, og at udgangspunktet for de offentlige finanser var bedre i Danmark sammenlignet med andre EU-lande.

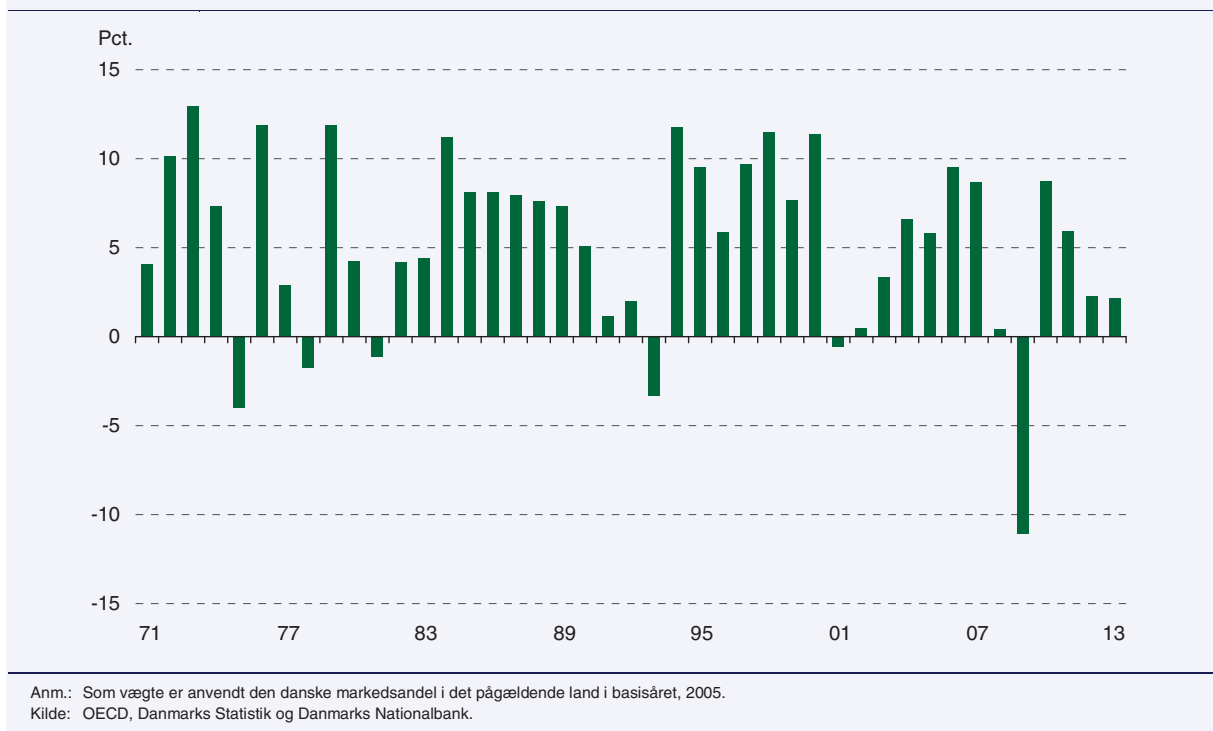
Den internationale økonomiske krise og den ekstraordinært lempelige finanspolitik medførte, at de offentlige finanser blev kraftigt svækket i 2009 og 2010, jf. figur 5.10. De store offentlige overskud i årene 2005-08 blev vendt til mærkbare underskud, og den offentlige gæld steg. Samtidig indebar de finanspolitiske lempelser en kraftig svækkelse af den strukturelle saldo.

Finanspolitikken blev strammet med genopretningsaftalen fra maj 2010. Med genopretningsaftalen blev der truffet beslutning om konsolideringstiltag i årene 2011-13 med henblik på at efterleve EU-henstillingen under stabilitets- og vækstpakten, der indebar, at Danmark skulle forbedre struktursaldoen med 1,5 pct. af BNP fra 2010-13 og bringe det faktiske underskud under 3 pct. af BNP senest i 2013. I maj 2011 blev der desuden indgået aftale om en tilbagetrækningsreform, som blev vedtaget i Folketinget i december samme år. Tilbagetrækningsreformen styrker de offentlige finanser og arbejdsudbuddet frem mod 2020, men også på længere sigt. I juni 2012 vedtog Folketinget en budgetlov, som styrker udgiftsstyringen med indførelse af flerårige udgiftslofter for stat, kommuner og regioner. Den vedtagne budgetlov indebærer desuden styrkede sanktioner, såsom mulighed for, at regeringen kan reducere kommunernes bloktilskud og foretage modregning, hvis budgetter og regnskaber ikke ligger inden for de fastlagte rammer.

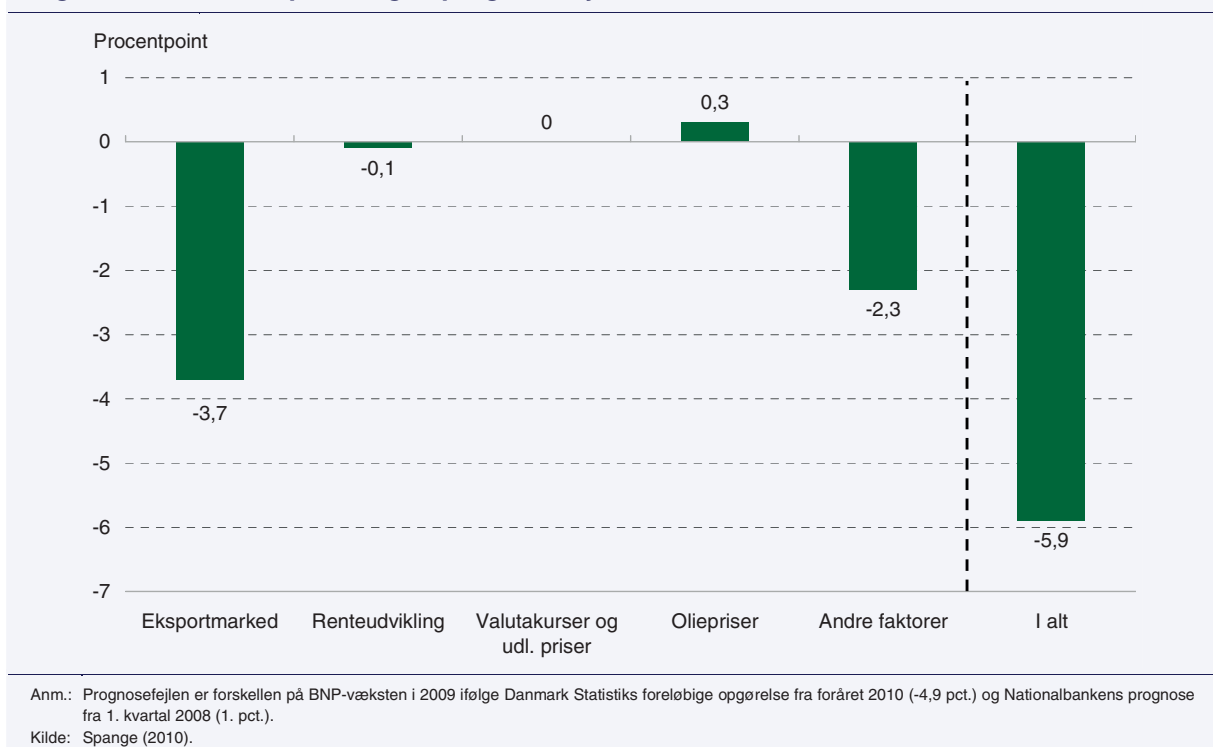
5.7 Hvor meget af den realøkonomiske krise kom til os udefra?

Dansk økonomi var i 2007 karakteriseret ved et positivt outputgab på ca. 3 pct. af BNP, til dels som følge af den uhensigtsmæssig konjunkturmedløbende finanspolitik i årene inden krisen, men også af andre årsager, og en væsentlig del af det efterfølgende fald i BNP var således udtryk for en normalisering af konjunktursituationen. Der var allerede indtruffet en opbremsning i dansk økonomi, da finanskrisen eskalerede i anden halvdel af 2008 og ind i 2009. Den seneste finansielle og realøkonomiske krise er langt fra første gang, at økonomien er blevet ramt af en pludselig vending trukket af begivenheder på de finansielle markeder eller et tilbageslag i udlandet. Vendinger, som den der indtraf i efteråret 2008, forudses ikke ved hjælp af de sædvanlige makromodeller, der anvendes til økonomiske fremskrivninger. Dels er den finansielle sektor kun rudimentært beskrevet i sådanne modeller, dels betragtes i standard makromodeller en del forhold som udefra kommende, dvs. de modelleres ikke i selve modellen. Af netop disse årsager kan modellerne dog samtidig anvendes til at give et bud på, hvilke forudsætninger der førte til fejlskøn i de variable, som forklares i modellen, f.eks. BNP-væksten.

Det forhold, der i særlig grad afveg fra det skønnede op til den seneste krise, var udviklingen i verdenshandlen, og som følge heraf antagelsen om vækst på de danske eksportmarkeder. Den finansielle krise medførte et fald i den internationale samhandel, som ikke var set større siden 2. verdenskrig, jf. figur 5.16.

Figur 5.16 Vækst på de danske eksportmarkeder

Ifølge Spange (2010) kan ca. to tredjedele af fejlskønnet på BNP-væksten forud for den finansielle krise forklares med en undervurdering af faldet i eksporten, jf. figur 5.17. Andre modeller kan give andre estimater, men fejlvurderingen af eksportudviklingen og den deraf følgende fejlvurdering af BNP er formentlig fælles for alle modeller. Implikationen heraf er, at det mere var udenlandske forhold end danske forhold, der fik BNP til at falde langt kraftigere end forventet, umiddelbart efter krisen indtraf.

Figur 5.17 Dekomponering af prognosefejlen

Den uforklarede tredjedel af faldet i BNP efter krisen kan tilskrives indenlandske forhold, bl.a. at krisen samtidig førte til et kraftigt fald i husholdningers og virksomheders forventninger til den økonomiske udvikling. Sådanne forventningseffekter er svære at modellere og kan have reduceret efterspørgslen mere end under et normalt konjunkturtilbageslag.

Ud over den kortsigtede negative effekt på produktionen har den finansielle krise, der udviklede sig til en realøkonomisk krise, haft væsentlige langsigtede negative effekter på produktion, forbrug, investeringer og beskæftigelse.

6. Ejendomsmarkedet i Danmark

Kapitlet giver et overblik over udviklingen på det danske ejendomsmarked før og efter udbruddet af krisen. Boligmarkedet er centralt i beskrivelsen af konjunkturudviklingen og har haft afgørende betydning for den seneste højkonjunktur og efterfølgende recession. Boligpriserne påvirker det private forbrug og investeringerne, men sammenhængen går også den anden vej. Boligpriserne, og forventningerne til de fremtidige boligpriser, er således påvirket af den aktuelle konjunkturudvikling. Konsekvensen er, at boligmarkedet ofte forstærker konjunktur-svingningerne i økonomien, bl.a. fordi stigende boligpriser medfører øget byggeaktivitet og omvendt. Stigende priser på ejerboliger kan også tilskynde til stigende aktivitet på erhvervsejendomsmarkedet for ejendomme med boliglejeformål. Op til finanskrisen kunne der konstateres en forholdsvis kraftig prisudvikling på erhvervsejendomme, jf. afsnit 6.2. Priserne på landbrugsejendomme har desuden gennemgået et lignende forløb, jf. afsnit 6.3.

Udover at påvirke konjunkturernes kan udsving i boligpriserne indebære tab i kreditinstitutterne. F.eks. kan et fald i boligpriserne indebære, at en del boligejere bliver teknisk insolvente (belåningsgrad over 100 pct. af boligens værdi). Hvis ledigheden stiger samtidigt med boligprisfaldet, og nogle boligejere derfor får problemer med at servicere deres gæld, kan kombinationen af husholdningernes indkomstbortfald og tekniske insolvens medføre tab for kreditinstitutterne. Hvis omfanget af tab er tilstrækkeligt stort, kan udsvingene i boligpriserne på denne måde påvirke den finansielle stabilitet. Kreditinstitutternes tab på privatkunder under denne krise har dog ikke været store sammenlignet med tabene under krisen i starten af 1990'erne.

Finanskrisen blev efterfulgt af recession i de fleste vestlige økonomier med tab af arbejdspladser, stigende ledighed, forværret forbruger- og investortillid mv. Det smittede af på boligmarkederne i mange lande med nedgang i byggeriet og faldende boligpriser til følge. Herhjemme var økonomien og boligmarkedet allerede under afkøling, da finanskrisen ramte og forstærkede nedturen.

Boks 6.1 Sammenfatning

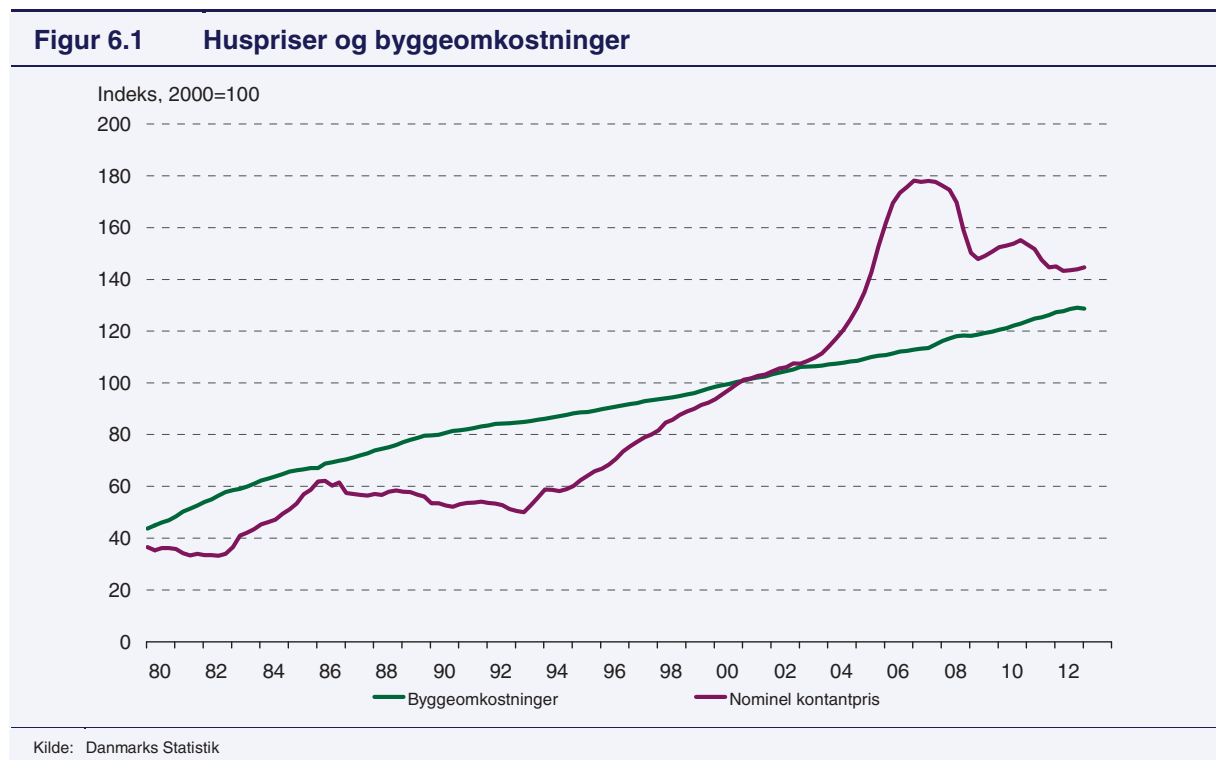
1. Det danske boligmarked var i årene inden krisen karakteriseret ved meget betydelige prisstigninger. I perioden 2000 til toppen i 2007 steg priserne på enfamiliehuse og ejerlejligheder med henholdsvis 85 pct. og godt 105 pct. Prisstigningerne var særligt markante i hovedstadsområdet.
2. Boligpriserne er generelt drevet af konjunkturerne og renten. De gode konjunkturer og de faldende renter understøttede boligpriserne inden krisen. Derudover var variabelt forrentede lån, indførelsen af afdragsfrie realkreditlån i efteråret 2003 og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten medvirkende årsager til prisstigningerne.
3. Det valgte tidspunkt for indførelsen af afdragsfrie realkreditlån i efteråret 2003 var uheldigt, fordi der på tidspunktet for indførelsen ikke var behov for tiltag, der stimulerede boligmarkedet. Husholdningerne havde dog allerede mulighed for at optage afdragsfrie lån i pengeinstitutterne. Desuden var der generel bekymring for den økonomiske situation i starten af 00'erne, jf. kapitel 5. Der er i dag udbredt enighed om, at indførelsen af afdragsfrie realkreditlån medvirkede til de voldsomme prisstigninger på boligmarkedet i perioden 2004-07.
4. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten fra 2002 bidrog til prisstigningerne i perioden 2004-07 og det efterfølgende fald. Fastfrysningen er, ud fra en stabiliseringsmæssig betragtning, uhensigtsmæssig, da den reducerer den forholdsmæssige beskatning i perioder med boligprisstigninger og øger den forholdsmæssige beskatning ved boligprisfald. Dermed øger fastfrysningen af ejendomsværdiskatten generelt boligprisudsving i stedet for at dæmpe udsvingene.
5. Der var i 2006-07 stor diskussion om, hvorvidt der var en boligboble på enfamiliehuse og ejerlejligheder. Det overordnede billede var, at det fra myndighedernes side blev afvist, at priserne generelt var for høje, idet der dog var visse advarsler om, at der kunne være områder (især hovedstadsområdet), hvor boligpriserne kunne falde. De voldsomme generelle boligprisfald som efterfølgende er blevet realiseret, blev således ikke forudset af danske myndigheder og organisationer mv. Advarsler om kraftigere boligprisfald kom derimod fra visse forskeres side. Generelt har det vist sig overordentligt svært at forudsige boligprisudviklingen.
6. Efterfølgende må man konstatere, at der var en boligprisboble i 2006-07. Boligprisfaldet begyndte før finanskrisen startede, og krisen var således ikke den eneste årsag til faldet i boligpriserne. Krisens indtræden forøgede imidlertid prisfaldet væsentligt og kom også derigennem til at påvirke dansk økonomi.
7. De kraftige prisstigninger på ejerboliger før krisen var dog ikke et specielt dansk fænomen, jf. kapitel 4.
8. Som følge af ikke mindst høje boligpriser har danske husholdninger høj bruttogæld. Erfaringerne viser, at lande med høj bruttogæld rammes relativt hårdere af økonomiske tilbageslag. Det økonomiske tilbageslag i Danmark efter krisen har da også været relativt kraftigt, jf. kapitel 5. Det høje niveau af husholdningernes bruttogæld skal dog også ses i lyset af en høj formue i husholdningerne, spredningen i gælden på tværs af husholdningerne og relativt moderate bruttogælds niveauer i virksomhederne og staten.
9. Der var også en prisboble på markedet for erhvervsejendomme med boligudlejning som formål. Priserne på erhvervsejendomme med boligudlejning som formål steg således meget kraftigt op til finanskrisen. Værdien af større ejendomme med lejligheder steg med 200 pct. fra 2000 til toppen i 2007, mens bygninger til beboelse og forretning steg ca. 150 pct. i samme periode. Siden har prisfaldet på erhvervsejendomme været markant større end på ejerboliger.
10. Priserne på landbrugsejendomme og enfamiliehuse fulgte pænt ad indtil begyndelsen af 2007, hvor boligpriserne toppede, mens jordpriserne fortsatte med at stige og førte til en prisboble. En udvikling, der har ramt pengeinstitutterne senere i forløbet.

6.1 Ejerboligmarkedet

6.1.1 Boligpriser

På kort sigt er boligpriserne bestemt af efterspørgslen, da udbuddet af boliger, boligbeholdningen, kun kan ændre sig langsomt. På længere sigt kan udbuddet imidlertid øges, og boligprisen bestemmes af omkostningerne ved at bygge nyt, i hvert fald uden for centrum i de store byer, hvor der ikke er knaphed på jord. Set over de sidste 30 år har den nominelle huspris groft set fulgt byggeomkostningsindekset, der viser udviklingen i omkostningerne ved at bygge nyt, jf. figur 6.1. Husprisen bundede i 1993 efter faldet i kølvandet på midtfirsernes indgreb i form af skattereform og kartoffelkur. Siden steg prisen på et almindeligt dansk parcelhus i perioden 1993-2005 med 153 procent. Det gjorde opturen på det danske boligmarked til den længste og største nogensinde i dansk historie, så længe der er ført målinger herfor. Prisstigningerne i 2005 var de højeste for et enkelt år siden 1970, da Realkreditrådet begyndte at udarbejde data for boligpriser.

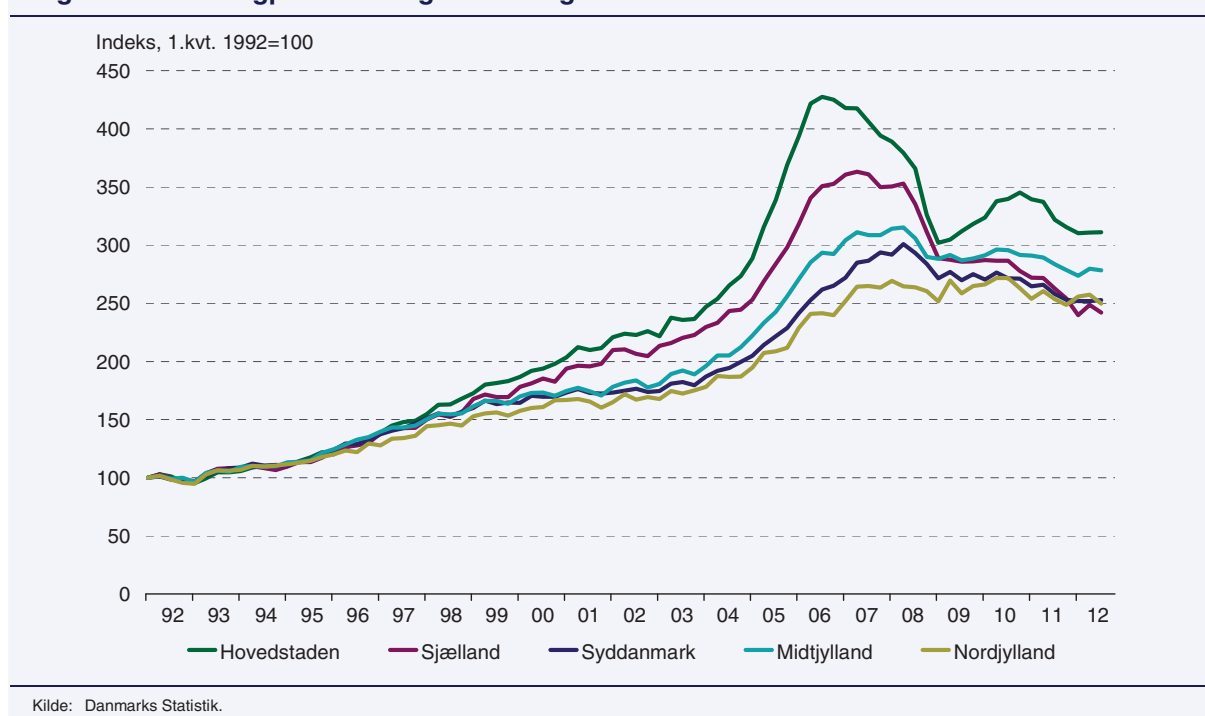
Priserne var formentlig markant undervurderede i begyndelsen af 1990'erne. En væsentlig del af den stigning, der fulgte, var således en indhentningseffekt. Efter de seneste års fald ligger indekset over huspriserne igen tæt på byggeomkostningsindekset med 2000 som basisår.



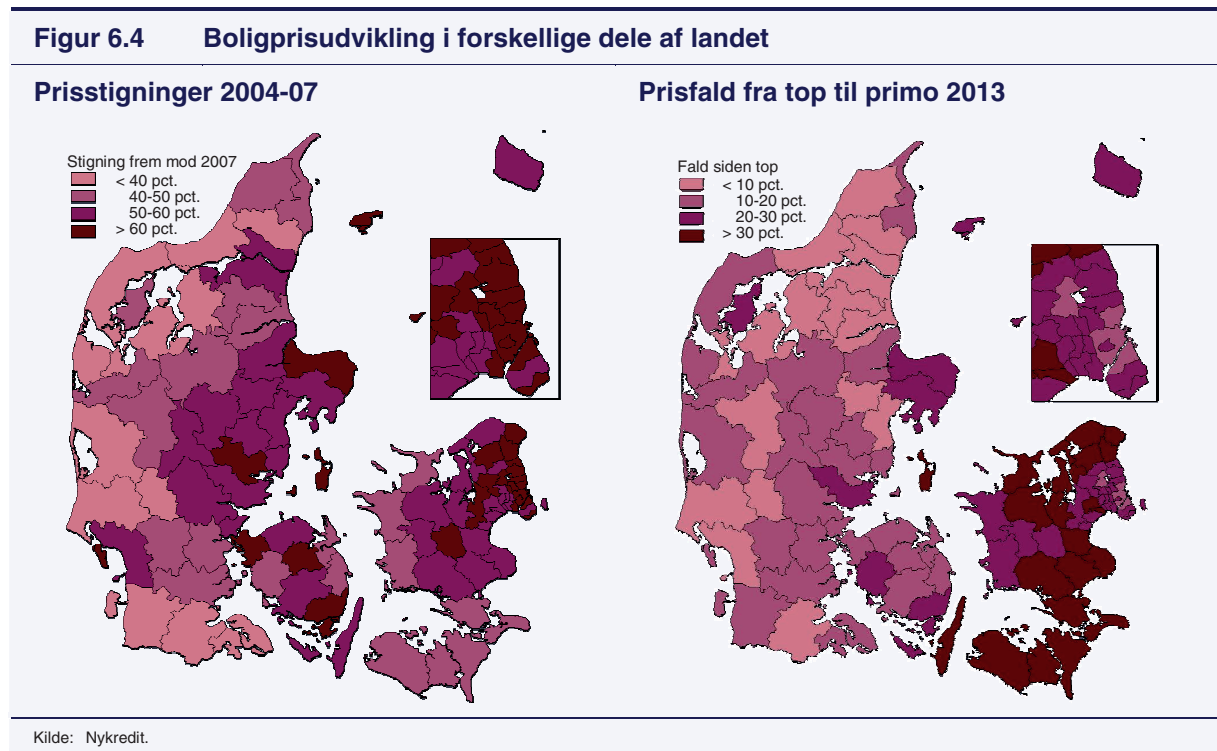
Der er en tydelig sammenhæng mellem omsætningen på boligmarkedet og boligprisstigningerne, jf. figur 6.2. Omsætningen var høj i 2004-06, men faldt i årene derefter til et meget lavt niveau.

Figur 6.2 Vækst i huspriser og antal handler

Der har været store regionale forskelle i prisudviklingen over de seneste 15 år. Stigningen i prisen på huse og ejerlejligheder omkring midten af 00'erne var særlig stærk i hovedstadsområdet, der samtidig havde de højeste kvadratmeterpriser, jf. figur 6.3. Udbuddet af jord er da også begrænset omkring hovedstaden, hvilket begrænser muligheden for at øge udbuddet af huse og ejerlejligheder, hvis efterspørgslen efter boliger stiger. Omkring 25 pct. af ejerboligmassen er placeret i hovedstadsområdet, mens andelen er noget højere, hvis der måles i værdi.

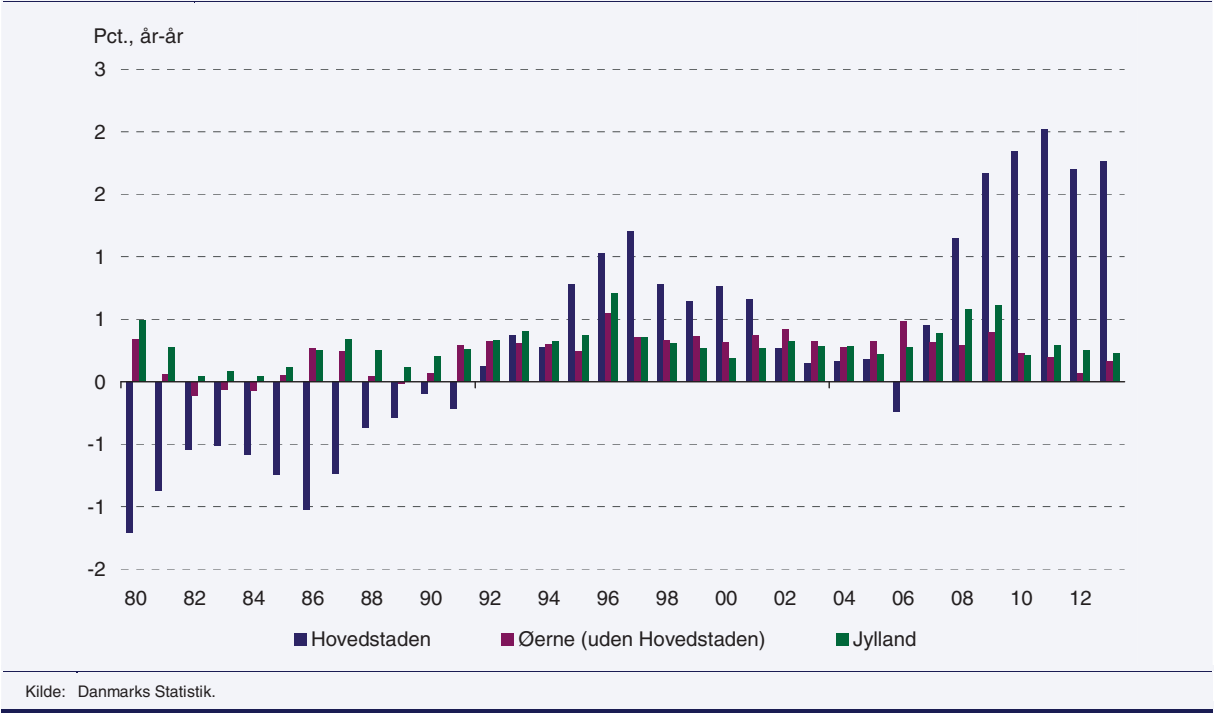
Figur 6.3 Boligprisudvikling i forskellige dele af landet

Stigningen var med undtagelse af nogle af de største byer mindre udtalt i provinsen, jf. figur 6.4. Det samme mønster kendetegner det efterfølgende prisfald, der først og fremmest fandt sted i de områder, der forudgående var steget mest.



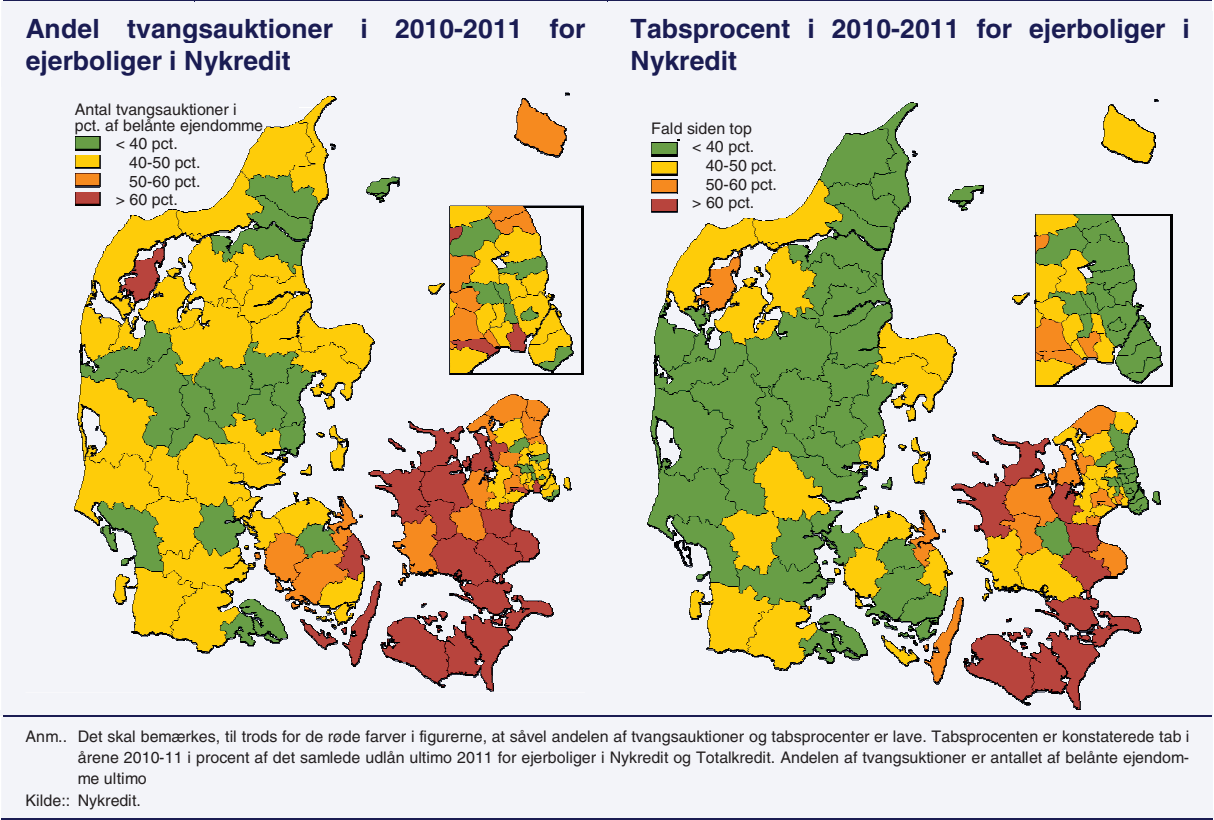
De store udsving i boligpriserne under højkonjunktoren og den efterfølgende lavkonjunktur har således i udpræget grad været et hovedstadsfænomen, mens udviklingen i resten af landet har været mere moderat især uden for de store byer. Visse dele af Sjælland med en vis afstand til hovedstadsområdet og Lolland-Falster har dog haft de største boligprisfald. En del af denne udvikling skyldes en såkaldt smitteeffekt. Smitteeffekten er opstået fordi nogle familier, i takt med at boligpriserne frem mod 2006 steg i Københavnsområdet, bedre har kunnet matche deres indtægtsforhold med huspriserne lidt ude på Sjælland frem for i umiddelbar nærhed af København. Med kraftige boligprisfald i København og omegn, er det igen blevet mere attraktivt for mange familier at efterspørge bolig i og omkring København, jf. figur 6.5.

Figur 6.5 **Befolkningsudvikling i forskellige dele af landet**



Særligt i tyndt befolkede områder har ejendomme efter krisens udbrud ofte været svært omsættelige, og de potentielle omkostninger for boligejerne samt de långivende kreditinstitutter afspejles ikke fuldt ud af det gennemsnitlige prisfald på omsatte ejendomme, men risikerer at blive større. Det er således også på Syd- og Vestsjælland, at andelen af tvangsauktioner og tabsprocenter overordnet set har været størst, jf. figur 6.6.

Figur 6.6 **Andel tvangsauktioner og tabsprocenter for forskellige dele af landet**



6.1.2 Låntyper og skattestop

De markante stigninger i boligpriserne omkring midten af 00'erne skal, udover den gunstige økonomiske udvikling, ses i lyset af ændrede rammer for boligfinansieringen med indførelsen af nye låneformer – særligt variabelt forrentede lån¹ og lån med afdragsfrihed – samt skattestoppet på ejendomsværdiskatten. Variabelt forrentede lån har været udbudt siden 1996, men det var først efter årtusindskiftet, at disse lån for alvor vandt udbredelse, jf. figur 6.7. Der er løbende sket en udvidelse af produktudbuddet, så det i dag er muligt at få variabelt forrentede lån med forskellige rentebindingsperioder, renteloft eller med variabel løbetid. Der kan være forskelle i detaljerne i låntyperne mellem de enkelte långivere, men det centrale er, at variabelt forrentede lån (herunder variabelt forrentede lån) har muliggjort, at boligejerne har kunnet drage nytte af, at den korte rente i perioder har været meget lav. Den til tider stejle rentekurve har fremmet udbredelsen af lån med variabel rente. Det er ligeledes muligt, at udbredelsen af nye låneformer blev fremmet af, at den øgede risiko ved disse låneformer ikke var prissat før krisen, jf. Grosen & Jakobsen (2009). Efter krisen er disse risici blevet afspejlet via differentierede bidragssatser, jf. kapitel 10.

Udover en stor udbredelse af variabelt forrentede lån, har indførelsen af realkreditlån med afdragsfrihed haft betydning for boligprisstigningerne. Indførelsen af afdragsfrie realkreditlån i efteråret 2003 skete blandt andet efter ønske fra realkreditlen. På Realkreditrådets årsmøde i 2002 udtrykte realkreditsektoren ønske om adgang til afdragsfrie lån med den begrundelse, at det vil give låntagerne øget fleksibilitet.

Da lovforslaget blev fremsat, havde pengeinstitutterne allerede mulighed for at tilbyde lån med afdragsfrihed og var begyndt at tilbyde prioritetslån med sikkerhed i fast ejendom til forholdsvis lave renter. Realkreditinstitutterne kunne desuden allerede yde afdragsfrie lån i andre ejendomme end ejerboliger og fritidshuse uden begrænsninger. Produktudbuddet kunne derfor forekomme unødigt begrænset netop for realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. I lovforslaget blev der derfor også lagt vægt på den øgede fleksibilitet, boligejerne ville få med afdragsfrie lån, jf. boks 6.2, men det blev også fremhævet, at adgangen til afdragsfrihed kunne medføre stigende boligpriser på kort sigt.

¹ Rentetilpasningslån er variabelt forrentet realkreditlån som finansieres ved udstedelse af fastforrentede obligationer med kortere løbetid end lånet. Variabelt forrentede lån bruges som samlebetegnelse for både rentetilpasningslån og andre lån, hvor renten ændrer sig i lånets løbetid, eksempelvis realkreditlån finansieret ved udstedelse af variabelt forrentede obligationer.

Boks 6.2 Begrundelser for indførelse af afdragsfrie realkreditlån

Realkreditrådets formand sagde i sin tale på årsmødet i 2002 bl.a.:

"Realkreditrådet er meget åben både for en drøftelse af grænsefladen mellem paraplylov og sektorlove og for en gennemgang af strukturen i sektorlovene. I forbindelse med det sidste bør man benytte lejligheden til at gennemføre en fuld liberalisering af realkreditloven, således at den regulering, der ikke er begrundet i hensynet til obligationernes sikkerhed, tages ud af loven. Det gælder især afdragsregler for ejerboliger, hvor det vil være nærliggende at give mulighed for en mere fleksibel afdragsprofil. Et eksempel på en mulig anvendelse af en sådan fleksibilitet vil være den netop vedtagne forlængede barselsorlov, hvor der ydes dagpenge. [...] En sådan mulighed vil i øvrigt også passe godt med Regeringens mål om at skabe øget valgfrihed for borgerne."

Af bemærkningerne til lovforslaget fremgik det bl.a., at:

"Nærværende lovforslag [...] åbner som noget nyt mulighed for, at realkreditinstitutter også må tilbyde ejere af ejerboliger og fritidshuse afdragsfrie lån, sådan som det allerede er muligt for erhvervslåntagere. [...] Uforudsete forhold som arbejdsløshed eller førtidig pensionering vil eksempelvis kunne medføre, at låntager på tidspunktet, hvor det afdragsfrie lån skal refinansieres, ikke vil kunne opnå et ønsket lån. Som følge heraf stiller lånetypen særlige krav til realkreditinstitutternes rådgivning til kunderne.

Der vil med ændringen være åbnet mulighed for yderligere produktudvikling på realkreditområdet, ligesom konkurrencesituationen mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter vil kunne blive skærpet til fordel for låntagerne. Indførelsen af mulighed for afdragsfrie lån vil således kunne give låntagerne større mulighed for fleksibilitet, idet låneoptagelsen i højere grad vil kunne tilpasses den enkeltes konkrete vilkår, herunder ved uddannelsesorlov eller barselsorlov eller ved pensionisters optagelse af nedsparringslån.

Afdragsfrie lån giver umiddelbart mulighed for større forbrug i den enkelte husholdning end et lån med afdrag. Til gengæld vil forbrugsmulighederne alt andet lige være mindre i fremtiden, da afdragsfrie lån mindsker friværdien i boligen. Effekten på forbruget må derfor forventes at være positiv på kort sigt, men udlignet på længere sigt.

Ændringer, der medfører lavere ydelser for nye boligejere, har erfaringsmæssigt bidraget til stigende ejendomspriser. Forslaget kan derfor medføre prisstigninger på kort sigt, men disse forventes tilsvarende udlignet på længere sigt.

Hvis de afdragsfrie lån får lige så stor succes som variabelt forrentede lån, vil det betyde et årligt fald i ydelsen på ca. 2-3 mia. kr. om året. Sammenholdt med husholdningernes samlede disponible indkomst på ca. 700 mia. kr. i 2002 er der tale om en beskeden effekt på det private forbrug."

De afdragsfrie lån blev hurtigt meget udbredt og udgør nu over halvdelen af det samlede udlån til boligejere.

Boks 6.3 Økonomiske fordele og ulemper ved afdragsfrie lån

Fordelene ved adgang til afdragsfrihed vedrører primært de enkelte låntagere, som opnår større fleksibilitet. En lavere ydelse i en periode kan bidrage til forbrugsudjævning over livscyklens eller til at begrænse konsekvenserne af sociale begivenheder – f.eks. arbejdsløshed og sygdom. Afdragsfrihed på realkreditlån kan desuden bruges til at nedbringe anden og dyrere gæld. Den stigende anvendelse af arbejdsmarkedspensioner indebærer en tvungen opsparing for mange, og adgangen til afdragsfrie lån medfører, at den enkelte ikke er tvunget til at spare op i boligen.

Ulemperne ved adgang til afdragsfrihed er primært, at den i en indfasningsperiode kan påvirke boligpriserne og gøre både låntagerne og kreditinstitutterne mere sårbare ved boligprisfald, da gælden ikke nedbringes løbende. Hvor stor engangseffekten fra udbredelse af afdragsfrie realkreditlån har været på boligpriserne er dog usikker. Fravær af afdrag medfører en lavere ydelse og kan medføre en stigning i boligpriserne. For kommende boligejere kan de højere priser medføre øget gældsætning, som reducerer den fleksibilitet, som adgang til afdragsfrihed i udgangspunktet gav. Låntagerne har desuden mulighed for at opretholde hele gælden uden at foretage tillægsbelåning, som ellers ville indebære ekstra omkostninger for låntagerne. Den nemmere adgang til at opretholde den fulde belåning vil alt andet lige betyde, at husholdningernes samlede gældsætning må forventes at stige.

Afdragsfriheden indebærer også en øget risiko for, at låntagere ved udløb af en afdragsfri periode pga. ejendomsprisfald ikke kan omlægge hele lånet til et nyt lån med afdragsfrihed, og at en del af lånet skal amortiseres over en kortere periode. Afhængig af omstændighederne kan det medføre en væsentlig stigning i ydelsen.

Fravær af afdrag kan også medføre større forholdsmæssige ændringer i ydelsen ved renteændringer og kan dermed øge udsvingene i boligpriserne. Udsving i boligpriserne påvirker konjunkturudviklingen betydeligt gennem formueeffekter og byggeaktivitet. En generelt øget gældsætning blandt låntagerne og øgede boligprisudsving kan ligeledes øge kreditinstitutternes kreditrisiko. Boligprisudsving kan desuden medføre en væsentlig økonomisk omfordeling mellem boligejere og den øvrige del af befolkningen. Det gælder særligt i forbindelse med det niveauskifte i boligpriserne, som indførelse af afdragsfrihed kan give anledning til. Niveauskiftet indtræder dog kun én gang – medmindre adgangen til afdragsfrihed ændres.

Endelig kan et stort omfang af afdragsfrie lån være en udfordring for realkreditinstitutterne ved ejendomsprisfald, da afdragsfrihed trækker i retning af et øget behov for supplerende sikkerhed, jf. kapitel 8.

De ovenstående udfordringer for såvel husholdninger og realkreditinstitutter kan illustreres med et eksempel. Eksemplet tager udgangspunkt i en fiktiv husholdning, der på toppen af boligmarkedet i 2007 købte en bolig til 2 mio. kr. belånt med 80 pct. afdragsfrit realkreditlån (1,6 mio. kr.) og egen udbetaling på de resterende 20 pct. Ved et fald i boligens værdi på f.eks. 25 pct., svarende til, at boligens værdi i dag er 1,5 mio. kr. værd, vil husholdningen i dag have en belåningsgrad på 107 pct. $((1,6 \text{ mio. kr.} / 1,5 \text{ mio. kr.}) * 100)$. Hvis husholdningen i stedet for havde taget et realkreditlån med afdrag, havde belåningsgraden efter 6 år (afhængigt af hvilken rente, der regnes med) været på helt ned til 90 pct. Det vil sige, at familien ville i 2013 ikke have været teknisk insolvent. Hvis der i eksemplet er tale om et SDO-lån havde afdragene på en del af gælden endvidere betydet, at realkreditinstituttet i dag skulle stille mindre lovpligtig supplerende sikkerhed for overskridelsen af belåningsgrænsen på 80 pct. Afdragsfrihed indebærer således risici for både den enkelte husholdning i form af risiko for insolvens og for den finansielle stabilitet ved, at realkreditinstitutterne skal stille supplerende sikkerhed ved ejendomsprisfald. Hertil kommer eventuelle krav fra ratingbureauer for at opretholde rating, både for SDO og ikke-SDO obligationer. Det kan være vanskeligt i perioder med finansiell uro.

Ønsket om at gennemføre et tiltag, som ville have en positiv konjunkturmæssig betydning på kort sigt, skal formentlig ses i lyset af den internationale økonomiske afmatning på det tidspunkt. Væksten var lav, og aktiekurserne i Danmark var i perioden 2001-03 faldet mere end 40 pct. på trods af lave renteniveauer. På den anden side var huspriserne steget markant i perioden fra 1992-2003.

Spørgsmålet om effekten på husholdningernes forbrug og boligpriserne behandles også i lovforslaget. I begge tilfælde forventes kun en effekt på kort sigt. Et af de væsentligste argumenter i den henseende er, at afdragsfrihed ikke har indflydelse på

brugerprisen² på ejerboliger, da afdrag er en opsparing og ikke en egentlig omkostning for boligejerne. En rationel låntager vil derfor blot betragte afdragsfrihed som en tidsmæssig forskydning i forbrugsmuligheden.

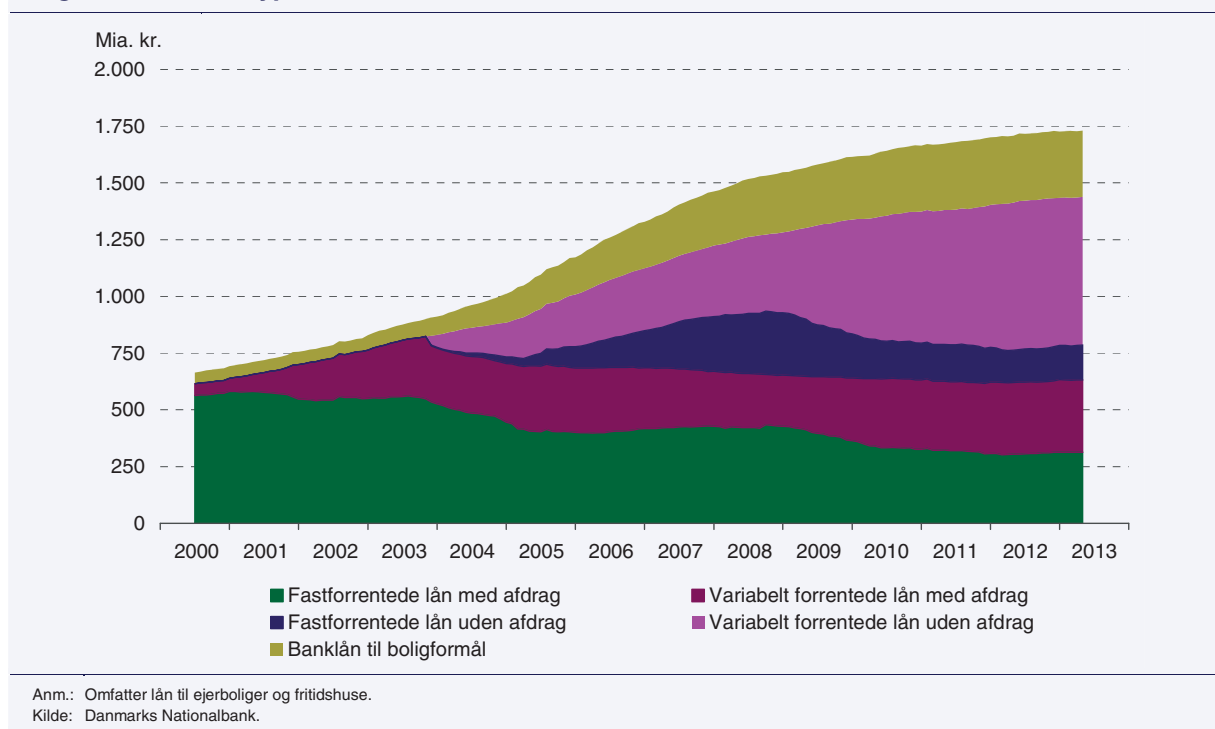
Af den offentlige debat fremgik i årene inden en indførelse af afdragsfrie boliglån i realkreditinstitutterne både argumenter for og imod.³ Generelt set kan der både være økonomiske fordele og ulemper ved afdragsfrie lån versus lån med afdrag, jf. boks 6.3.

Der er i dag bred enighed om, at afdragsfrie lån bidrog til at øge huspriserne, men med hvor meget, det er usikkert, jf. boks 6.3. Den væsentligste årsag til, at boligprisudviklingen blev påvirket af muligheden for afdragsfrihed, er, at (førsteårs-) ydelsen kan reduceres betydeligt. Boligkøbere, som i fraværet af afdragsfrie lån ville være likviditetsbegrænsede, kan med afdragsfrie lån få adgang til en forbrugsudjævning over livsforløbet og dermed ønske at øge deres boligforbrug nu. Den lavere ydelse kan imidlertid også bevirke, at boligkøbere, som er kortsynede, irrationelle eller ikke fuldt ud forstår baggrunden for den lavere ydelse, kan komme til at sætte sig hårdere end de ellers ville.

Fra realkreditsektorens side blev det i forbindelse med indførelsen af de afdragsfrie lån understreget, at långivningen fortsat ville blive givet på grundlag af låntagerens evne til at tilbagebetale et 30-årigt fastforrentet lån uden afdragsfrihed. Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder, investeringsforeninger mv. blev i december 2012 ændret, så kreditinstitutter fra 2013 som udgangspunkt kun må tilbyde lån med variabel rente eller afdragsfrihed til kunder, der har en økonomi, som efter instituttets vurdering medfører, at kunden kan godkendes til at optage et 30-årigt annuitetslån med fast rente uden afdragsfrihed.

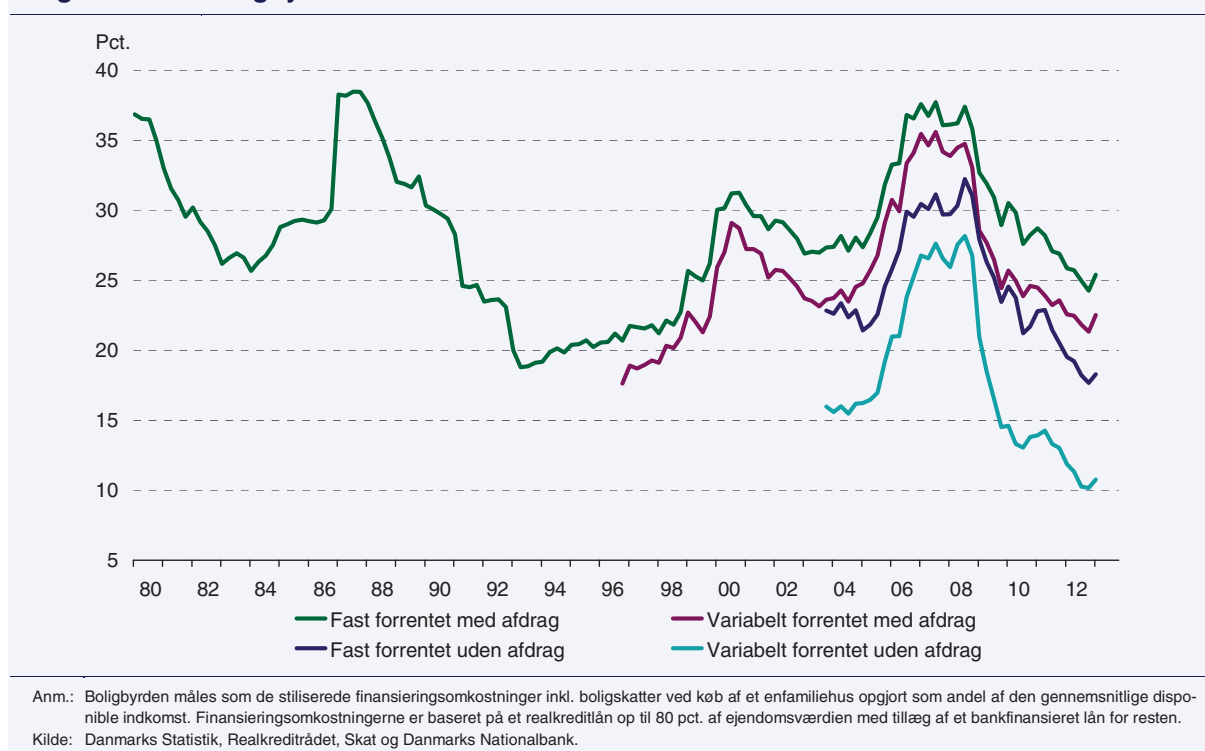
² Brugerpris betegner kapitalomkostningen ved huskøb. I brugerprisen indgår rente efter skat, ejendomsskatter samt et udtryk for de forventede fremtidige husprisstigninger, dvs. kapitalgevinster.

³ Som eksempel fremførte Østrup (2002) tre argumenter mod afdragsfrie lån: (i) den langsommere afdragsprofil svækker sikkerheden bag de udstedte realkreditobligationer, (ii) de afdragsfrie lån kan bidrage til større gældsætning og højere boligpriser, hvilket blandt andet kan skabe risiko for en senere krise med tab i de finansielle institutter og en langvarig lavkonjunktur, samt (iii) det kan give problemer for låntagerne, at de kan blive tilskyndet til at optage for store lån og byde prisen op på boliger. Herudover påpeges det, at afdragsfrie lån vil medføre en formueomfordeling til fordel for de aktuelle boligejere og til ugunst for fremtidige boligkøbere. Gjede (2002) påpegede omvendt, at Østrups (2002) konklusioner var for drastiske.

Figur 6.7 Låntyper

Indførelsen af realkreditlån med variabel rente og afdragsfrihed har øget økonomiens generelle rentefølsomhed pga. den store udbredelse af disse låntyper gennem 00'erne, jf. figur 6.7. Det kan både være en fordel og en ulempe. Så længe dansk økonomi er i fase med udlandet, kan større rentefølsomhed være med til henholdsvis at dæmpe højkonjunkturer og mildne lavkonjunkturer. Dette skyldes ikke mindst, at pengepolitikken i Danmark i kraft af fastkurspolitikken udelukkende er rettet mod at holde en fast kronekurs over for euroen. Den danske rente følger derfor typisk renten i euroområdet. Er dansk økonomi i fase med økonomien i resten af euroområdet, vil renteændringer i euroområdet således ofte også være passende for dansk økonomi. Fastkurspolitikken betyder dog også, at den danske rente ikke kan anvendes til at styre boligpriser eller andre aktivpriser. Påvirkning af konjunkturudviklingen er en opgave for den øvrige politik, herunder finanspolitikken. Den øgede rentefølsomhed kan således være en udfordring, hvis udviklingen i dansk økonomi er ude af fase med udviklingen i euroområdet. I en sådan situation kan en høj rentefølsomhed forstærke udsvingene i økonomien.

Udbredelsen af variabelt forrentede lån kan øge låntagernes sårbarhed over for fallende boligpriser som følge af stigende renter, fordi restgælden på variabelt forrentede lån ikke falder, når renten stiger, som det er tilfældet for lange fastforrentede lån, jf. Jakobsen (2004). På den anden side har udbredelsen af variabelt forrentede lån og den lave rente ved kort rentebinding reduceret ydelserne og generelt bidraget positivt til konjunkturforløbet efter krisens udbrud.

Figur 6.8 Boligbyrde

Udviklingen i den økonomiske belastning ved at købe en bolig kan illustreres med boligbyrden, der måler udgifterne til den løbende finansiering af egen bolig holdt op mod husstandens indkomst, jf. figur 6.8. Boligbyrden har siden 2000 varieret betydeligt afhængig af den valgte finansieringsform.⁴ Boligkøbere har kunnet opnå en betragtelig forøgelse af rådighedsbeløbet ved at vælge enten variabelt forrentede lån, afdragsfrihed, eller begge dele. Det bemærkes også, at niveauet for boligbyrden steg med boligpriserne i perioden 2004-07, men siden er faldet. I slutningen af 2011 lå boligbyrden, beregnet på grundlag af et fastforrentet lån med afdrag, lidt under sit langsigtede gennemsnit. Boligbyrden beregnet for et variabelt forrentet lån uden afdrag har siden 2004 generelt ligget betydeligt under boligbyrden for et fastforrentet lån med afdrag.

De nye låneformer øgede prisstigningerne inden krisen, men de har samtidig i væsentlig grad bidraget til at holde hånden under boligmarkedet efter vendingen. Den lave ydelse, som de nye låneformer har givet adgang til, har bidraget til at holde antallet af misligholdte lån til boligformål og tvangsauktioner nede. Kommende boligejere må ligeledes forventes at tillægge adgang til lån med lav ydelse en vis vægt. Uden de nye låneformer anslås det i Nationalbankens boligprismodel, at boligpriserne ville være faldet med 16 pct. fra 2. kv. 2009 til 4. kv. 2012, hvilket er noget mere end det faktiske fald på 9 pct., jf. boks 6.4.

Ud over renteniveau og låneformer har fastfrysningen af ejendomsværdiskatten siden 2002 forstærket prisudsvingene på boligmarkedet. Ved at fastlåse skatten i kroner, som det er sket, mindskes den effektive beskatning – dvs. betalt ejendomsværdiskat som andel af boligens værdi – når huspriserne stiger, og øges, når huspriser-

⁴ Der er stor spredning i niveauet for boligbyrden i de enkelte landsdele. Anskaffelsen af et typisk hus lægger således beslag på en højere procentdel af en gennemsnitlig husstandsindkomst øst for Storebælt (Bornholm undtaget), især i og omkring København, end i den øvrige del af landet.

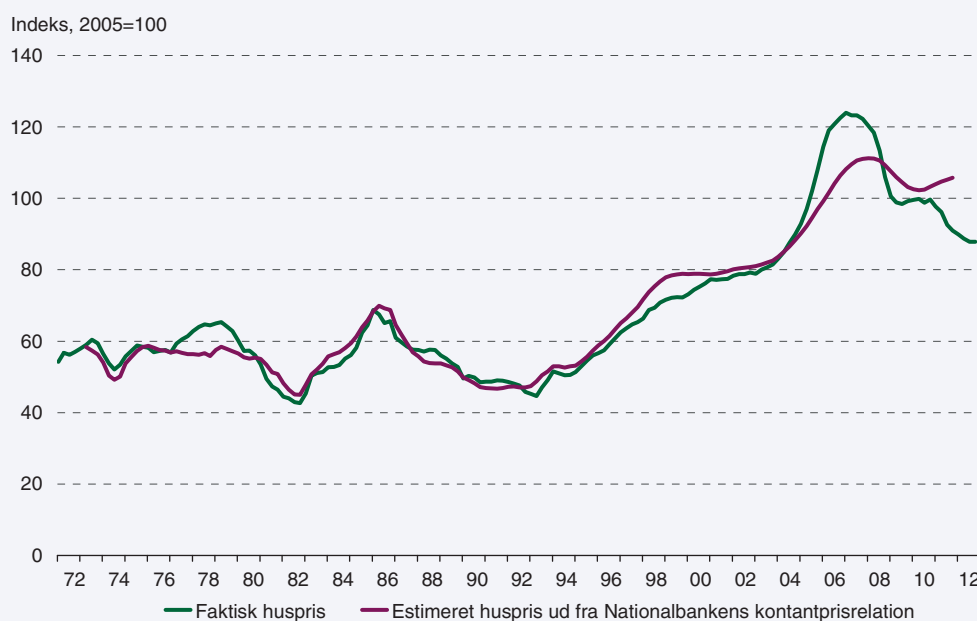
ne falder. I samme retning trækker loftet over den årlige stigning i grundskylden. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten er en uheldig konstruktion, fordi den afskærer ejendomsværdiskatten fra at fungere som en automatisk stabilisator i forhold til både boligprisstigninger og boligprisfald.

For at få en ide om den relative betydning af de nye finansieringsformer og fastfrysningen af ejendomsværdiskatten er det nødvendigt at estimere en ligning, der kan forklare udviklingen i boligpriserne. Et nyligt forsøg på at opstille en sådan boligprisrelation og dekomponere de nævnte forklaringselementer er beskrevet i boks 6.4.

Boks 6.4 En boligrelation til estimering af udviklingen i huspriser

I Dam m.fl. (2011) antages efterspørgslen efter boliger at være bestemt af husholdningernes indkomst, huspriserne i foregående perioder, og brugerprisen ved at investere i en ejerbolig, den såkaldte user cost. Brugerprisen består af realrenten efter skat, boligrelaterede skatter samt et element, der skal fange de forventede fremtidige kapitalgevinster på boligen. For at få et skøn over betydningen af afdragsfrihed inkluderes den til enhver tid mindst mulige førsteårsydelse som forklarende variabel i tillæg til den rene brugerpris. Det er som nævnt en afvigelse fra, hvad teorien tilsiger. Ifølge estimationen er den relative betydning for bolig efterspørgslen af førsteårsydelse og brugerpris henholdsvis 60 og 40 pct. Afdragsfrihed tillægges i analysen en betydelig vægt i forklaringen af udsvingene i boligpriserne op gennem 00'erne. DØR (2008) finder omvendt, at stigningen i boligpriserne frem mod toppen i 2007 kun i begrænset omfang kan tilskrives afdragsfrie lån.

Figur A Faktisk og estimeret huspris



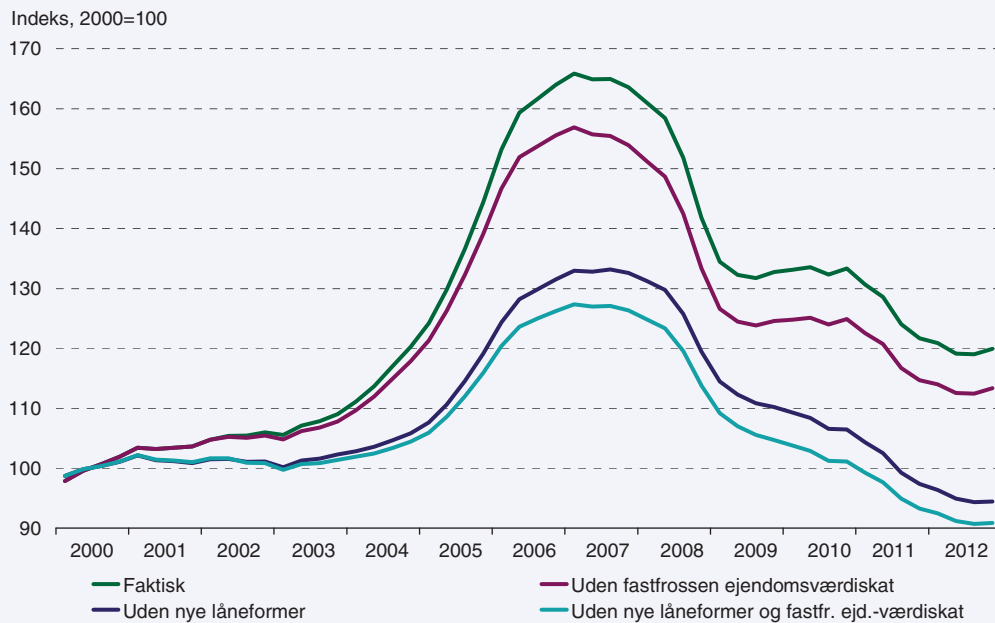
Anm.: Det antages, at boligkøberne reagerer på en boligudgift, der er et vejet gennemsnit af brugerprisen og den lavest mulige finansieringsydelse. I brugerprisen indgår den 30-årige obligationsrente, mens førsteårsydelsen er baseret på en kort obligationsrente fra og med 1. kvartal 2000 (Realkreditrådets vægtede effektive obligationsrente for 1- og 2-årige variabelt forrentede lån). Fra og med 4. kvartal 2003 er den lavest mulige finansieringsydelse givet ved et afdragsfrit variabelt forrentede lån. Den estimerede kontantprisrelation er nærmere dokumenteret i Dam m.fl. (2011).

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Den opstillede boligprisrelation rammer rimelig præcist udviklingen frem til midten af 00'erne, men den kan ikke forklare boligpriserne i perioden 2004-07 ud fra udviklingen i husholdningernes indkomster og renten, jf. figur A. Også det seneste fald er stærkere end estimeret. En tolkning er, at forventningselementet spiller stærkere ind, end der er taget højde for i relationen.

Den opstillede efterspørgselsrelation kan anvendes til at bestemme den relative betydning af de enkelte efterspørgselspåvirkende faktorer, jf. figur B. Dekomponeringen viser, at stigningen i boligpriserne fra 2004-06 ville have været moderat uden de nye låneformer og endnu mindre, hvis ejendomsværdiskatten ikke var blevet fastfrosset. I det opstillede kontrafaktiske forløb ville boblen på boligmarkedet have været undgået. Alt i alt ville økonomien givetvis have udvist et mere jævnt forløb uden stødene fra boligmarkedet, dvs., hvis boligpriserne havde udviklet sig som illustreret i figur B i tilfældet uden nye låneformer og fastfrosset ejendomsværdiskat, og lavkonjunktoren efter krisen ville have været mildere, jf. figur C.

Uden nye låneformer ville boligpriserne ifølge beregningen være faldet med 16 pct. fra 2. kv. 2009 til 4. kv. 2012, hvilket er noget mere end det faktiske fald på 9 pct. De nye låneformer har derved både forstærket boligprisstigningen og begrænset en del af det efterfølgende fald. Tilstedeværelsen af nye låneformer har dog ikke medført et væsentligt mindre samlet fald, da det faktiske fald fra toppen (ultimo 1. kvartal 2007) til ultimo 2012 (28 pct.) er næsten identisk med faldet i det kontrafaktiske forløb uden nye låneformer (29 pct.) – på trods af de ekstraordinært lave korte renter i den sidste del af perioden.

Figur B Huspriser med og uden låneformer og fastfrosset ejendomsværdiskat

Anm.: Kontrafaktiske forløb baseret på estimeret efterspørgselsrelation. Variabelt forrentede lån antages først at slå igennem i 1. kvartal 2000. I fravær af den fastfrosne ejendomsværdiskat antages den i MONAs databank imputerede ejendomsværdiskat at blive holdt konstant som andel af boligbeholdningen opgjort til markedsværdi. Fastfrysningen af ejendomsværdiskatten er modelleret som en permanent nedsættelse af ejendomsværdiskatten med 63 pct. i 1. kvartal 2002, svarende til nutidsværdien i ændringen af det fremtidige skatteprovenu under antagelse af at skattestoppet er permanent. Den grønne linje (det faktiske forløb) angiver den samlede effekt af henholdsvis nye låneformer (rød linje) og fastfrosset ejendomsværdiskat (blå linje). Beregningerne er nærmere dokumenteret i Dam m.fl. (2011). Serierne er genberegnet og forlænget frem til udgangen af 2012.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Figur C Boligmarkedets betydning for vækst i BNP

Anm.: Beregninger på MONA-modellen, jf. Dam m.fl. (2011).

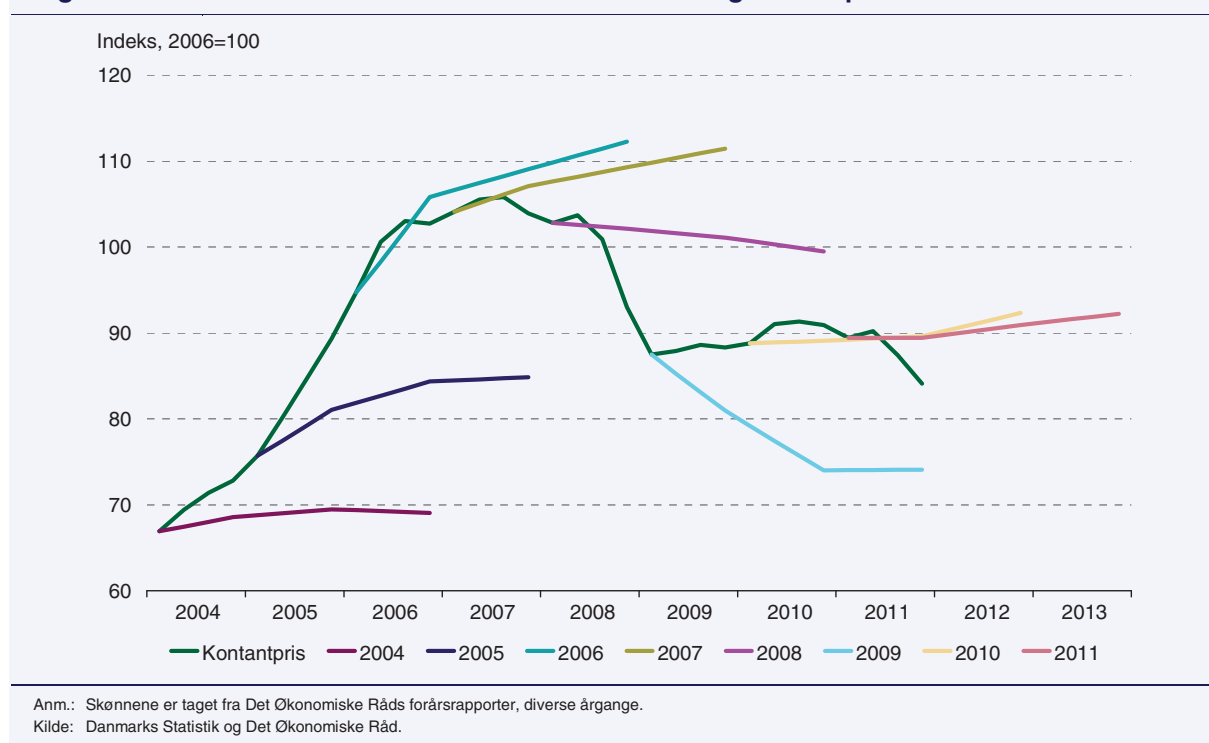
6.1.3 Overoptimistiske forventninger

De stærke prisstigninger i 2004-07 førte til en øget opmærksomhed omkring hus- holdningernes forventninger til prisudviklingen på boligmarkedet. Ifølge en undersø-

gelse fra Økonomi- og Erhvervsministeriet fra 2005 var befolkningens forventninger til de fremtidige prisstigninger meget høje i den periode, hvor priserne steg stærkest. Seks ud af ti adspurgte forventede fortsatte prisstigninger, og knap halvdelen mente, at prisstigningerne ville vare ved i en femårig periode.⁵ Forventningerne til de fremtidige prisstigninger var allerstærkest i hovedstadsområdet. Greens huspristillidsindikator viser samme billede. Efterfølgende undersøgelser fra Økonomi- og Erhvervsministeriet (2007 og 2010) har vist, at husholdningernes prisforventninger blev justeret mærkbart ned i takt med først udfladning og siden fald i de faktiske huspriser.

Sammen med andre undersøgelser underbygger ovenstående, at husholdningernes forventninger er stærkt prægede af den aktuelle udvikling. Det kan føre til en selvforstærkende effekt i prisudviklingen, både når priserne stiger og falder. Når priserne er stigende, ønsker køber at slå til hurtigt, mens sælgerne holder sig tilbage i håb om yderligere værdistigninger. Det ses bl.a. af, at i perioden, hvor det gik stærkest på boligmarkedet, købte en del, før de havde fået solgt den gamle bolig. Situationen er omvendt, når priserne falder. Her er køber mere tilbageholdende og vil være sikker på, at den hidtidige bolig er solgt, før de skriver slutseddel på en ny og vil måske udskyde købet i håb om lavere fremtidig pris. Hertil kommer, at kreditvilkårene typisk strammes i en lavkonjunktur, hvor risikoen for tab for kreditinstitutterne er større. Alt i alt hæmmer dette omsætningen på boligmarkedet.

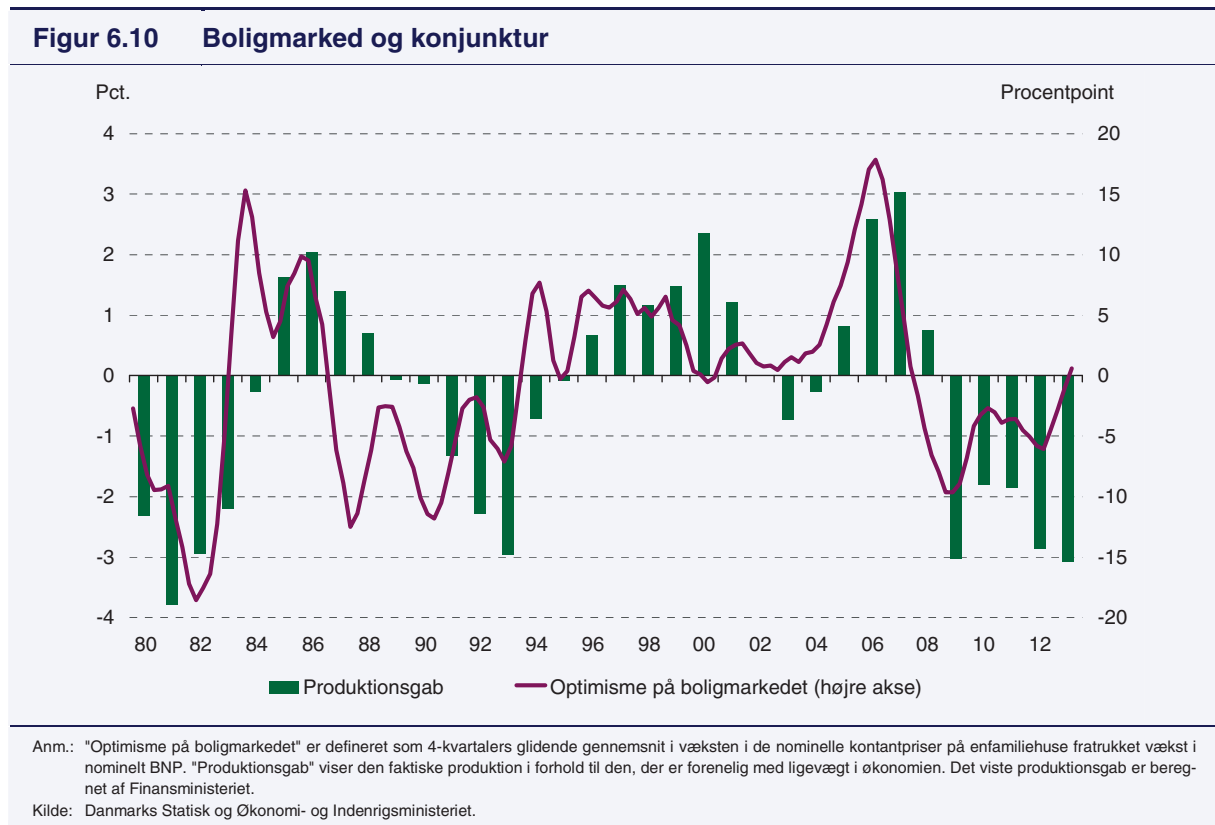
Figur 6.9 Det Økonomiske Råds skøn over udviklingen i huspriserne



De professionelles fremskrivninger af boligprisudviklingen var ikke meget bedre til at ramme prisudviklingen, jf. figur 6.9, der viser Det Økonomiske Råds skøn over kontantpriserne i forårsrapporterne fra 2004-11. Tilsvarende gælder skønnene fra regeringen og Nationalbanken.

⁵ I en artikel i Berlingske Tidende den 13. juli 2005 fremhæves det, at "aldrig før i de 15 år, Gallup har udarbejdet disse undersøgelser (om boligejernes forventninger til boligpriserne) for Berlingske Tidende, har troen på stigende priser været større."

En fortolkning af figur A i boks 6.4 er, at en stor del af de ikke-forklarede prisstigninger i 2004-06 kan tilskrives nogle urealistisk høje forventninger til de fremtidige boligpriser. Det er denne situation, der kan betegnes som en boligprisboble, hvilket især opstod i og omkring København. Det er dog værd at bemærke, at den meget høje bebyggelsesprocent i disse områder begrænser muligheden for, at udbuddet af boliger kan tilpasse sig, hvilket yderligere forstærker prisudsvingene ved sving i efterspørgslen.



Stemningen på boligmarkedet kan ikke måles præcist. En indikator beregnet som forskellen mellem væksten i de nominelle huspriser og væksten i nominelt BNP er positivt korreleret med den underliggende konjunkturudvikling, jf. figur 6.10. Samvariationen går begge veje. Optimisme og stigning i boligpriserne påvirker forbrug og investeringer positivt, dels direkte, dels via formueeffekter, mens en sur stemning på boligmarkedet omvendt er med til at holde den indenlandske efterspørgsel nede.

Der var stor diskussion om udviklingen på boligmarkedet i midten af 00'erne. Mediernes dækning af prisudviklingen på boligmarkedet i årene 2004 og 2005 afspejler optimismen omkring boligmarkedet under overskrifter som f.eks. *"Boligpriser stiger med turbofar"*, *"Boligmarkedet: Boligpriser sætter rekord"*; *"Rekordstigning i boligpriser"* og *"De danske boligpriser stiger med international raketfar"* kombineret med udsagn i artiklerne som f.eks. *"Det betyder eksempelvis, at en ganske almindelig villa på Frederiksberg, i Gentofte eller i Lyngby-Taarbæk, er steget et sted mellem 300.000 og 400.000 kroner på et år [...] En prisstigning på 400.000 kroner svarer til 1.100 kroner – skattefrit – om dagen."* og *"Bare i løbet af en almindelig nattesøvn på otte timer, ruller der - med andre ord - 370 kroner ned i boligejeres lommer"*. Det var dog også kritiske røster i medierne. Bl.a. advarede Berlingske Tidende i august 2005 under overskriften *"Alvorlige tømmermænd truer boligfestens deltagere"* og underoverskriften

"Husk at priser kan falde, og at gæld skal betales" skarpt mod risiciene ved boligprisudviklingen og den medfølgende forbrugsadfærd.

En række forskere advarede mod kraftige boligprisfald. For eksempel advarede Engsted (2005) om risiko for prisfald på boligmarkedet: *"Og danske banker og realkreditinstitutter bør ikke overfor nye huskøbere i specielt storbyerne skjule, at der er en ikke ubetydelig risiko for prisfald på ejerboliger de kommende år."* Der advares ligeledes i eksempelvis Lunde (2005, 2006a, 2006b, 2007). Af Lunde (2006b) fremgår det bl.a.: *"Det afgørende er, at disse boligpriser kan falde, og at de kan falde væsentligt. Vender prisudviklingen først, så er der nemlig risiko for en længere periode med kontraktiv boligefterspørgsel og fortsat faldende priser."* Generelt argumenterede Jens Lunde, Jakob Brøchner Madsen og Finn Østrup gennem længere tid og gentagne gange for, at der var tegn på en boligboble. Endelig pegede Finanstilsynet i dets "julebrev" fra februar 2006 også på risikoen for en prisboble.

Forbrugernes forventninger til fortsatte prisstigninger på boligmarkedet, herunder en del af mediedækningen kombineret med den generelle optimisme, gav sig blandt andet udslag i en pæn interesse for at belåne de stigende friværdier til brug for både investeringer i boligforbedringer, men også til at understøtte privatforbruget i øvrigt i form af bil, rejser samt investering i værdipapirer mv. for derigennem at få et bedre afkast end på bankkontoen. Denne interesse for belåning blev understøttet af, at kreditinstitutterne havde adgang til rigelig likviditet i den periode.

Særdeles positive forventninger til udviklingen i boligpriserne har således formentlig også været medvirkende til at fremme en mere spekulativ adfærd, hvor boligejere bevidst har udskudt deres salgsplaner i forventning om at få en endnu større kapitalgevinst på deres bolig, køb af en ekstra bolig alene i investeringsøjemed samt ét eller flere sommerhuse. Tilsvarende har boligejere med planer om køb af anden bolig ikke holdt sig tilbage med at købe ny bolig uden forinden at have solgt deres oprindelige bolig i forventning om at få en endnu større kapitalgevinst. Resultatet var et øget pres på boligpriserne.

Efterfølgende må man konstatere, at der var mange tegn på overophedede boligpriser, især i 2006 og 2007, men også, at der blandt andet i medierne var stigende opmærksomhed på, at der var forhold, som ikke stemte overens med modellerne. De fleste anerkender i dag, at boligmarkedet var overophedet og præget af en boligprisboble i 2006-07.

6.1.4 Husholdningernes gældsætning

Husholdningernes bruttogæld

De stærkt stigende boligpriser op gennem 00'erne og den høje vækst i penge- og realkreditinstitutternes udlån har øget husholdningernes bruttogæld markant, også set i forhold til de disponible indkomster eller økonomiens størrelse. Danske husholdningers bruttogældsætning er også høj i et internationalt perspektiv. BIS (2011) viser, at danske husholdninger i 2010 havde den højeste bruttogæld (målt i forhold til BNP) blandt 18 industrialiserede lande.

Der er nogle klare risici ved en høj bruttogæld. En højere bruttogæld indebærer generelt, at husholdningernes følsomhed overfor renteændringer, boligpriser og generelt stød til økonomien er øget.

I World Economic Outlook fra IMF, WEO (2012), undersøges konsekvenserne af husholdningssektorens opbygning af gæld. Det konkluderes, at lande, hvor husholdningssektoren forudgående har opbygget en større bruttogæld, rammes hårdere af et efterfølgende økonomisk tilbageslag samtidig med, at lavkonjunkturer typisk bliver af længere varighed end ved mindre gældsopbygning. Det konkluderes endvidere, at det er muligt via den økonomiske politik at imødegå kraftig gældsopbygning i husholdningssektoren. Inden krisen var danske husholdningers opbygning af gæld betydelig, og den økonomiske politik imødegik ikke i tilstrækkelig grad gældsopbygningen. Det økonomiske tilbageslag har således også været forholdsvist kraftigt i Danmark, jf. også kapitel 5.

En anden fare ved en høj bruttogæld i husholdningerne er, at den finansielle sektor i et økonomisk tilbageslag eller ved stigende renter vil få øgede tab på udlån. Det vil i særlig grad være tilfældet, hvis den danske konjunkturcykel ikke følger euroområdet, således at renterne stiger, samtidig med at ledigheden øges.

Pengeinstitutterne yder, ud over de realkreditlignende prioritetslån, typisk de lån, der ligger yderst i prioritetsrækkefølgen. Det er lån uden samme grad af sikkerhed som realkreditlån og er dermed langt mere eksponerede for tab, hvis økonomien vender. Foreløbig har den finansielle sektor dog kun haft små tab på udlån til husholdningssektoren, især når man sammenligner med begyndelsen af 1990'erne, jf. kapitel 8, hvilket skal ses i sammenhæng med det lave renteniveau og de nye låneformer.⁶

Fordeling af bruttogæld på tværs af indkomstgrupper

De potentielle negative konsekvenser af en høj aggregeret bruttogæld reduceres, hvis det er husholdninger med stor indkomst, der har den højeste bruttogæld, da sådanne husholdninger alt andet lige vil være bedre rustet til at stå imod økonomisk modgang og eventuelle rentestigninger. Det er således afgørende for den finansielle stabilitet, hvordan bruttogælden er fordelt, dvs., om det er de samme husholdninger, der har høj bruttogæld, som har aktiverne og indkomsten.

I Andersen m.fl. (2012a) og Erhvervs- og Vækstministeriet (2013) undersøges fordelingen af gælden på tværs af de private husholdninger. Det konkluderes, at den private gæld og den øgede gældsætning er koncentreret i de husholdninger, der samtidig har de højeste indkomster. På den måde bør den private gæld ikke anses som en større trussel mod den finansielle stabilitet, under forudsætning af, at konjunkturerne ikke udvikler sig mere negativt end forventet.

I Andersen m.fl. (2012b) konkluderes imidlertid, at afdragsfrihed skaber nogle særlige problemer, fordi det ikke er almindeligt at bruge afdragsfriheden til at spare mere op på anden vis. Afdragsfrie lån kan derfor være med til at fastholde en høj gældsætning i husholdningerne. Det skal dog bemærkes, at husholdningerne generelt set sy-

⁶ Anderledes ser det ud med udlån til erhvervsbyggeriet. Her har der været behov for markante nedskrivninger, især i de pengeinstitutter, der udlånte mest aggressivt, jf. kapitel 10.

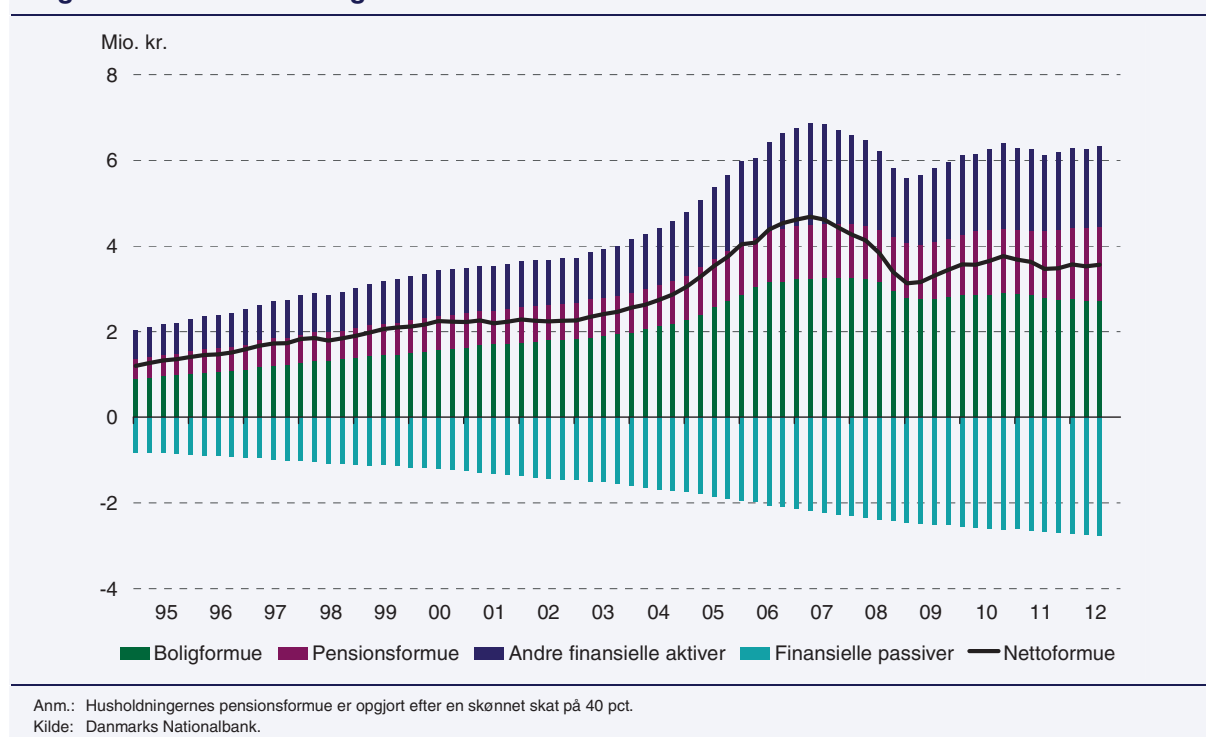
nes at være forholdsvis robuste overfor rentestigninger, selvom enkelte husholdninger er mindre robuste, jf. Erhvervs- og Vækstministeriet (2013).

Lunde (2012) har ligeledes benyttet data på individniveau til at belyse gældssituationen i danske husstande. Lunde (2012) er skeptisk overfor gældsopbygningen i husholdningerne og konkluderer, at *"på trods af det aktuelle lave renteniveau viser nærværende analyse, at den høje husholdningsgæld rummer væsentlige risici ikke alene for boligejerne selv, men også for de finansielle institutter og for samfundet som helhed. Derfor kan undertegnede ikke dele Nationalbankens vurdering, om "at det ikke er fra familierne, man finder de største trusler mod den finansielle stabilitet", jf. Andersen m.fl. (2012b, s. 3)." Også Juul (2006), Hansen m.fl. (2009) og Østrup (2012) ser husholdningernes høje bruttogæld som et problem. Derudover har EU-Kommissionen, IMF (2013) og ratingbureauet Moody's udtrykt bekymring for størrelsen af husholdningernes bruttogæld.*

Nettogæld

De potentielt negative konsekvenser af en høj bruttogæld reduceres ligeledes, hvis husholdningerne har en høj formue. Som i andre sammenlignelige lande er danske husholdningers nettoformue steget betydeligt over de seneste 15 år, jf. figur 6.11. Nettoformuen er resultatet af akkumuleret opsparing og værdiændringer, dvs. kapitaltab eller -gevinst. Det er navnlig som følge af kapitalgevinster på bl.a. ejerboliger, at nettoformuen er steget over tid. Med andre ord er boligformuen steget mere end boliggælden. Udviklingen dækker over, at både bruttoformue og bruttogæld er steget markant, dvs., der har været en betydelig grad af balanceopbygning.

Figur 6.11 Husholdningernes formue

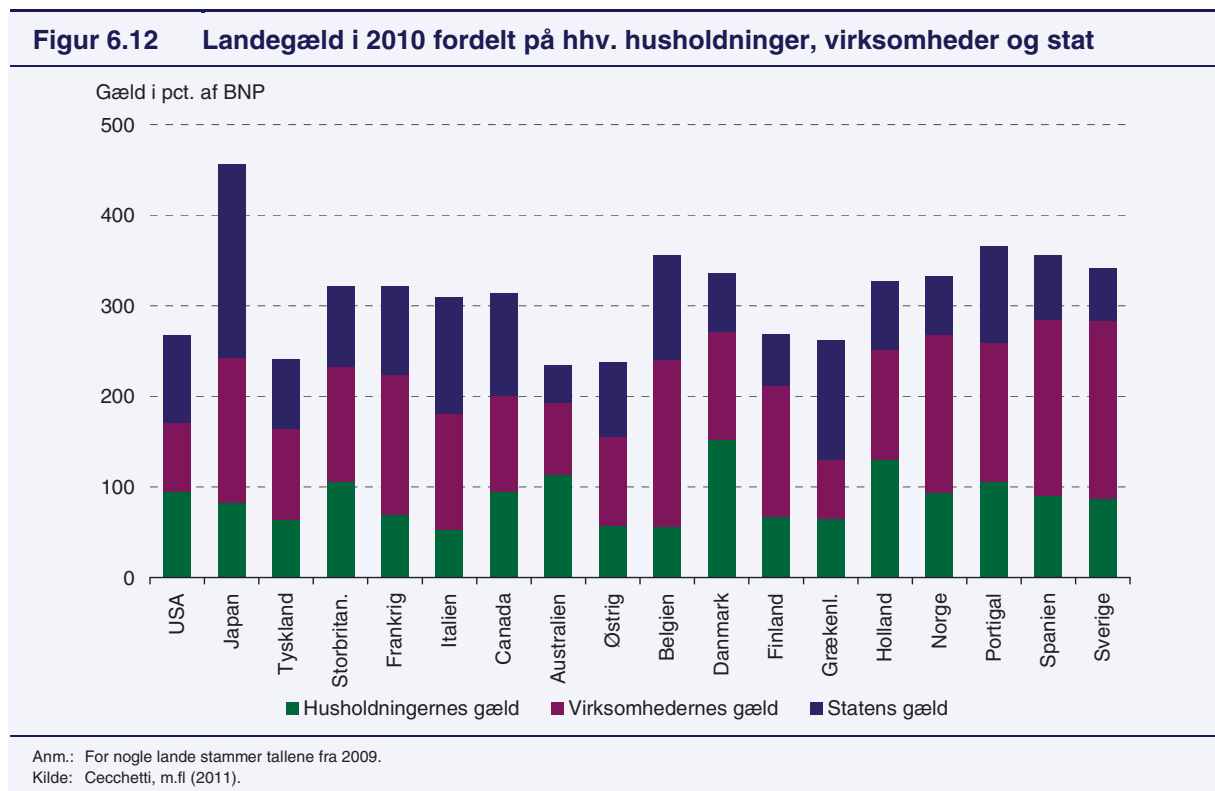


Pensionsformuen er eksempelvis steget kraftigt i takt med, at arbejdsmarkedspensionerne er blevet mere udbredte. I slutningen af 2011 udgjorde husholdningernes

pensionsformue før skat mere end 2.700 mia. kr., svarende til mere end 3 gange husholdningernes disponible indkomst. Den udskudte pensionsskat betyder, at husholdningernes reelle pensionsformue er mindre end værdien af pensionselskabernes hensættelser, men også, at staten har en betydelig finansiel formue. Med en skønnet skattesats på 40 pct. reduceres pensionsformuen med 1.100 mia. kr., som tilfalder staten. Det svarer til over 60 pct. af BNP. Pensionsformuen er imidlertid ikke likvid og kan derfor kun i begrænset omfang anvendes af den enkelte borger til at imødegå hændelser, som kræver adgang til øget kapital som eksempelvis at imødegå sociale begivenheder.

Gæld i andre sektorer

Generelt har danske husholdninger en lav opsparingskvote i forhold til andre lande. Det skal ses i sammenhæng med, at en væsentlig del af opsparingen sker i virksomhederne. Hertil kommer, at en stor offentlig sektor med et udbygget socialt sikkerhedsnet mindsker behovet for privat opsparing generelt. En vurdering af de endelige konsekvenser af en høj bruttogæld i husholdningerne må derfor inddrage gældsætningen i virksomhederne og staten. Den høje bruttogæld i danske husholdninger bør derfor ses i lyset af en forholdsvis lav gæld i staten og gennemsnitlig gæld i virksomhederne, jf. figur 6.12.



6.2 Erhvervsejendomme

En stor del af pengeinstitutternes nedskrivninger under den finansielle krise har været relateret til finansiering af erhvervsejendomme og landbrug. Den betydning som udviklingen på markedet for erhvervsejendomme fik for pengeinstitutterne er beskrevet i kapitel 11.

Nedenfor beskrives udviklingen på markedet for erhvervsejendomme og landbrug på baggrund af tilgængeligt datamateriale. Begrebet erhvervsejendomme anvendes bredt og kan både dække over egentlige erhvervsejendomme, hvorfra der drives erhverv, f.eks. kontor-, forretnings-, lager- og fabriksejendomme samt investerings-ejendomme med boligudlejning som det primære formål. De enkelte ejendomssegmenter er ikke defineret ens på tværs af statistikkerne, og det er derfor ikke muligt at være fuldt ud konsistent i beskrivelsen af disse, jf. boks 6.5.

Boks 6.5 Statistik om erhvervsejendomme

Det er nødvendigt med gode og dækkende statistikker for at sikre en god forståelse af markedet for erhvervsejendomme. I det tilgængelige statistiske materiale er der udfordringer.

Danmarks Statistik offentliggør statistik over bl.a. ejendomspriser, ejendomssalg, påbegyndt byggeri og tvangsauktioner. En udfordring er, at Danmarks Statistik kun i begrænset omfang kan korrigere for, at kvaliteten er forskellig i de solgte ejendomme, der indgår i prisstatistikken. Statistikernes kvalitet kan desuden være begrænsede af selve datagrundlaget. For prisstatistikken for erhvervsejendomme kan der eksempelvis i de enkelte kvartaler eller år være så få handler, der ligger til grund for prisberegningen, at enkelt salg kan påvirke opgørelsen. Det er årsagen til, at Danmarks Statistik ikke opgør prisudviklingen for de respektive ejendomstyper fordelt på landsdele eller regioner. Også på landsplan kan omsætningen være for lav for visse typer ejendomme. I forlængelse heraf er Danmarks Statistik fra 2011 holdt op med at offentliggøre prisindekset for større ejendomme med lejligheder.

Et generelt problem er, at der ikke anvendes de samme kategoriseringer i alle statistikker. Det besværliggør sammenligneligheden på tværs af statistikkerne. Eksempelvis har Danmarks Statistik én opdeling for priserne og ejendomssalg og en anden statistik for tvangsauktioner. Andre leverandører af data om ejendomsmarkedet, f.eks. Ejendomsforeningen Danmark og Experian, anvender andre inddelinger end Danmarks Statistik.

6.2.1 Udviklingen i priserne på erhvervsejendomme

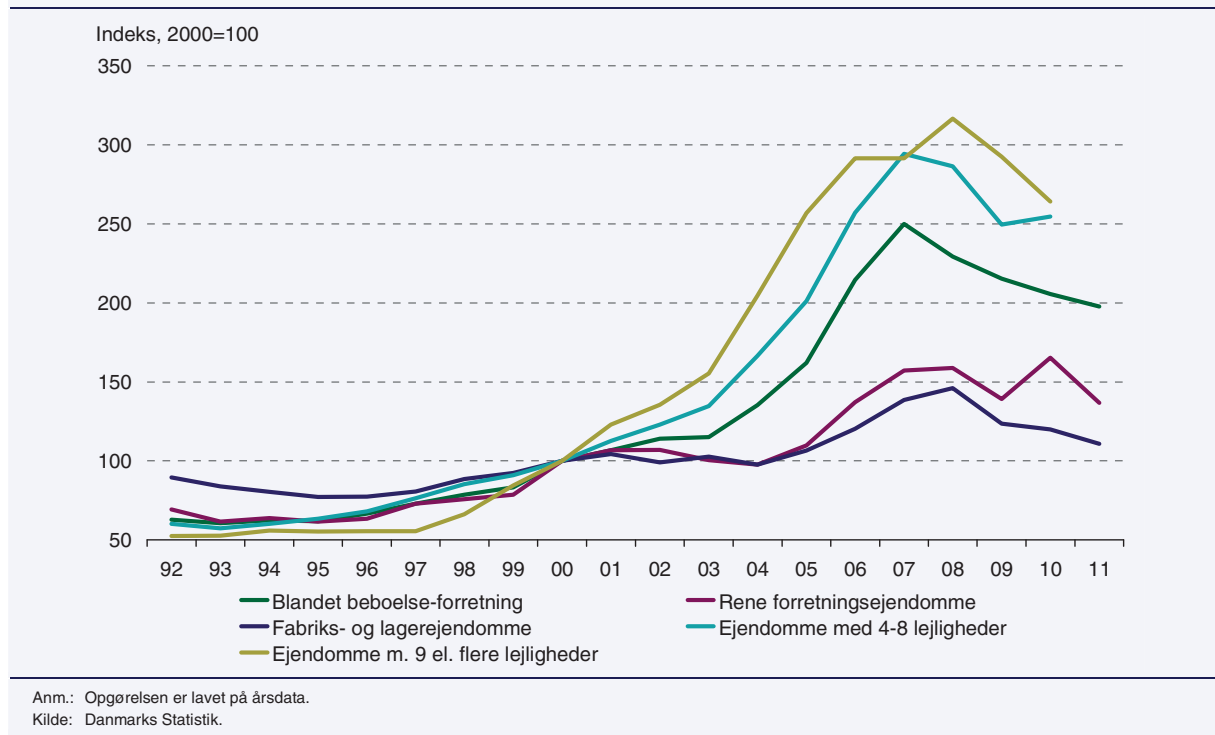
Priserne på erhvervsejendomme steg generelt de første 7-8 år af 00'erne, men der var forskelle i niveauet for stigningerne afhængigt af, om der var tale om ejendomme med boliglejemål eller ejendomme med erhvervslejemål, jf. figur 6.13. Størst stigning var der på større ejendomme med lejligheder, hvor der skete en stigning på omkring 200 pct. fra 2000 til toppen i 2007-08. Siden har der været prisfald, således at priserne i 2010 lå på omtrent samme niveau som i 2005-06. Prisen på ejendomme til boligudlejning vil formentligt være afhængig af, hvor mange af lejlighederne, der er udlejede. Det indeholder tinglysningen, der er kilde til statistikkerne for priserne og antal salg, imidlertid ikke oplysninger om. En medvirkende årsag til, at den største stigning har fundet sted på udlejningsejendomme har formentlig været, at en boligsøgende ofte vil sammenligne omkostningerne ved at leje og eje, og at den højere ydelse, som husprisstigningerne gav anledning til, øgede den ydelse, som lejere var villige til at betale.

Bygninger til både beboelse og forretning steg ligeledes betydeligt – ca. 150 pct. – i perioden 2000-07. Det efterfølgende prisfald betød, at priserne i 2010 var på samme niveau som i 2006.

Til sammenligning var der i perioden 2000-07 prisstigninger på knap 85 pct. på enfamiliehuse og godt 105 pct. på ejerlejligheder. Den efterfølgende korrektion i priserne betød, at de begge i 2010 var på samme prisniveau som i 2005.

Ejendomme rettet mod erhverv har haft en forholdsvis mere moderat prisudvikling. Priserne løftede sig først fra 2004, hvorefter de steg med over 50 pct. frem til 2008. Herefter var prisen på rene forretnings ejendomme omtrent uændret, mens priserne på fabriks- og lagerejendomme faldt, så de i 2010 var på omtrent samme niveau som i 2006.

Figur 6.13 Prisudvikling for erhvervsejendomme

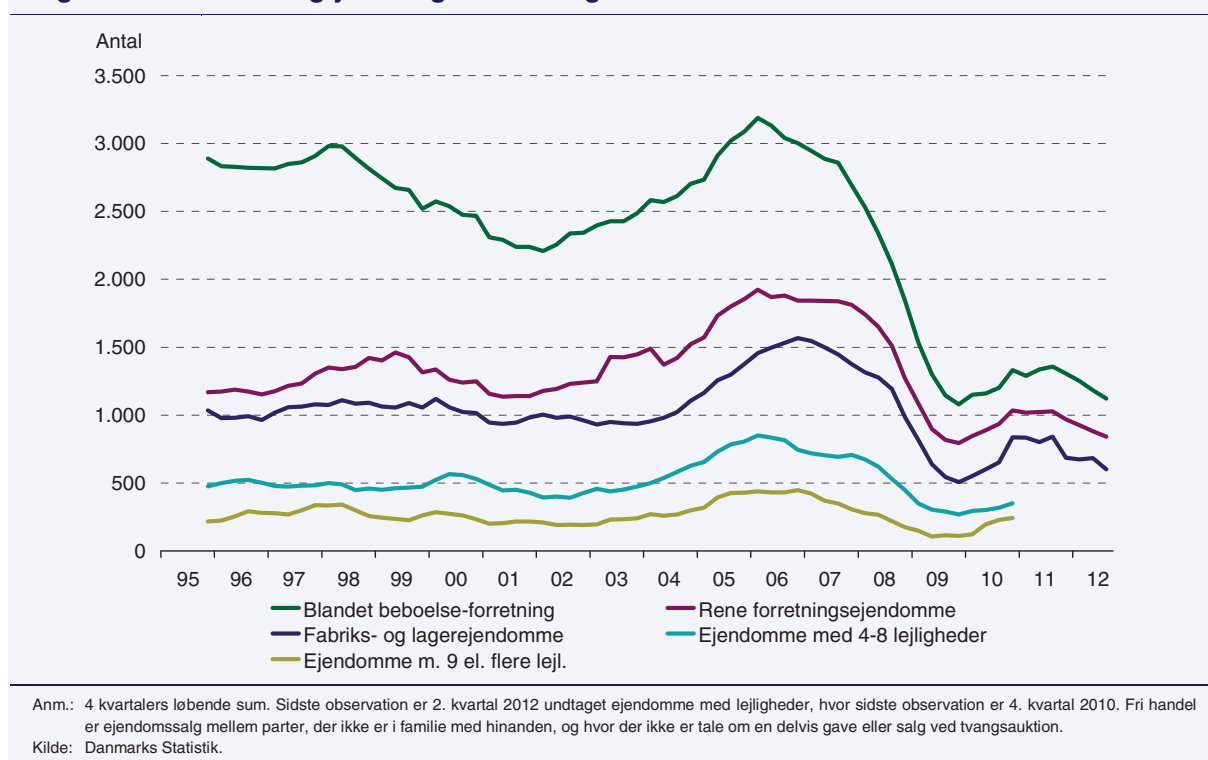


6.2.2 Salg og udlejning af erhvervsejendomme

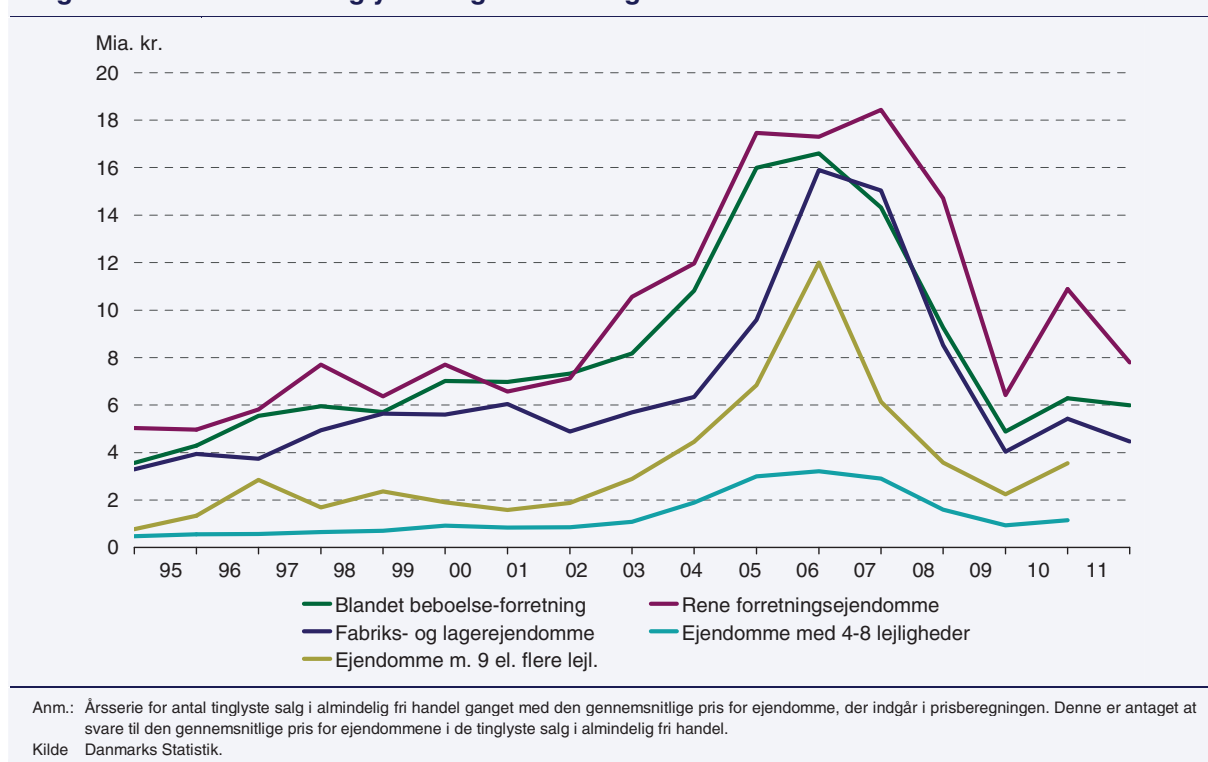
I årene op til krisen, hvor priserne gik op, steg salget af ejendomme rettet mod erhverv og mod beboelse også betragteligt, jf. figur 6.13. Antallet af solgte, større boligejendomme, mere end fordobledes fra starten af årtiet til 2006, mens salget af de blandede beboelsesforretnings ejendomme steg med 25 pct. Derefter faldt salget kraftigt for disse ejendomstyper.

Den udvikling adskiller sig fra markedet for enfamiliehuse og ejerlejligheder. De havde begge en mere beskeden vækst i antallet af salg frem til deres top i 2005, hvor omsætningen af enfamiliehuse og ejerlejligheder lå hhv. omtrent 18 og 10 pct. højere end i 2000. Det efterfølgende fald for disse boligtyper var, med en halvering, også mindre.

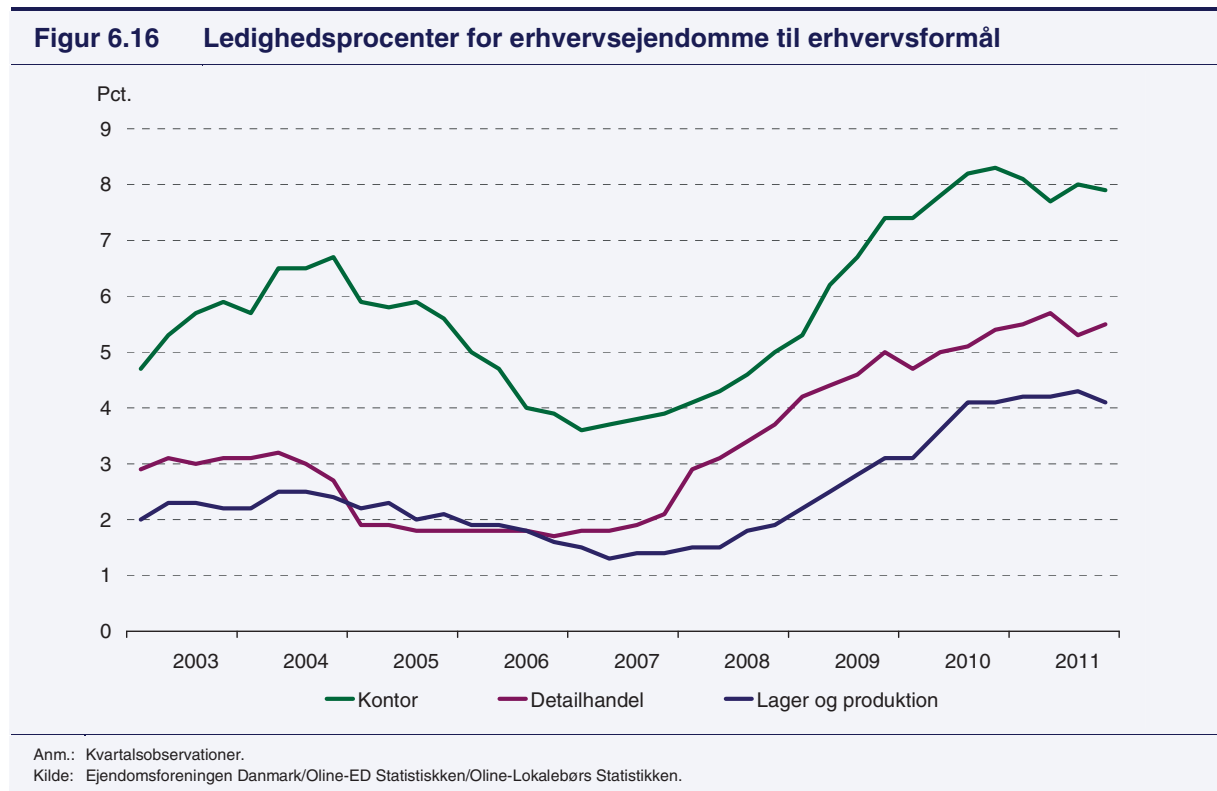
Omsætningen af ejendomme til erhverv steg også op til krisen, således var antallet af tinglyste salg næsten 50 pct. højere end i 2000. Efterfølgende faldt omsætningen markant, og i 2009 udgjorde handelsomfanget 40-50 pct. af niveauet på toppen.

Figur 6.14 Antal tinglyste salg i almindelig fri handel

Der er stor forskel på værdierne mellem de forskellige ejendomstyper. Ved at kombinere de gennemsnitlige salgspriser med antallet af handler ses det, at der er mindre forskel mellem værdien af omsætningen af de respektive typer ejendomme, end antallet af handler umiddelbart tilsiger, jf. figur 6.15.

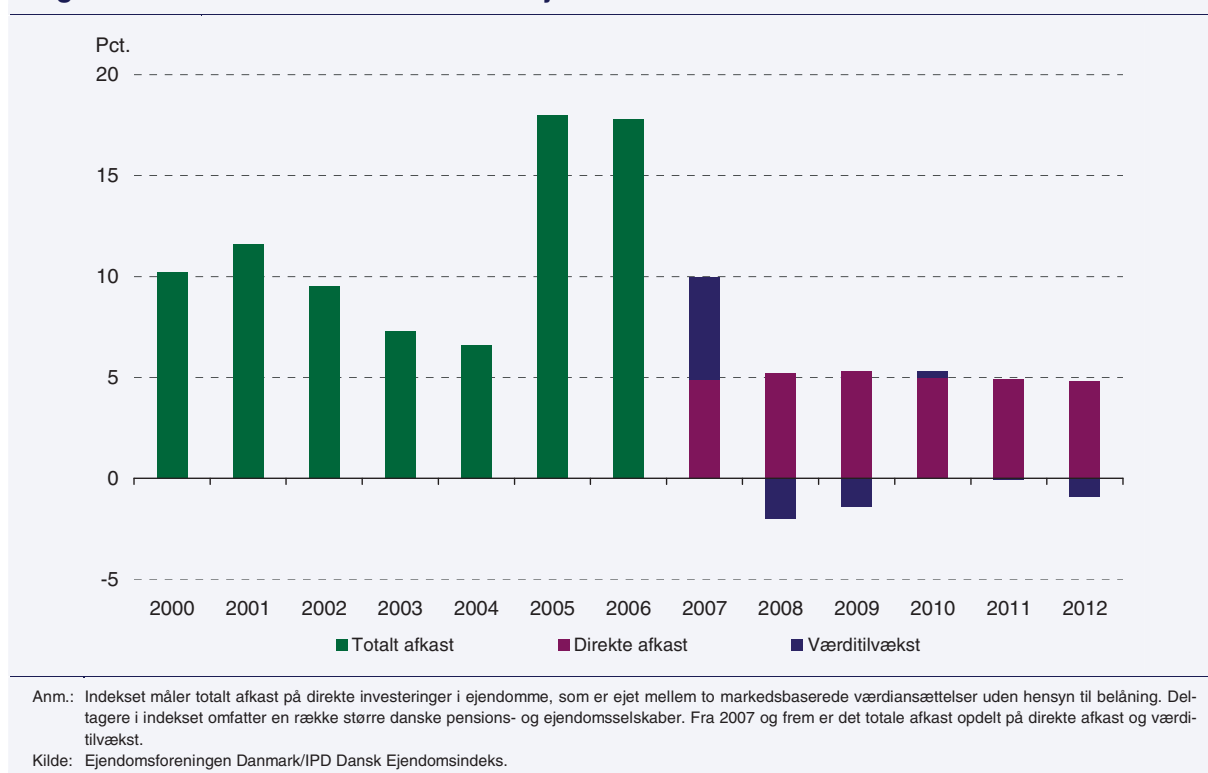
Figur 6.15 Værdi af tinglyste salg i almindelig fri handel

Udviklingen i ejendomspriserne og omsætningen af erhvervsejendomme afhænger i væsentlig grad af udlejningssituationen. I perioden 2004-07 faldt ledighedsprocenten generelt, mens den i de efterfølgende år steg, jf. figur 6.16.

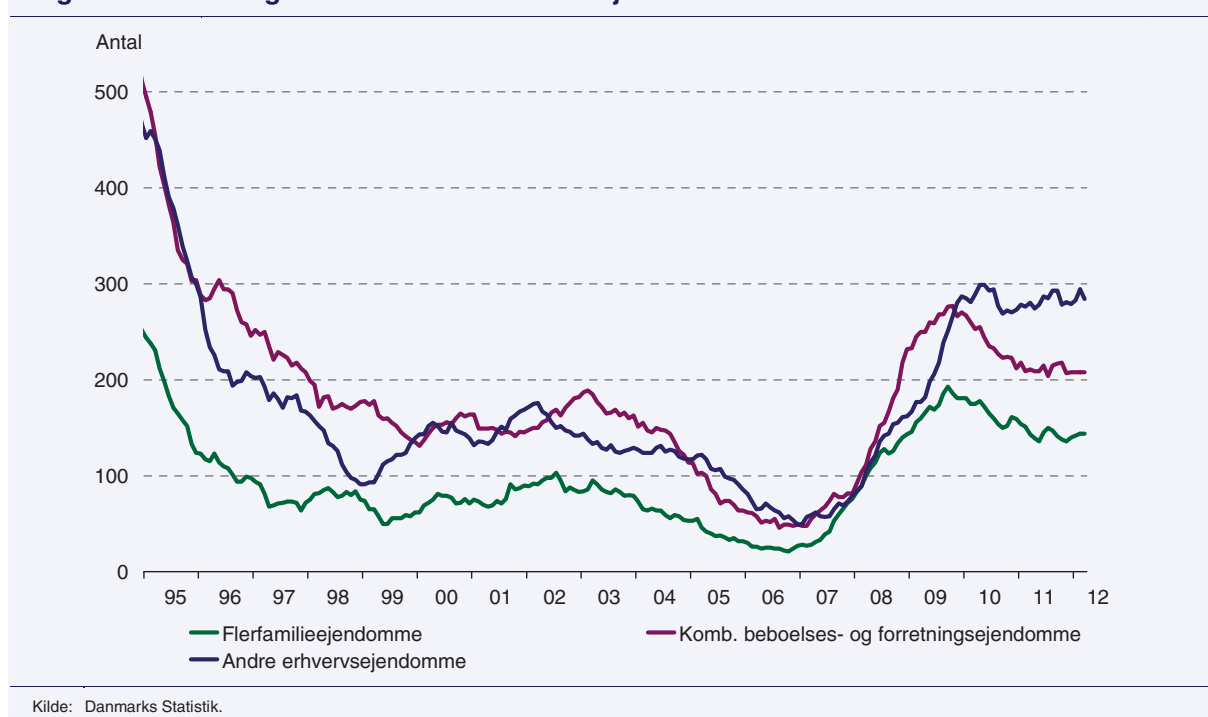


6.2.3 Afkast og tvangsauktioner for erhvervsejendomme

De stigende priser på erhvervsejendomme i årene forud for den finansielle krise afspejlede sig i høje afkast til investorerne, især i perioden 2005-07, jf. figur 6.17. Det skal bemærkes, at prisindekset i figur 6.13 er baseret på faktiske handler, mens afkastindekset i figur 6.17 er baseret på regnskabsmæssige værdiansættelser (til dagsværdi). Der er således ikke fuld overensstemmelse mellem udviklingen i de to indeks, selv om de begge viser det samme overordnede billede med prisstigninger frem til 2007 og prisfald i årene efter. Afkastindekset i figur 6.17 er baseret på data fra større danske pensions- og ejendomsselskaber. Det viser derfor ikke udviklingen hos investorer med kortere investeringshorisonter som f.eks. ejendomsudviklere. De tilgængelige statistikker gør det ikke muligt at belyse forskelle i udviklingen i forhold til forskellige investortyper.

Figur 6.17 Afkastindeks for erhvervsejendomme

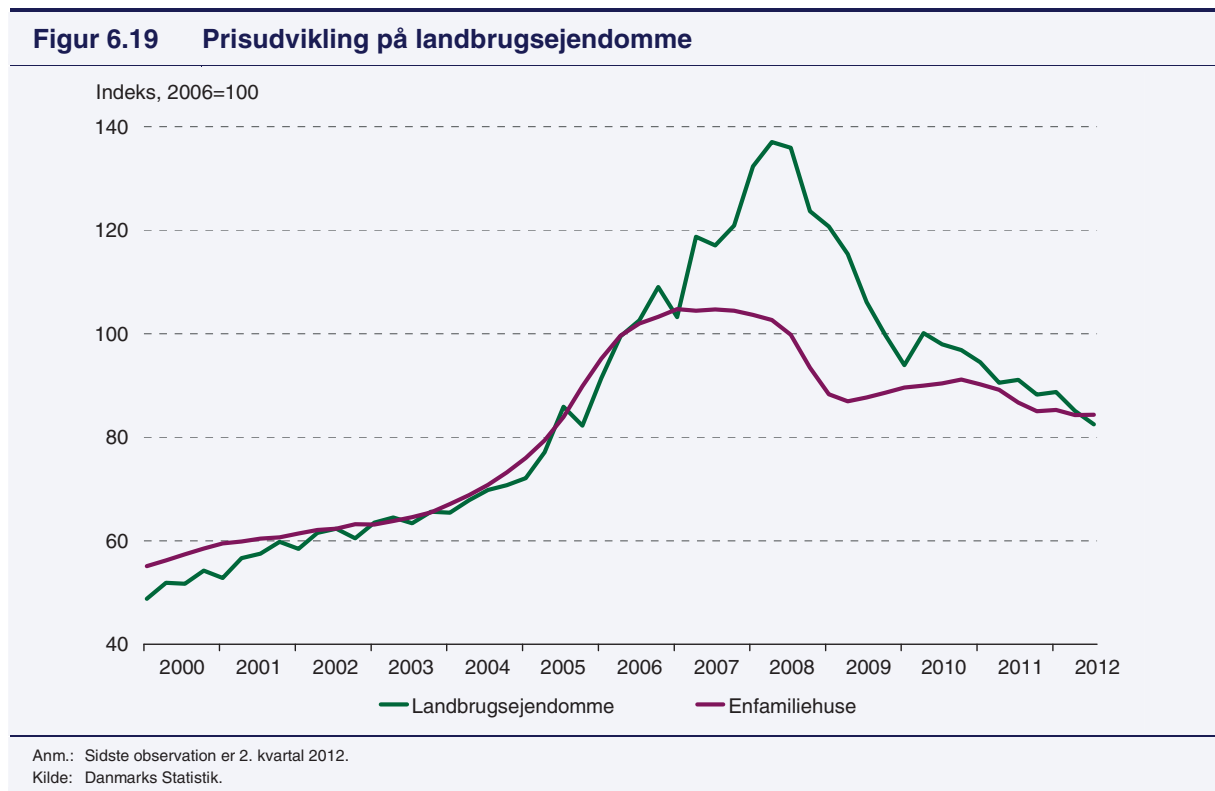
Forud for krisen lå antallet af erhvervsejendomme på tvangsauktion på et meget lavt niveau, jf. figur 6.18. Kun få ejendomsinvestorer var pressede på økonomien i disse år, og samtidig gav den høje omsættelighed i fri handel bedre mulighed for at nå frem til frivillige løsninger, hvis en ejer af en ejendom ikke var i stand til at opfylde sine forpligtelser over for långiverne.

Figur 6.18 Tvangsauktioner over erhvervsejendomme

Målt på antal konkurser blev branchen ejendomsudlejning og -formidling hårdere ramt end andre brancher. Således steg antallet af konkurser inden for ejendomsudlejning og -formidling fra 39 i 2006 til 339 i 2010, svarende til en stigning på 770 pct. Den relative stigning var dermed omtrent dobbelt så høj som for det samlede antal konkurser, der steg fra knap 2.000 til knap 6.500 i samme periode.

6.3 Landbrugsejendomme

Priserne på landbrugsejendomme, hvilket reelt vil sige jordpriserne, steg 90 pct. fra 1. kvartal 2005 til 2. kvartal 2008. Siden er de faldet med ca. 40 pct., jf. figur 6.19. Prisudviklingen på landbrugsejendomme og enfamiliehuse fulgte pænt ad indtil begyndelsen af 2007, hvor boligpriserne toppede, mens priserne på jord fortsatte med at stige betragteligt. Herefter har prisfaldet på landbrugsejendomme været markant større end på boliger. De relative priser mellem landbrugsejendomme og enfamiliehuse er nu som før 2007.

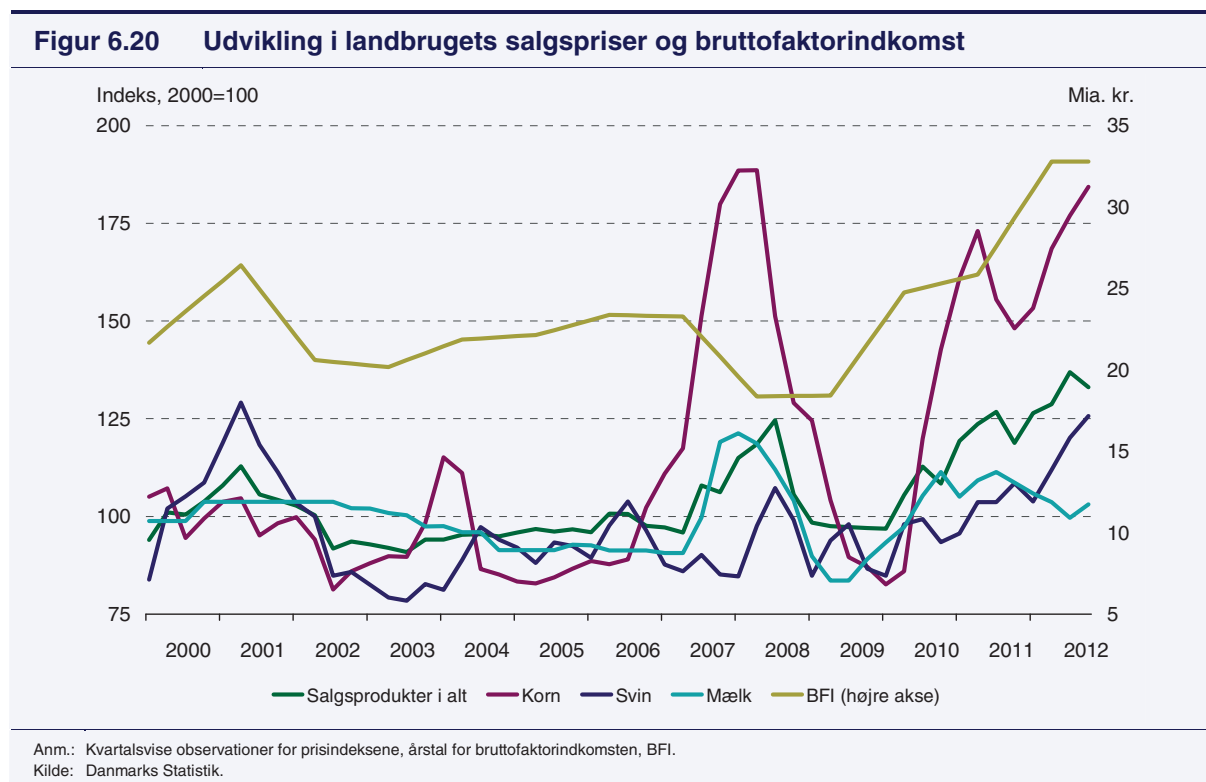


Mens jordpriserne steg, var landbrugets indkomst målt ved bruttofaktorindkomsten, BFI, nogenlunde stabil, jf. figur 6.20. I årene med de stigende jordpriser var der dog ikke noget løft i svinepriserne. I løbet af 2007, hvor jordpriserne løb fra boligpriserne, steg kornpriserne voldsomt. Herefter faldt kornpriserne tilbage de følgende to år.

Den kraftigere prisudvikling på landbrugsejendomme end på boliger skal ses i lyset af, at mængden af landbrugsjord – modsat boligmassen – også på langt sigt er stort set konstant. Det bevirker, at udbuddet ikke kan reagere på ændret efterspørgsel, og at prisen derfor alene skal skabe ligevægt på markedet for landbrugsjord. En væsentlig faktor for jordprisudviklingen har været, at der indtil 2010 var et lovkrav (harmonikravet) om adgang til landbrugsjord til at sprede gylle, jf. Jakobsen (2011). Store bedrifter skulle i højere grad opfylde kravet ved at eje jorden frem for at forpakte jord

eller indgå gylleaftaler. Udvidelsen af større husdyrproduktioner blev afhængig af at eje tilstrækkelig jord i nærheden af gården, og i områder med store husdyrproduktioner blev landbrugsjord en meget knap ressource. Ophævelsen af kravet i 2010 har formentlig påvirket jordprisudviklingen tilsvarende negativt.

Priserne på landbrugsjord var formentlig i årene op til 2008 blevet løsrevet fra realøkonomiske forhold som indtjening, rente- og skatteforhold samt øvrige rammevilkår (som f.eks. harmonikravet).



Ultimo 2011 var landbrugets gæld på i alt knap 358 mia. kr. sammenlignet med 178 mia. kr. i 2001, svarende til en vækst i den nominelle gæld på 100 pct. i perioden, jf. Landbrug og Fødevarer (2013). Ud af gælden på 358 mia. kr. ultimo 2011 udgør landbrugets gæld til realkreditinstitutter knap 273 mia. kr., svarende til 76 pct. af gælden ultimo 2011.

Af landbrugets restgæld til realkreditinstitutterne udgør lån med afdragsfrihed 62 pct. Restgælden på afdragsfrie realkreditlån med seks år eller mere til udløb af den afdragsfri periode udgør 73 pct. Der findes dog ikke oplysninger om, hvor stor en del af de afdragsfrie lån til landbruget, der ligger over belåningsgrænsen på 60 pct.

Gældopbygningen skete bl.a. i forbindelse med låneoptagelse til investeringer i forbindelse med etablering og produktionsudvidelser på et tidspunkt, hvor jordpriser, ejendomsværdier mv. var høje, og i nogle tilfælde også i forbindelse med spekulation og alternative investeringer udenfor primærlandbruget, eksempelvis landbrug og aktiver i udlandet, vindmøller mv. Samtidig havde en del landmænd indgået aftaler om renteafdækning (renteswaps), hvor værdien i dag er negativ.

Jakobsen (2011) interviewer 11 landmænd/bankfolk/økonomiske rådgivere, og nævner på baggrund heraf, at der er indikationer på, at pengeinstitutterne i høj grad kon-

kurrerede intensivt om at tiltrække landbrugskunder uden nævneværdig skelen til rentabiliteten i de investeringer, landmændene ønskede at realisere. På anekdotisk vis fremføres det endda, at pengeinstitutterne i nogle tilfælde skubbede på for, at landmænd lånte mere, end de egentlig selv ønskede.

Overordnet set er landbruget tyngt af høj gæld og lav indtjening.⁷ Kombinationen af disse forhold gør, at mange landmænd har svært ved at servicere deres gæld. Uden en bedring af indtjeningen i landbruget, vil gældsudfordringen blive forstærket, når de afdragsfrie lån til landbruget udløber. Det vil særligt være en udfordring, hvis priserne på landbrugsejendomme/landbrugsjord heller ikke stiger frem mod udløb af den afdragsfri periode.

Nedskrivninger og tab på landbrug udgør desuden stadig en væsentlig udfordring for nogle kreditinstitutter, jf. kapitel 11.

⁷ Østrup (2013) diskuterer landbrugets gældsætning.

AFSNIT II

REGULERING OG TILSYN

7. Regulering og tilsyn med kreditinstitutter inden krisen

I dette kapitel gennemgås relevante dele af reguleringen af de danske kreditinstitutter inden krisen samt tilsynsstrukturen i Danmark. I kapitlet beskrives det, hvordan dele af lovgivningen i praksis kom til at bidrage til opbygningen af risici i visse dele af den finansielle sektor inden krisen.

Kapitlet indledes med en beskrivelse af de internationale reguleringstiltag, der fik betydning for dansk regulering i årene inden krisen. Særligt beskrives overgangen til Basel II og indførelsen af de internationale regnskabsstandarder (IFRS) i midt-00'erne, og de konsekvenser disse regler fik. Dernæst beskrives Finanstilsynets og Nationalbankens rolle i årene inden krisen, herunder Finanstilsynets tilgang til gennemførelsen af IFRS i Danmark.

Reguleringen inden krisen var i høj grad baseret på markedsøkonomisk disciplin og en tro på mulighederne for forholdsvist præcist at måle risici. Dette tankesæt har ændret sig betydeligt siden udbruddet af den finansielle krise. Erfaringerne fra krisen har både nationalt og internationalt ført til mange ændringer i reguleringen af, og tilsynet med, den finansielle sektor samt i overvågningen af den finansielle stabilitet, jf. kapitel 13.

Boks 7.1 Sammenfatning

1. Regnskabs- og kapitaldækningsreglerne for pengeinstitutterne (de såkaldte IFRS og Basel II regler) blev ændret med virkning fra hhv. primo 2005 og primo 2007 som følge af internationale aftaler.
2. Indførelsen af de internationale regnskabsstandarder, IFRS, i 2005 kom i praksis til at medføre en reduktion i pengeinstitutternes polstring mod tab, da institutterne ikke i tilstrækkeligt omfang øgede deres individuelle solvensbehov sådan, som overgangsreglerne i den danske gennemførelse af Basel II-reglerne forudsatte, men i stedet øgede udlåns gearingen. Det skønnes, at de samlede nedskrivninger, da krisen brød ud, var 25-50 mia. kr. lavere, end de ville have været under de gamle principper.
3. Overgangen til Basel II skete gradvist fra midt-00'erne og sigtede mod en mere præcis opgørelse af kreditinstitutternes risici, hvor kapitalkravet i større omfang skulle afspejle det enkelte instituts påtagne risici. Det medførte, at særligt de store institutter, der kunne håndtere avancerede risikostyringsmodeller, fik mærkbart lempede kapitalkrav.
4. Det ændrede fokus fra kapitalpolstring til risikostyring med overgangen til Basel II viste sig de facto at give institutterne mulighed for større gearing af egenkapitalen og øget udlån. Sektorens udlåns gearing blev markant forøget efter indførslen af Basel II. Det virker derfor sandsynligt, at lempelserne af kapitalkravene, der fulgte indførelsen af Basel II, skubbede til en udlåns vækst, der allerede var i gang. Da denne udlåns vækst havde været i gang gennem flere år før den fulde overgang til Basel II, jf. kapitel 8, var lempelsen i kapitalkravet dog ikke den udløsende faktor for udlåns væksten.
5. Med en gennemsnitlig gearing på ca. 7 i årene inden krisen betød indførelsen af IFRS alene, at udlånskapaciteten – alt andet lige – blev forøget i størrelsesordenen 175-350 mia. kr. Det er imidlertid vanskeligt at skønne, hvor stor lempelsen er blevet med overgangen til Basel II. Med den viden, der haves i dag, kan det imidlertid konstateres, at indførelsen af IFRS og Basel II under en højkonjunktur var uhensigtsmæssig, da det førte til en mindre kapitalpolstring af institutterne.
6. Finanstilsynet advarede i årene inden krisen pengeinstitutterne og offentligheden (i bl.a. de såkaldte "julebreve") om visse risikable træk ved pengeinstitutternes forretningsmodeller, herunder den kraftige udlåns vækst, jf. kapitel 8. Finanstilsynet vurderede imidlertid ikke, at der var tilstrækkeligt hjemmelsgrundlag til mere proaktivt at gribe ind over for visse institutters uhensigtsmæssige forretningsmodeller. Finanstilsynets hjemmelsgrundlag er efter krisen blevet skærpet, jf. kapitel 13.
7. I Finanstilsynets tilsynsrapporter blev der givet en række påbud, f.eks. om rapportering, styring og forretningsgange, herunder om udarbejdelse af forretningsgange for bevilling af kreditter, og risikooplysninger mv. til de enkelte pengeinstitutter med henblik på, at sikre efterlevelsen af lovgivningen. Finanstilsynets inspektioner førte endvidere i en række tilfælde til fastsættelse af et højere individuelt solvensbehov end det af institutterne oprindeligt beregnede. Blandt andet i lyset heraf blev der først stillet et egentligt solvenskrav i januar 2008 (bankTrelleborg).
8. Når Finanstilsynet stiller et højere individuelt solvenskrav, forudsætter det en dokumentation, som det kan være vanskeligere at finde i gode tider, når de målbare risici er små og den generelle stemning i samfundet er præget af optimisme. Finanstilsynet var dog tilsyneladende tilbageholdende i sin fortolkning af solvensreglerne, hvorfor der ikke blev testet grænser af for skønsudøvelsen.
9. Det er derudover bemærkelsesværdigt, at Finanstilsynet ikke i højere grad end hvad der synes at have været tilfældet, brugte erfaringerne fra tidligere kriser til at overvåge koncentration af potentielle risici og identifikation af uholdbare forretningsmodeller.
10. Finanstilsynet anlagde inden krisen en forholdsvis mekanisk tilgang i sin gennemgang af institutternes overholdelse af lovgivningen, herunder ikke mindst i den danske håndhævelse af IFRS-reglerne. Med hensyn til håndhævelsen af IFRS-reglerne havde Finanstilsynet væsentligt fokus på tekniske forhold, bl.a. fordi nedskrivningerne skulle godkendes med henblik på skattemæssige fradrag. Det førte til flere henstillinger i orienteringsbreve fra Finanstilsynet til pengeinstitutterne om detaljerede opstillinger af betalingsrækker og

tilbagediskontering af disse. Pengeinstitutterne betragtede denne tilgang til IFRS som uforholdsmæssig byrdefuld og detaljefokuseret. Derudover følte sektoren, at reglerne blev indfaset hurtigt og uden, at Basel II var kommet ind under huden. Hverken fra Finanstilsynets eller pengeinstitutternes side synes der at have været tilsvarende fokus på, om ledelsen indregnede effekten fra overgangen til nye regnskabsregler i det individuelle solvensbehov.

11. Nationalbankens rente fastsættes alene ud fra hensynet til fastkurspolitikken, og banken har ingen direkte instrumenter til selvstændigt at dæmpe overophedning i økonomien – herunder i den finansielle sektor. Påvirkningen af samfundsøkonomien sker derfor gennem analyser af den økonomiske udvikling og den finansielle stabilitet, som bliver kommunikeret til andre myndigheder, finansielle virksomheder og offentligheden. Nationalbankens anbefalinger om behov for stramninger i finanspolitikken inden krisen fremstod klare, men beslutningstagerne blev ikke overbeviste.
12. Nationalbanken påpegede en række forskellige risici i det finansielle system i perioden op til krisen, men den vurderede samtidig helt frem til sommeren 2008, at pengeinstitutsektoren var robust. Derfor fremstod Nationalbankens kommunikation om risiciene i den finansielle sektor frem til finanskrisens udbrud ikke så klar som bankens advarsler mod overophedningen af den danske økonomi, selv når det tages i betragtning, at det faktiske fald i økonomien blev væsentligt kraftigere end forudset som følge af eskaleringen af den internationale finansielle krise i efteråret 2008.
13. Efterfølgende kan det endvidere konstateres, at Nationalbanken og Finanstilsynet undervurderede de likviditetsrisici, der kunne opstå som følge af det hastigt voksende og meget store indlånsunderskud, der blev opbygget forud for krisen, ligesom overvågningen af pengeinstitutternes likviditetsrisici ikke var tilstrækkelig.
14. På grund af de dårlige erfaringer med kvantitative restriktioner på pengeinstitutternes udlån op gennem 1970'erne og første halvdel af 1980'erne har det i mange år været erkendt, at det ikke er muligt for Nationalbanken direkte at styre pengeinstitutternes udlån med kassebindingsregler, kvoter eller lignende instrumenter på en måde, der effektivt kan bidrage til finansiell stabilitet og konjunkturregulering.

7.1 Finansiell lovgivning

Op gennem 1960'erne og starten af 1970'erne afspejlede reguleringen af den finansielle sektor, at Danmark i større eller mindre udstrækning var afskærmet fra de internationale kapitalmarkeder, jf. boks 7.2. Danmarks tilslutning til EF-samarbejdet i 1973 blev starten på en proces, hvor de lovgivningsmæssige rammer for, og tilsynet med, den danske finansielle sektor i stadig større grad er blevet harmoniseret med vilkårene i de øvrige europæiske lande. Harmoniseringen af rammevilkårene for de finansielle institutter sigtede mod at skabe et indre marked for finansielle tjenesteydelser med fælles spilleregler for de finansielle institutter, og dermed lige konkurrencevilkår mv. Harmoniseringen af reglerne startede i 1970'erne, hvor der blev indført etableringsfrihed på tværs af landegrænserne via EF's etableringsdirektiv fra 1973, og fortsatte op gennem 1980'erne og 90'erne, jf. boks 7.3. For at undgå, at den nationale gennemførelse af EU-direktiverne i de enkelte medlemsstater haltedede bag efter udviklingen i den finansielle sektor, blev der fra 2001 sat fokus på at effektivisere lovgivningsprocessen i EU med vedtagelsen af den såkaldte Lamfalussy-procedure. Den stigende finansielle integration mellem EU-landene har haft stor betydning for såvel gennemførelsen af pengepolitikken, som reguleringen af den finansielle sektor i Danmark.

Boks 7.2 Konjunkturmæssig regulering af den danske finansielle sektor frem til den fulde liberalisering af kapitalbevægelserne

I 1960'erne og 1970'erne var kreditrationering og valutakontrol centrale instrumenter i den økonomiske politik, jf. Mikkelsen (1993).

I årene 1965-71 var realkreditinstitutternes lånetilbud underlagt et kvotesystem ("obligationsrationeringen") i henhold til en aftale mellem Nationalbanken og realkreditsektoren, og i 1970 indførte Nationalbanken et aftalebaseret direkte loft over bankernes og sparekassernes udlånstilsagn. I begyndelsen dækkede dette udlånsloft kun de 20 største pengeinstitutter (med en markedsandel på 85-90 pct. af det samlede udlån) og 50 større sparekasser (dækkende omkring 80 pct. af sparekassernes udlån), men i 1973 blev udlånsloftet udvidet til at omfatte stort set samtlige banker og sparekasser. I 1975 indgik Nationalbanken og Realkreditrådet en aftale om et loft over realkreditinstitutternes lånetilsagn, og i 1979 indgik forsikrings- og pensionsselskabernes organisationer en aftale med Nationalbanken om regulering af F&P-sektorens udlån.

Det var ikke alene som led i den monetære politik, at den finansielle sektor var underkastet en detaljeret og ofte noget uensartet regulering. Der var eksempelvis en lang tradition for lovgivningsmæssig konjunkturrelateret regulering af realkreditinstitutternes udlån via grænser for udlånenes løbetid, låneformål og afdragsprofil. Endvidere kan det nævnes, at det først var med en ny fælles Lov om banker og sparekasser, at sparekasserne i 1975 fik mulighed for at udføre de samme forretninger som banker (diskontere vekslers, udstede garantier, handle med aktier og obligationer for egen regning, deltage i aktieemissioner samt handle med fremmed valuta). Endelig kan det nævnes, at der i årene 1975-79 var visse lovmæssige reguleringer af pengeinstitutternes rentemarginal som led i en mere generel indkomstpolitik. Det centrale i rentemarginalloven fra 1975 var, at pengeinstitutterne ikke måtte beregne sig en marginal på deres kunders ind- og udlån, som for det enkelte pengeinstitut oversteg gennemsnittet for årene 1972-74 eller tilsvarende regnskabsår.

Udlånsloftet og loftet over realkreditinstitutternes lånetilsagn blev ophævet i 1980, og regulering af F&P sektorens udlån blev ophævet i 1982. Det skal ses i lyset af, at 1970'ernes udlånsloft for pengeinstitutterne, jf. Mikkelsen (1993), var et væsentligt mindre præcist styringsinstrument end forventet på trods af, at grænseoverskridende kapitalbevægelser på daværende tidspunkt i vidt omfang var reguleret. Hoffmeyer (1985, 1989) har ligeledes ved flere lejligheder understreget, at den kvantitative regulering ikke var det mest afgørende instrument i styringen af kreditudviklingen. Der var lange perioder, hvor udlånsloftet ikke var den bindende restriktion på pengeinstitutternes udlån (udlånene lå under loftet). Problemet med regulering af kreditinstitutternes udlån viste sig ligeledes i, at kreditformidlingen fandt andre veje end gennem kreditinstitutterne. Det var baggrunden for, at forsikringsselskabers og pensionskassers udlån ligeledes måtte underlægges udlånsregulering. Endvidere var pengeinstitutternes obligationskøb og det private pantebrevsmarked ("det grå lånemarked") ikke underlagt restriktioner.

Erfaringerne med lovmæssig regulering af pengeinstitutternes rentemarginal blev behandlet i en betænkning fra 1977.¹ Det blev her fremført, at begrænsningen i det enkelte pengeinstituts rentemarginal medførte en tendens til fastlåsnings af de enkelte pengeinstitutters konkurrencemuligheder.

Perioden siden 1980 har været karakteriseret ved øget markedsorientering som følge af de negative erfaringer med kvantitative begrænsninger på udlån og rentemarginaler, samt liberalisering og internationalisering af den finansielle sektor. Liberaliseringen af grænseoverskridende kapitalbevægelser i Danmark var en gradvis og langstrakt proces. Danmark havde tilsluttet sig OECD's liberaliseringskoder fra begyndelsen af 1960'erne, og med tilslutningen til EF i 1973 blev Danmark omfattet af EF's kapitalliberaliseringsdirektiver. I 1988 blev der gennemført helt frie kapitalbevægelser til og fra Danmark i overensstemmelse med EF's 4. kapitalliberaliseringsdirektiv.

Med den gradvise afskaffelse af restriktioner på kapitalbevægelser over landegrænser i mange lande i løbet af 1970'erne og 1980'erne blev den danske banksektor mere internationalt orienteret. For at understøtte deres kunder på såvel hjemme- som eksportmarkedet oprettede danske pengeinstitutter fra midten af 1970'erne repræsentationskontorer i udlandet. Senere blev det fulgt af etablering af udenlandske filialer og datterbanker, som inden for EF var blevet muligt som følge af etableringsdirektivet fra 1973.

¹ Betænkning nr. 823 vedrørende en revision af rentemarginalloven afgivet af det af handelsministeren den 16. september 1976 nedsatte udvalg, Handelsministeriet, 1977.

Boks 7.3 Europæisk liberalisering af kreditinstitutsektoren frem til 2005

Som en del af Kommissionens initiativ vedrørende fri bevægelighed for varer, arbejdskraft og kapital i det indre marked vedtog Rådet i 1988 direktivet om kapitalliberalisering. Det medførte krav om at ophæve restriktioner på kapitalbevægelser imellem medlemsstater, herunder eksempelvis kreditter og investeringer i fast ejendom.

Kommissionen anbefalede herudover i deres hvidbog fra 1985 om "gennemførelsen af det indre marked" en fælleseuropæisk banklicens, indførelse af hjemlandskontrol således, at én myndighed har det overordnede tilsyn med samme juridiske enhed og indførelsen af et princip om gensidig anerkendelse. Det blev med 2. banksamordningsdirektiv opnået i 1991. Direktivet muliggjorde, at alle institutter med tilladelse i et EU land frit kunne operere på tværs af EU's grænser igennem datterselskab eller filial og udbyde finansielle tjenesteydelser på tværs af grænser. Endvidere blev der fastsat fælles minimumsregler for solvens og store engagementer, ligesom der blev vedtaget minimumsregler for indskydergarantiordninger i 1994. I en rapport bestilt af Europa-Kommissionen (1996) står 2. banksamordningsdirektiv således beskrevet som det væsentligste skridt hen imod et fælles bankmarked i Europa. Direktivet skabte dermed grundlaget for et "level playing-field" i forhold til reguleringen af banker i Europa, ligesom direktivet sikrede det fortsatte fokus på grundlæggende fælles konkurrencebetingelser, som prægede den senere udvikling i EU-reguleringen. Dette fokus på lige konkurrencebetingelser har medført stort fokus på, om national gennemførelse af EU-retsakter skete direktivnært eller rummede særlige nationale regler, såkaldt "goldplating".

I løbet af de tidlige 1990'ere blev en række nationale begrænsninger på den finansielle sektor som følge af denne liberalisering ophævet, herunder regler for renter, visse kapitalstyringsredskaber, regler for antal og placering af filialer og krav til udlånslofter (Gual 1999 og Dermine 2005). Liberaliseringen medførte et større og mere effektivt indre marked, der også lagde pres på medlemsstaternes særlige nationale lovgivning. Som et eksempel på udviklingen i den periode tillod Tyskland i 1990 for første gang dannelsen af en futures børs som en direkte reaktion på den voksende handel med tyske statsobligationsfutures i London.

I forlængelse af EU-Kommissionens handlingsplan i 1999 for finansielle tjenesteydelser, som skulle fjerne de resterende lovgivnings- og reguleringsmæssige barrierer for et indre finansielt marked i EU, blev bl.a. en komité under ledelse af Alexandre Lamfalussy bedt om at udfærdige principper for en hurtigere og mere effektiv lovgivningsproces på det finansielle område i EU. På baggrund af komiteens arbejde blev der i 2001 i EU indført en ny beslutningsprocedure for at forbedre effektiviteten af lovgivningsprocessen på værdipapirområdet, hvorved regeludstedelsen blev opdelt i politisk rammelovgivning og mere teknisk regeludstedelse. I 2002 blev det foreslået at udbrede beslutningsproceduren til hele det finansielle område (kreditinstitutter, forsikring og pension samt værdipapirområdet). Som opfølgning herpå blev Lamfalussy-Komiteen i 2004 bedt om at udfærdige principper for en forbedret lovgivningsproces for banker og forsikringsvirksomheder samt, hvordan man kunne benytte mulighederne i regulering af banker og forsikringsvirksomheder til at understøtte udviklingen af, og effektiviteten i, tilsyn med finansielle virksomheder.¹ Lovgivningsprocessen for de finansielle virksomheder, både i EU og i Danmark, har siden bygget ovenpå Lamfalussy-Komiteens principper om politisk rammelovgivning og mere teknisk regeludstedelse. I Danmark sker den tekniske regeludstedelse typisk ved, at Folketinget i en lov giver Finanstilsynet bemyndigelse til at fastlægge nærmere regler på konkrete områder i en bekendtgørelse.

¹ Komiteen kom frem til en lovgivningsprocedure baseret på fire niveauer, som beskriver forskellige muligheder for regulering, kendt som level-1 til level-4. I dette system dækker level-1 over primær regulering, såsom forordninger og direktiver udformet på baggrund af generelle principper. Level-2 dækker over mere detaljeret, teknisk regulering, som udfærdiges af Kommissionen støttet af level-2 komitéerne. Level-3 vedrører ensartet gennemførelse og samarbejde imellem tilsynsmyndighederne, imens level-4 berører anvendelsen og håndhævelsen af reguleringen.

Regelgrundlaget for den danske finansielle sektor er med tiden således overvejende blevet et resultat af EU-lovgivning, der ofte igen afspejler et bredere internationalt samarbejde, f.eks. i Basel-Komiteen.¹ Det internationale samarbejde om reguleringen af den finansielle sektor er både ønskeligt og nødvendigt i en verden med frie kapitalbevægelser på tværs af landegrænser. Det øger konkurrencen og produktudbud-

¹ Basel-Komiteen (Basel Committee on Banking Supervision) blev oprettet i 1974 med det formål at styrke det internationale finansielle systems stabilitet. Komiteen består af repræsentanter fra en række landes centralbanker og finanstilsyn.

det samtidig med, at det sikrer fælles spilleregler. Den øgede internationale koordinering af den finansielle regulering medfører dog også, at det kun i begrænset omfang er muligt at regulere den danske finansielle sektor via særlige danske regler. Samtidig har der gennem tiden været et ønske om, også fra sektorens side, at sikre lige konkurrencevilkår for danske finansielle virksomheder med udenlandske konkurrenter, også kaldet "level playing-field", hvorfor udgangspunktet i gennemførelsen af de internationale regelsæt har været, at der ikke sker overimplementering, selv om der måtte være fleksibilitet hertil, medmindre særlige danske forhold berettigede hertil.²

Også regulering af forbrugerforhold på det finansielle område er i de senere år blevet omfattet af EU-lovgivning. Der er dog et vist større nationalt spillerum for reguleringen på området, jf. kapitel 14.

Reguleringen inden krisen var i høj grad baseret på en filosofi om markedsøkonomisk disciplin og markeds-mæssigt tilsyn, hvor det var overladt til ledelsen at drive virksomheden forsvarligt, og sikre at deres forretningsmodel var holdbar. Det var forventningen, at særligt de større professionelle investorer ville udøve disciplin og markeds-mæssig overvågning af de finansielle virksomheder, hvilket blev anset for at være et vigtigt supplement til reguleringen og tilsynet med institutternes solvens og likviditet mv. Basel-Komiteen understregede således også med Basel II-reglerne vigtigheden af en effektiv markedsdisciplin og gennemsigtighed på markederne, jf. afsnit 7.1.2.

Selvom reguleringen gradvist har givet tilsynsmyndighederne stadig flere, og mere indgribende, beføjelser, så er det sket, uden at ledelsens eget ansvar for at sikre en holdbar forretningsmodel og i øvrigt en sund virksomhedsdrift er blevet svækket. Det er for at undgå bl.a. en svækkelse af ledelsens erstatningsansvar.

To centrale regelsæt for pengeinstitutterne er regnskabsreglerne ("IFRS")³ og kapitaldækningsreglerne. Reglerne blev ændret med virkning fra primo 2005. Ændringerne i disse regelsæt beskrives nærmere nedenfor.

7.1.1 IFRS

I 2005 blev der ved EU-forordning indført et nyt regnskabsregime baseret på de internationale IFRS-standarder (Forordning nr. 1606/2002 af 19. juli 2002), der fundamentalt ændrede på den måde, som nedskrivninger skulle foretages på. I dette afsnit beskrives IFRS og konsekvenserne heraf, mens Finanstilsynets tilgang til håndhævelsen af IFRS reglerne beskrives i afsnit 7.2.1.

Forordningen, som havde direkte retsvirkning i Danmark, pålagde børsnoterede virksomheder at anvende IFRS i deres koncernregnskaber fra 1. januar 2005. Da de børsnotede kreditinstitutter stod for 90 pct. af det samlede udlån, blev det besluttet, at de nationale regnskabsregler, som de øvrige pengeinstitutter var underlagt, så vidt muligt skulle være forenelige med IFRS på dette område. Således kunne kreditinsti-

² Det tværministerielle kontaktudvalg vedrørende det finansielle marked (Boligministeriet, Erhvervsministeriet, Skatteministeriet, Økonomiministeriet, Finansministeriet, Statsministeriet samt Finanstilsynet og Nationalbanken) anførte i 1991, at det kunne være hensigtsmæssigt at lægge sig over minimumskraverne på en række områder.

³ International Financial Reporting Standards (IFRS) er internationale regnskabsstandards udgivet af standardorganet IASB International Accounting Standards Board siden 2001.

tutter, der udarbejdede koncernregnskab efter IFRS, anvende samme opgørelser (værdiansættelser) i selskabsregnskabet, som blev udarbejdet efter de danske regler.

Indførelsen af de nye IFRS-regler betød, at det hidtidige ”forsigtighedsprincip”⁴ i de danske regnskabsregler blev erstattet af et ”neutralitetsprincip”, som medførte, at tab først måtte nedskrives regnskabsmæssigt, når der forelå objektiv indikation for værdiforringelse (OIV).

Før indførslen af IFRS skulle der i henhold til de dagældende regler foretages tabsafskrivninger eller hensættelser til tab i det omfang, som ledelsen skønnede nødvendigt og tilstrækkeligt. Afskrivninger og hensættelser skulle ikke kun ske for konstaterede tab, men også for sandsynliggjorte tab. Fastsættelsen af de hensættelser, der dengang kunne foretages på udlånene, var i vid udstrækning op til det enkelte institut. Der var en vis grad af skønsmæssig for instituttet, og der var en praksis i institutterne for at hensætte i den høje ende af intervallet for forsvarlige hensættelser i gode tider. Det vil med andre ord sige, at tendensen i de gode tider mere var at hensætte for meget end for lidt. Det havde den fordel, at der blev opbygget en ”skjult” hensættelsesreserve, som instituttet kunne bruge af, når det blev dårligere tider. De gamle regler åbnede således mulighed for at opbygge en kapitalstødpude, som det enkelte institut kunne anvende til at stå imod med i perioder med tab, og som gav mulighed for, at der var institutter, som kunne overtage et nødlidende institut uden at få sin bundlinje ødelagt det følgende år. Reglerne gav dermed imidlertid også pengeinstitutterne mulighed for, via regnskabet resultatopgørelse, at opbygge og forbruge hensættelser uafhængigt af den faktiske udvikling i tab på udlånene. Det betød dels, at det kunne være vanskeligt at vurdere den faktiske udvikling i udlånsporteføljen, og dels muliggjorde det en indkomstudligning over årene, så resultaterne i de enkelte år i højere grad kunne fremstå ens og dermed give et indtryk over for aktionærer, investorer mv. som værende stabile. Stabile resultater kan i modsætning til meget svingende resultater tolkes som, at der er styr på driften og forretningen, hvilket – hvis det er et aktieselskab – er af betydning for aktiekursen. Desuden gav den øgede mulighed for skønsmæssige hensættelser pengeinstitutterne mulighed for at udskyde beskattningen af overskud. Efter de dagældende regler undgik institutterne beskattning, hvis de indregnede pengene i hensættelser i stedet for i årets resultat. Skatten skulle først betales, såfremt pengene blev ført tilbage til instituttets overskud som en indtægt, hvilket gav yderligere incitament til at bevare hensættelserne som en skjult reserve. I yderste konsekvens kunne det medføre, at regnskaberne ikke var retvisende og at størrelsen af hensættelserne mere var udtryk for skattespekulation end overvejelser om finansiell robusthed i det enkelte institut.⁵

For at modvirke denne opbygning af skjulte reserver var der derfor også, inden de nye IFRS-regnskabsregler trådte i kraft, blevet indført en særlig hensættelsesafgift,

⁴ Forsigtighedsprincippet var blevet fastsat i den danske banklovgivning i 1930 foranlediget af bankkrisen i 1920’erne.

⁵ Jf. f.eks. statsautoriseret revisor Thomas Hjortkær Petersen fra Deloitte: *”Banker, der har, kan du sige, overskud, og ikke har brug for den regnskabsmæssige egenkapital, kan jo have skattemæssige overvejelser ved at hensætte eller nedskrive for meget. Og det er der også et argument for flere steder [...] Bankerne har selvfølgelig også en interesse i at kunne vise stabile resultater.”*, jf. Sandøe & Svaneborg (2013), s. 235.

idet reglerne for pengeinstitutters adgang til fradrag for nedskrivninger var blevet fundet for lukrative. I den sammenhæng havde Finanstilsynet fået til opgave at kontrollere nedskrivningerne for derigennem at sikre, at institutterne foretog en korrekt opgørelse af det skattemæssige fradrag for nedskrivninger. Denne forpligtelse var en forudsætning for, at det blev accepteret, at pengeinstitutter i modsætning til andre virksomheder, skattemæssigt kunne fradrage nedskrivninger på udlån, selv om beløbene endnu ikke var endeligt tabt.⁶

De nye IFRS-regnskabsregler indebar, at disse skjulte reserver kom frem i lyset, hvilket havde den fordel, at hensættelserne i højere grad ville afspejle den faktiske udvikling i tabene. Man gik fra skjulte til åbne reserver.

Konsekvenser af IFRS

Med de nye regnskabsregler var det forventningen, at øget gennemsigtighed i opgørelserne ville bidrage til, at ejerne kunne holde ledelsen ansvarlig for udviklingen, og investorerne bedre kunne vurdere institutternes værdi. Det ændrede reguleringsmæssige regime var således baseret på den markedsøkonomiske overbevisning om, at hvis regnskaberne var retvisende, ville markedet og investorerne disciplinere de dårlige virksomheder. Holdningen i sektoren til de nye regler var meget forskellig både på tværs af institutter og over tid.⁷

Med indførelsen af de ændrede internationale regnskabsprincipper, og de deraf ændrede danske regnskabsregler, blev der åbnet for betydelige tilbageføringer af tidligere foretagne hensættelser til tab. Konsekvenserne vurderes særligt at have gjort sig gældende for pengeinstitutterne, mens der for realkreditinstitutterne har været mindre konsekvenser. Der kan ikke gives et præcist skøn over tilbageførslerne, men den umiddelbare engangseffekt på de akkumulerede nedskrivninger som følge af overgangen til de nye IFRS-regnskabsregler vurderes at have været tilbageførsler i størrelsesorden 10 mia. kr. i 2005. Dette beløb bestod af henholdsvis den rene over-

⁶ Det fremgår af lovbemærkningerne til lovforslaget om indførsel af hensættelsesafgiften, at udgangspunktet i skattelovningen var, at tab kunne fradrages, når de var konstateret eller sandsynliggjort, men at penge- og kreditinstitutter regnskabsmæssigt skal foretage de nødvendige og tilstrækkelige hensættelser til tab på udlån og garantier mv., og at det i forhold til disse institutter efter fast praksis accepteres, at de kan fradrage de regnskabsmæssige hensættelser ved indkomstopgørelsen, uagtet at de regnskabsmæssige kriterier for, hvornår en hensættelse er nødvendig, ikke nødvendigvis er sammenfaldende med de skattemæssige kriterier for, hvornår et tab kan fradrages. Hensættelsesafgiften blev derfor indført for at beskatte noget af den rentefordel, pengeinstitutterne fik, som følge af, at de regnskabsmæssigt kunne foretage hensættelser på et tidligere tidspunkt end det, der svarede til de skattemæssige kriterier herfor, hvilket øvrige virksomheder ikke kunne.

⁷ Dette illustreres f. eks. ved, at formanden De Lokale Pengeinstitutter på årsmødet i 2003 gav udtryk for betænkelighed ved at skulle forlade de nuværende hensættelsesprincipper, og bl.a. udtalte *"Det virker aldeles absurd, at vi nu – hvor dårligere vejr måske er ved at være i syne – erfarer, at man fra EU's side lægger op til en ny dresscode og endda en dresscode, som er påtvungen [...] jeg [vil] gerne slå fast, at vi fra Lokale Pengeinstitutters side er stærkt betænkelige ved at skulle forlade de nuværende hensættelsesprincipper, da dette på sigt kan røkke ved den finansielle stabilitet"*. Finansrådet kvitterede imidlertid i sit høringssvar af 6. september 2004 for forslaget om den foreslåede gennemførelse af EU's forordning om anvendelse af de internationale regnskabsstandarder. Formanden for Finansrådet bemærkede endvidere på en af Finanstilsynet afholdt konference om *"Finansielle kriser – hvordan opstår de – hvordan kan de bekæmpes"* i 2006, bl.a.: *"Man kan dertil overveje, om de tidligere forsigtige principper for hensættelser [efter de tidligere regnskabsregler før 2005, red.] ikke i virkeligheden havde en forstærkende effekt på bankkrisen. [...] Der er næppe tvivl om, at den kraftige hensættelsesaktivitet i krisens indledende periode har virket kontraktiv."*

gangseffekt på ca. 6 mia. kr., jf. de indberettede åbningsbalancer, tillagt skøn for forudgående og efterfølgende mere gradvise tilpasninger på ca. 4 mia. kr.

Effekten på de samlede nedskrivninger ved indgangen til den finansielle krise ultimo 2007 kan forsigtigt skønnes at være i størrelsesordenen ca. 25-50 mia. kr. Det er summen af tilbageførslerne og efterfølgende lavere hensættelser. Med en gennemsnitlig gearing blandt pengeinstitutter på 7, blev den samlede udlånskapacitet i årene 2005-07 alt andet lige forøget i størrelsesordenen 175-350 mia. kr.⁸

Det var hensigten, at reduktionen i nedskrivningerne skulle indgå i kreditinstitutternes vurdering af deres individuelle solvensbehov, men der tilsigtedes ikke med lovændringen en generel skærpelse af kapitalkravene, jf. nærmere nedenfor. Alt andet lige ville lavere nedskrivninger svare til lavere kapitalstødpuder. Indførelsen af IFRS kom derfor i praksis til at øge institutternes udlånskapacitet under en højkonjunktur og reducerede institutternes modstandskraft under den efterfølgende finansielle krise.⁹

7.1.2 Basel I og II

Med virkning fra 1991 blev der i Danmark indført nye kapitaldækningskrav til pengeinstitutterne opgjort efter fælles EF-retningslinjer om minimumskapitalkrav. EF-retningslinjerne opfyldte den minimumsstandard for egenkapitalkrav, som Basel-komiteen nåede til enighed om i 1988 (Basel I-reglerne). Det indebar, at de danske pengeinstitutters kapitaldækning fremover skulle måles i forhold til de risikovægtede aktiver frem for de samlede gælds- og garantiforpligtigelser. Indførelsen af de nye kapitalkrav skulle ske gradvis over en årrække. Den ansvarlige kapital skulle udgøre mindst 10 pct. af de risikovægtede aktiver i 1991 og 1992, 9 pct. i 1993 og 1994 og endelig 8 pct. fra 1995.

I Danmark indebar overgangen til Basel I-reglerne for kapitaldækning en væsentlig lempelse af det lovfastsatte kapitalkrav til pengeinstitutterne. Lempelserne i solvenskravene betød, at institutterne generelt ikke kom så tæt på den lovgivningsmæssige grænse, som de – alt andet lige – ellers ville have været i en periode med dårlige resultater, jf. Økonomiministeriet (1994).

Med virkning fra 1996 blev kapitalkravene til pengeinstitutterne skærpet en anelse. Det skete ved, at pengeinstitutterne fremover blev solvensbelastet af markedsrisici (rente-, aktie- og valutakursrisici mv.) på handelsbeholdningen, herunder markedsrisici i forbindelse med afledte finansielle instrumenter (derivater). De ændrede regler gennemførte EU's kapitaldækningsdirektiv om markedsrisiko fra 1993. De skærpede kapitalkrav svarede til et gennemsnitligt fald i pengeinstitutternes solvens på omkring 1 procentpoint.

⁸ Det skal bemærkes, at noget af denne forøgelse af udlånskapaciteten måske var kommet uanset gennemførelsen af IFRS-reglerne, som konsekvens af optimismen og den tilsyneladende stabile økonomiske udvikling, hvilket alt andet lige giver pengeinstitutterne incitament til lavere hensættelser. Ligeledes kunne pengeinstitutterne sandsynligvis have rejst kapital på markedet.

⁹ I Dansk Bankvæsen (2011), kap. 10, påpeges ligeledes den uheldige timing i indførelsen af IFRS.

Boks 7.4 De tre søjler i Basel II-kapitaldækningsreglerne

Søjle 1: Minimumskapitalkrav

Minimumskapitalkravet i søjle 1 skulle opgøres som summen af minimumskapitalkrav for operationelle risici, markedsrisici og kreditrisici. Det samlede minimumskapitalkrav skulle i lighed med reglerne i Basel I udgøre 8 pct. af de risikovægtede poster.

Eksplícitte kapitalkrav for operationelle risici var en nyskabelse i Basel II, mens der kun i begrænset omfang var ændret på reglerne for markedsrisiko. Derimod blev reglerne for kreditrisici, som er den risiko med størst betydning for penge- og realkreditinstitutter, udbygget væsentligt. Kreditrisikoen blev opgjort ved en sammenvægtning af alle aktiver med forskellige risikovægte for at fastlægge de samlede risikovægtede aktiver. Institutterne kunne vælge mellem tre metoder til opgørelse af kapitalkravet for kreditrisiko med forskellig grad af kompleksitet. Den enkleste metode var standardmetoden, hvor risikovægtene var fastlagt regulatorisk. Standardmetoden til opgørelse af kreditrisiko blev fortrinsvis anvendt af mindre og mellemstore penge- og realkreditinstitutter.

Derudover er der to interne ratingmetoder (en grundlæggende og en avanceret), hvor institutternes egen viden om kreditrisikoen kunne udnyttes, og institutterne selv kunne estimere de risikovægte, som kreditengagementerne skulle indgå med. De interne metoder blev fortrinsvis anvendt af store penge- og realkreditinstitutter. På de dele af kundeporteføljen, der ikke var omfattet af den interne metode, anvendte institutterne i stedet standardmetoden. Et institut skulle ansøge Finanstilsynet om tilladelse til at anvende denne metode på hele eller dele af kundeporteføljen, og Finanstilsynet førte tilsyn med anvendelsen. I beregningen af de risikovægtede poster med kreditrisiko ud fra den interne metode indgik fire centrale parametre: sandsynligheden for misligholdelse, tabet givet misligholdelse, konverteringsfaktoren og løbetiden. Forskellen mellem den grundlæggende og den avancerede interne metode bestod i antallet af parametre, som instituttet havde tilladelse til at estimere på egen hånd. I den grundlæggende interne metode estimerer institutterne alene konkurssandsynlighed, mens de øvrige parametre er regulatorisk bestemt. I den avancerede interne metode estimeredes alle fire parametre. Alle institutter, der anvendte den interne metode, skulle løbende være i stand til at dokumentere, validere og teste de bagvedliggende parameterestimationer, så den interne metode gav retvisende resultater.

Muligheden for at basere risikovægtene på interne kreditvurderingsmodeller indebar imidlertid også, at reguleringen i et vist omfang i hvert fald blev medcyklisk. En forværring af de generelle økonomiske forhold vil således højst sandsynligt medføre en overgang fra gode til dårlige kreditvurderingsklasser i de interne kreditvurderingsmodeller, og dermed føre til højere risikovægte og omvendt, når det er gode tider. Som følge af de højere risikovægte vil kravene til institutternes solvens blive forøget under en konjunkturedgang, mens det modsatte vil gøre sig gældende under et konjunkturopsving.

Søjle 2: Tilsynsproces

Søjle 2 var baseret på, at institutterne løbende skulle foretage en vurdering af eget solvensbehov. Endvidere skulle tilsynsprocessen styrkes. Søjle 2 indeholdt således en række anbefalinger til tilsynsmyndighederne vedrørende overvågning af de finansielle institutter. Der var bl.a. forslag om anvendelse af differentierede kapitalkrav, der var højere end minimumskapitalkravet på 8 pct., ud fra den betragtning, at de forskellige institutter havde meget forskellige risikoprofiler og tage højde for risici, der ikke blev indfanget ved opgørelsen af de risikovægtede poster. Institutterne skulle således etablere en intern proces til vurdering af deres individuelle solvensbehov. Tilsynsmyndighederne skulle tillige kunne gribe tidligere ind, og generelt skulle de overvåge institutternes interne procedurer til vurdering af deres risikoprofil og kapitalgrundlag. Tilsynsmyndigheden kunne således også pålægge et institut et højere individuelt solvenskrav end minimumskravet. EU-lovgivningen trådte i kraft primo 2007, men i Danmark skulle pengeinstitutterne opgøre deres individuelle solvensbehov efter lignende principper allerede primo 2005.

Søjle 3: Markedsdisciplin

Søjle 3 om markedsdisciplin beskrev, hvorledes institutterne ved offentliggørelse af oplysninger om deres kapitalgrundlag mv. kunne medvirke til at skabe finansiell stabilitet og mere gennemsigtige markeder.

I 1999 sendte såvel Basel-Komiteen som Europa-Kommissionen forslag til revision af kapitaldækningsreglerne i høring. De nye Basel II-forslag – baseret på 3 søjler – tog i højere grad end det dagældende regelsæt højde for den finansielle innovation, mo-

derne risikostyringsteknikker og interne kontrolprocedurer samt mere generelt nye risikotyper, jf. boks 7.4. Andre risici end kredit- og markedsrisici, f.eks. operationel risiko¹⁰, indgik således ikke eksplicit i de på daværende tidspunkt gældende kapitalkrav. Hertil kom, at de dagældende kreditrisikovægte var for grovmaskede. Hverken Basel I eller II-reglerne indeholdt imidlertid krav til institutternes likviditetsberedskab.

Baselkomiteen offentliggjorde i juni 2004 de endelige Basel II-regler, og Ecofin-Rådet (Rådet af økonomi- og finansministre i EU) nåede i december 2004 til politisk enighed om at gennemføre reglerne i EU. Der blev lagt op til, at gennemførelsen af Basel II-reglerne skulle finde sted med virkning fra 1. januar 2007, dog med visse overgangsordninger. Med Basel II-reglerne for kapitaldækning blev der indført mulighed for at anvende differentierede kapitalkrav (fastsættelse af individuelt solvensbehov), der var højere end minimumskapitalkravet på 8 pct., så kapitalkravet i højere grad afspejlede de risici, som det enkelte pengeinstitut påtog sig. Ved vurderingen af solvensbehovet skulle bestyrelsen og direktionen i den finansielle virksomhed blandt andet tage højde for virksomhedens forretningsprofil, risikokoncentrationen, vækstforventninger, muligheder for at fremskaffe kapital mv.

Den internationale regulering lagde samtidig op til, at institutternes kapitalgrundlag bl.a. skulle være en funktion af modellerede risici, som især de største institutter kunne gøre brug af.

Konsekvenser af de nye kapitaldækningsregler

Overgangen fra Basel I med fokus på kapitalpolstring til Basel II med fokus på risikostyring blev generelt positivt modtaget af den finansielle sektor i Danmark. Der var således stor tiltro til, at anvendelsen af risikovægte, rating af udlånsporteføljerne og stresstest mv. kunne legitimere lavere kapitalstødpuder uden, at det ville betyde en større risikoeksponering af institutterne. Matematisk modellering blev i vidt omfang brugt til at optimere kapitalstrukturen.

Formanden for Finansrådet udtalte på konferencen om "Finansielle kriser – hvordan opstår de – hvordan kan de bekæmpes" i 2006, at: *"De nye kapitaldækningsregler, der knytter kapitalkravet tættere til den faktiske økonomiske risiko frem for de tidligere "one size fits all-regler" bidrager klart til en tættere engagementsstyring, der udover kreditrisikoen tillige medtager den operationelle risiko. Man bliver så at sige tvunget til at forhold sig mere aktivt til sine risici – herunder ikke mindst kreditrisici. [...] Til de der mener, at de tidligere regler gav en stødpude, når det gik ned ad bakke, kan man måske sige, at reglerne måske snarere var en sovepude end en stødpude. Den rating af låneporteføljens kvalitet, som de fleste institutter i dag anvender, vil betyde, at der på et langt tidligere tidspunkt gives et signal om, at der er begyndt at være skred i debitorernes evne til at betale tilbage. Og her tror jeg, at institutterne er blevet langt bedre til at igangsætte handlingsplaner for engagementer, der viser svaghedstegn. Der er heller ingen tvivl om, at stress-tests er forbedret kraftigt gennem årene. Ratings og stress-tests indgår i dag som integrerede del af bankdriften."*

¹⁰ Ved operationel risiko forstås risikoen for tab som følge af u hensigtsmæssige eller mangelfulde interne procedurer, menneskelige fejl og systemmæssige fejl eller som følge af eksterne begivenheder, inklusive retlige risici. Eksempler på operationel risiko er f.eks. nedbrud i et instituts it-systemer.

Risikostyring var tidens mantra, og institutterne m.fl. var overbeviste om, at man var blevet væsentlig bedre til at måle og styre risici.

Det ændrede fokus fra kapitalpolstring til risikostyring med overgangen til Basel II viste sig at give institutterne muligheder for større udlåns gearing, der kunne bruges til endnu større udlån, hvilket institutterne valgte at benytte sig af. Det er således værd at bemærke, at den faktiske udlåns gearing var præget af en markant stigning efter lempelsen af kapitalkravene i forbindelse med gennemførelsen af Basel II i 2007, jf. afsnit 8.1.3. Det skønnes, at effekten af de nye regler svarede til 35 mia. kr. i reduceret kapitalkrav, jf. Nationalbanken (2007).¹¹ Der er dog i dette skøn ikke taget højde for, at der var og fortsat er overgangsregler, som begrænser den fulde lempelse af Basel II. Skønnet overvurderer derfor effekten. Under alle omstændigheder betød lempelsen dog, at institutterne var svagere kapitalmæssigt polstrede ved indgangen til krisen end de ellers ville have været. Lempelsen skal ses i lyset af, at tilsynsmyndighederne og den finansielle sektor – både i Danmark og i udlandet – reelt troede, at man var blevet bedre til at måle og styre risiko.

Derudover blev det hidtidige krav om kapitaldækning af puljemidler ophævet i 2005, hvilket førte til en yderligere lempelse af kapitalkravene til institutterne på op til 5 mia. kr.¹²

Som følge af, at pengeinstitutterne allerede skulle opgøre deres individuelle solvensbehov fra 1. januar 2005 efter samme principper som søjle 2 i Basel II, jf. næste afsnit, fik Finanstilsynet ligeledes hjemmel til at fastsætte individuelle solvenskrav til institutterne allerede fra januar 2005, hvis Finanstilsynet fandt, at det af ledelsen opgjorte solvensbehov ikke var tilstrækkeligt, og tilsynet kunne løfte det forvaltningsretlige dokumentationskrav for dette, jf. nedenfor afsnit 7.2.1. Fastsættelse af sådanne højere individuelle solvenskrav ville sædvanligvis ske i forbindelse med en tilsynsinspektion i det enkelte institut.

Sammenhæng ml. Basel II og IFRS

I Danmark blev det vedtaget at førtidsimplementere reglerne om individuelt solvensbehov, så pengeinstitutterne allerede fra 1. januar 2005 skulle opgøre deres individuelle solvensbehov efter principperne i søjle 2 i Basel II-reglerne. Det skete for at sikre en smidig overgang til de nye kapitaldækningsregler og i forlængelse af de nye IFRS-regnskabsregler. I lyset af mindre hensættelser som følge af de nye IFRS-regnskabsregler, havde denne førtidsgennemførelse således bl.a. til formål at forpligte ledelserne i kreditinstitutterne til at vurdere deres individuelle risikoeksponering og dermed i fornødent omfang helt eller delvist fortsat at binde den kapital, der ville blive frigivet ved overgangen til de nye regnskabsregler i selskabet. Førtidsgennemførelsen skulle derved medvirke til at fastholde rammebetingelserne for stabiliteten i institutterne i lyset af de tilbageførte hensættelser som følge af de nye IFRS-regnskabsregler.

¹¹ Det fremgår af indberetninger til Finanstilsynet, at ændringen af solvensreglerne primo 2005 bevirkede solvensbehovsreservationer i perioden 2005-07 for ca. 10 mia. kr., svarende til 0,4 pct. af udlån og garantier.

¹² Aktiver i puljeordninger skulle fremover indgå i handelsbeholdningen, således at pengeinstituttet ikke blev kapitalbelastet, hvad angik de aktiver der erhverves for puljepensionsmidler.

Udgangspunktet var fra og med 2005 således, at institutterne skulle fastsætte deres individuelle solvensbehov, og der var i lovgivningen metodefrihed til, hvordan opgørelsen af solvensbehovet skete. Ved høringen over lovforslaget til gennemførelse af reglerne gav Finansrådet udtryk for, at en førtidsgennemførelse af reglerne om individuelt solvensbehov ikke var nødvendig.¹³

Det fulgte af de nye kapitaldækningsregler, at kreditinstitutterne skulle kompensere for lavere nedskrivninger ved at indregne risikoen i opgørelsen af det individuelle solvensbehov efter de regler, som var gældende fra 1. januar 2005. Hvis ledelsen i det enkelte institut vurderede, at der var forøgede risici forbundet med et eller flere engagementer, uden at der var indtrådt OIV, så skulle det afspejles i beregningen af de individuelle solvensbehov. Det fulgte således eksplicit af bemærkningerne til loven i relation til opgørelsen af det individuelle solvensbehov, at:

"I forbindelse med overgangen til de samtidigt foreslåede nye regnskabsregler vil især pengeinstitutternes egenkapital blive større, uden at virksomhedens risikoprofil har ændret sig, hvorfor selskaberne skal lade denne effekt indgå i vurderingen af solvensbehovet. For de selskaber, som før den 1. januar 2005 opgør solvensbehovet på et forsvarligt niveau, vil solvensbehovet maksimalt skulle øges med nettovirkningen efter skat af overgangen til de nye regnskabsregler".

Med andre ord betød overgangen fra gamle til nye regnskabs- og kapitaldækningsregler således ikke, at et pengeinstitut fik færre muligheder for at afsætte tilstrækkelige midler til dækning af indtrufne tab og til dækning af risiko på udlånene derudover.¹⁴ Hensigten var, at risikoen skulle afspejles ved solvensreservationerne og ikke være skjult i hensættelserne til tab. Men i lyset af lovbemærkningerne, herunder særligt formuleringen "maksimalt øges med nettovirkningen", må det alt andet lige have været forventningen, at pengeinstitutterne ville få frigivet midler som følge af IFRS-regnskabsreglerne selv med førtidsgennemførelse af de nye kapitaldækningsregler. Det kunne f.eks. være tilfældet, hvis institutterne under de før-IFRS gældende regnskabsregler havde hensat for meget; en sådan "ekstrahensættelse" ville ikke skulle indregnes i det individuelle solvensbehov ved overgangen til IFRS, og ville således blive frigivet. I den forbindelse skal det også bemærkes, at det i lovforslaget blev anført, at der ikke var tiltænkt en generel forhøjelse af solvenskravet til sektoren som helhed med indførslen af de nye regler. Af lovforslaget fremgik det således, at:

"Der tilsigtes ikke med indførelse af de nye regler en generel stramning af solvenskravet for sektoren som helhed" og "Ændringerne i solvensreglerne indebærer, at

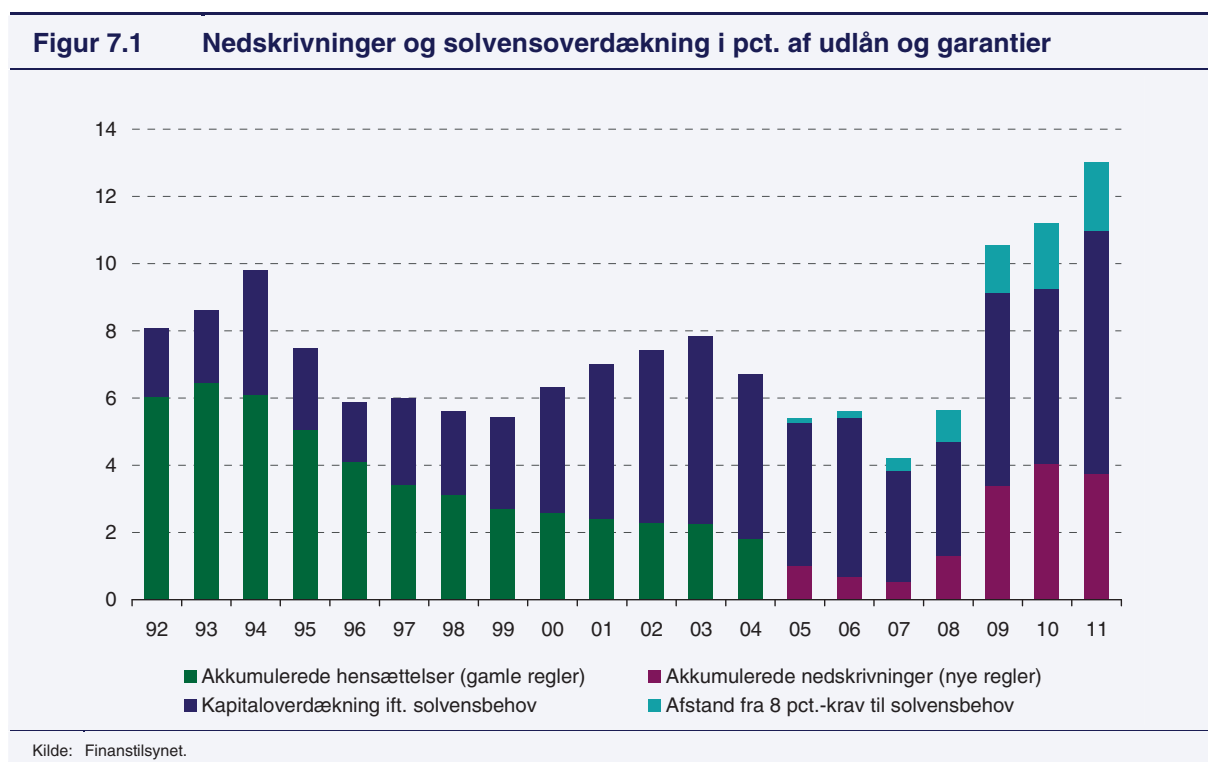
¹³ Finansrådet anført sit høringssvar af 6. september 2004: "[...] Ifølge lovforslaget skal ledelsen i pengeinstitutter m.fl. fastsætte et individuelt solvensbehov for virksomhed. Hvis Finanstilsynet finder, at ledelsens opgjorte solvensbehov ikke er tilstrækkeligt, gives der mulighed for at fastsætte et individuelt solvenskrav til de finansielle virksomheder. Tanken om individuelle kapitalkrav baseret på skønsmæssige vurderinger fra tilsynenes side indgår som et vigtigt element i EU-direktivudkastet (93/6/ECC) til CAD III, som ventes at skulle udmøntes i national lovgivning med henblik på anvendelse fra 2007. Finansrådet finder imidlertid, at der vil være væsentlige problemer ved at indføre disse tanker i dansk lovgivning allerede nu. Finansrådet bekendt er der ikke andre lande, der i en overgangsperiode indfører ekstra kapitalkrav som følge af ændrede regnskabsregler ved en overgang til IAS/IFRS standarder."

¹⁴ Forskellen var, at den del af hensættelserne, der efter de gamle regler blev afsat ud fra ikke-objektive kriterier (a-hensættelserne) og med resultateffekt, efter de nye regler skulle indgå under solvensbehovet uden at påvirke regnskabsresultatet. De samlede midler, der af ledelsen skulle afsættes til tab og risiko for tab, var således principielt uændret.

enkelte særligt risikoeksponerede finansielle virksomheder kan risikere at få et højere kapitalkrav, end hvad der gælder i dag. Der er dog ikke tale om en generel forhøjelse af solvenskravet. De fleste virksomheder har i øvrigt i dag en væsentligt højere solvens end lovens minimum.”

Med andre ord forventedes indførslen af IFRS at ville føre til, at institutterne ville øge deres individuelle solvensbehov i en vis udstrækning som følge af tilbageførsler af hensættelser, dvs., et højere Søjle-2 krav efter kapitaldækningsreglerne, men reglerne forventedes i sig selv ikke at føre til en generel forhøjelse af institutternes solvenskrav.

Med den viden, der haves i dag, kan det siges at indførelsen af IFRS og Basel II (samt ophævelsen af krav om kapitaldækning af puljemidler) under en højkonjunktur var u hensigtsmæssig. Den samlede effekt af overgangen til Basel II og indførelsen af de nye regnskabsregler var, at pengeinstitutternes stødpuder blev væsentlig reduceret op til krisen, jf. figur 7.1. Pengeinstitutternes kapitalpolstring målt som summen af deres kapitaloverdækning og hensættelser/nedskrivninger blev næsten halveret fra 2003 til 2007.



7.2 Det finansielle tilsyn

Det finansielle tilsyn spiller en vigtig rolle for samfundsøkonomien. Et effektivt finansielt tilsyn medvirker til at skabe tryghed for indskydere og investorer og bidrager til finansiell stabilitet.

Tilsynet med de konkrete finansielle virksomheder og markeder omfatter bl.a. tilsyn med, at virksomhederne overholder de til enhver tid gældende krav til tilgængelig kapital og likviditet, oplysningsforpligtelser mv. Tilsynet finder sted med hjemmel i særligt lov om finansiell virksomhed, og hviler på legalitetsprincippet, der indebærer, at

myndighedsbeslutninger, som griber ind i virksomhedernes frihed og rettigheder, altid skal have hjemmel i lov.

I Danmark har tilsynet med virksomheder og markeder siden 1988 været samlet i Finanstilsynet. Baggrunden for at samle det finansielle tilsyn i én myndighed var primært fremvæksten af finansielle koncerner, der havde aktiviteter inden for flere, eller alle, finansielle områder.¹⁵ Udviklingen hen imod finansielle koncerner skabte behov for at sikre ensartede konkurrencevilkår og tilsyn for alle institutternes aktiviteter. En tilsvarende udvikling fandt blandt andet sted i Norge og Sverige.

Tilsynet med den overordnede finansielle stabilitet fokuserer ikke på de enkelte finansielle virksomheder, men på at sikre, at det finansielle system som helhed er stabilt, og at der ikke opbygges risici, som kan underminere denne stabilitet til skade for den generelle samfundsøkonomi. I Danmark overvåger Nationalbanken stabiliteten i det finansielle system.

I det følgende beskrives Finanstilsynets og Nationalbankens konkrete opgaver og de instrumenter de anvendte inden krisen til at modgå finansiell ustabilitet.

7.2.1 Finanstilsynet

Finanstilsynet varetager det samlede finansielle tilsyn med de finansielle virksomheder og markeder (mikrotilsyn). Det omfatter tilsynet med de enkelte finansielle virksomheder – kreditinstitutter, forsikringsselskaber og pensionskasser, investeringsforeninger mv. Fokus i dette tilsyn er på, om de finansielle virksomheder overholder krav om tilstrækkelig kapital (solvenstilsyn), likviditet, god selskabsledelse, rapportering, risikostyring, regnskab mv. (det såkaldte forsigtighedstilsyn).

Derudover varetages tilsynet med de finansielle markeder som f.eks. de regulerede markeder, hvor der fokuseres på gennemsigtighed, herunder bl.a. offentliggørelse af intern viden, finansiell rapportering, prospekter, kursmanipulation og insiderhandel (det såkaldte markedstilsyn).

Endelig varetager Finanstilsynet forbrugertilsynet, der har til formål at sikre, at forbrugere og investorer får en fair og retelig behandling i henhold til god skik reglerne. Der er fokus på informationsforpligtelser overfor forbrugeren, retvisende markedsføring og kvalificeret rådgivning. Finanstilsynet overtog i 2003 det samlede ansvar for god skik på det finansielle område efter en længere periode, hvor Finanstilsynet og Forbrugerombudsmanden havde delt kompetence på området. Den delte kompetence resulterede i nogen usikkerhed omkring reguleringen af området og administrationen, jf. kapitel 14.

¹⁵ I 1988 blev Finanstilsynet etableret ved en sammenslutning af Bank- og Sparekassetilsynet og Forsikringstilsynet. Det følger af lovforslag nr. 80 af 18. november 1987, at *"Baggrunden for denne sammenlægning er, som det fremgår af betænkning nr. 1108/87 om brancheglidning i den finansielle sektor, at der er sket en betydelig udvidelse af aktiviteterne på kapitalmarkedet på tværs af den hidtidige traditionelle områdeafgrænsning. Som et naturligt modstykke til de tendenser, der er på kapitalmarkedet, findes det hensigtsmæssigt at have et samlet tilsyn, der administrerer de love, der vedrører dette marked.[...] Med overførslen af opgaver som anført, er det målet at tilvejebringe en styrelse, der på baggrund af et bredt sagsområde, og den dermed erhvervede ekspertise i langt større omfang, end det hidtil har været tilfældet, selvstændigt vil kunne forestå sagsbehandlingen inden for de områder, som tilsynet sagligt dækker[...]".* I 1990 indgik yderligere Realkredit-tilsynet i Finanstilsynet.

Det er i lov om finansiel virksomhed fastsat, at det finansielle tilsyn tilrettelægges af Finanstilsynets direktion. Ressortministeren har ingen instruktionsbeføjelse over for Finanstilsynet i forhold til tilrettelæggelsen af det finansielle tilsyn, hvilket er i fuld overensstemmelse med internationale tilsynsstandards, der indebærer, at et effektivt finansielt tilsyn skal være operationelt uafhængigt.¹⁶ Finanstilsynets tilsynsmæssige uafhængighed er et forhold, som Den Internationale Valutafond (IMF) nøje overvåger.

Samtidig bidrager Finanstilsynet til udarbejdelse af lovgivning og forhandling af direktiver og forordninger i EU. Det kræver en betydelig indsigt i virksomheder under tilsyn og en betydelig indsigt i en teknisk kompliceret lovgivning. Endelig bidrager Finanstilsynet med at samle og formidle information om den finansielle sektor (informationsvirksomhed). I den sammenhæng agerer Finanstilsynet under instruktion fra ressortministeren i overensstemmelse med de almindelige principper om over-/underordningsbeføjelser i det statslige administrative hierarki.

Mellem de tre ansvarsområder – tilsynsvirksomhed, reguleringsvirksomhed og informationsvirksomhed – er der et væsentligt samspil. Erfaringerne med tilsynsvirksomheden kan give inspiration til den rådgivning om udformningen af lovgivningen som Finanstilsynet giver og derigennem øve indflydelse på den del af regelsættet, som tilsynet selv fastlægger. Samtidig kan regulerings- og informationsvirksomhed bidrage på en hensigtsmæssig måde til at gøre tilsynsvirksomheden mere effektiv og mindre ressourcerkrævende.

Finanstilsynet havde fra 2003 og frem ca. 180 ansatte til at føre tilsyn. I de år, hvor væksten i den finansielle sektor var stor, var der betydelig afgang af specialister fra tilsynet til sektoren. Omsætningshastigheden var i 2006 og 2007 hhv. 20 og 28 pct. og det var i praksis ikke muligt at uddanne eller rekruttere specialister lige så hurtigt, som de afgik til den finansielle sektor.

Det Finansielle Råd (som er en sammenlægning af Det Finansielle Virksomhedsråd og Fondsrådet pr. 1. januar 2013) fungerer som en overordnet instans i Finanstilsynet. Rådet træffer afgørelser efter indstilling fra Finanstilsynet i sager af principiel karakter eller af vidtgående betydning for finansielle virksomheder, herunder afgørelser om påbud om højere kapitalkrav, og aktørerne på værdipapirmarkedet. Ligeledes er det Rådet, som træffer afgørelse om at overgive sager til politimæssige efterforskning. Finanstilsynet er forpligtet til at følge rådets afgørelser.

Det Finansielle Råd har således instruktionsbeføjelse overfor Finanstilsynets direktion i forbindelse med tilsynsvirksomheden og bliver løbende orienteret om virksomheder under skærpet tilsyn. Ligeledes udtaler Rådet sig om bekendtgørelser og vejledninger. Rådet bliver dog primært inddraget i konkrete tilsynsafgørelser mv. og dermed ikke i

¹⁶ Ressortministeren havde ikke i 2006 instruktionsbeføjelse i konkrete sager af principiel karakter eller af vidtgående økonomisk betydning for den enkelte virksomhed indenfor den sædvanlige tilsynsvirksomhed, hvor Finanstilsynet modtog instruktioner fra henholdsvis Det Finansielle Virksomhedsråd eller Fondsrådet, afhængig af sagens karakter. På andre områder indenfor tilsynsvirksomheden, som ikke faldt indenfor de to råds ansvarsområder, kunne ministeren give instruktioner, men gjorde det i praksis ikke indenfor den sædvanlige tilsynsvirksomhed givet fokus på at sikre operationel uafhængighed. Denne praksis blev kodificeret i lovgivningen i 2006.

tilsynets øvrige daglige drift. Sammensætningen af rådet sker med udgangspunkt i at sikre tilstedeværelsen af den fornødne praktiske og teoretiske sagkundskab.

Et pengeinstitut, der er uenig i Finanstilsynets afgørelser, har mulighed for at klage til Erhvervsankenævnet over Finanstilsynets afgørelser på tilsynsområdet. Det gælder også afgørelser om fastsættelse af solvensbehov og afgørelser om nedskrivninger. Virksomhederne har således mulighed for at få prøvet Finanstilsynets afgørelser på tilsynsområdet ved en højere administrativ klageinstans. Erhvervsankenævnet kan tillægge en klage opsættende virkning. Desuden kan institutterne indbringe Finanstilsynets og Erhvervsankenævnets afgørelser for domstolene med henblik på vurdering af hjemmelsgrundlag og erstatningsansvar.

Det bemærkes endvidere, at det er muligt at klage over Finanstilsynet til Folketingets Ombudsmand for så vidt angår mere forvaltningsmæssige spørgsmål (offentlighedsloven og forvaltningsloven).

Finanstilsynets tilsynsreaktioner før krisen

I perioden frem til 2008 var reguleringen og tilsynsvirksomheden herhjemme og i udlandet på det finansielle område tilrettelagt således, at det helt grundlæggende var ledelserne i pengeinstitutterne, der var ansvarlige for institutternes forretningsmodeller. Tilgangen var således, at de finansielle virksomheder gennem markedsdisciplin selv havde en vigtig rolle i at sikre en stabil finansiell sektor, som offentligheden kunne have tillid til.

Finanstilsynet skulle påse, at institutterne overholdt lovgivningen. Finanstilsynet kunne påbyde en finansiell virksomhed at foretage de nødvendige foranstaltninger, hvis virksomhedens økonomiske stilling var så forringet, at indskydernes, de forsikredes, obligationsejernes mv. interesser var udsat for en konkret fare, eller der var en betydelig risiko for, at virksomhedens økonomiske stilling ville udvikle sig således, at instituttet ville miste sin tilladelse.¹⁷ Finanstilsynet vurderede endvidere det enkelte instituts forretningsmodel i det omfang, det var relevant som led i vurderingen af institutternes opgjorte solvensbehov. I den forbindelse skal det bemærkes, at ledelserne i institutterne i forbindelse med deres opgørelse af det individuelle solvensbehov skulle tage højde for en række forhold, herunder risikokonzentration, store engagementer og udlånsvækst.

Desuden gav Finanstilsynet risikooplysninger til et institut, hvis tilsynet vurderede, at der var behov for at gøre opmærksom på, at instituttet havde en særlig forøget risiko på et område, herunder f.eks. hvis et instituts profil afveg fra gennemsnittet for sammenlignelige institutter. Ved at give risikooplysningerne berørte Finanstilsynet indirekte holdbarheden af institutternes forretningsmodeller, f.eks. udlånsvækst og stort indlånsunderskud. Men derudover så tilsynet sig ikke i stand til mere direkte at gribe ind overfor og påbyde et pengeinstitut at ændre sin forretningsmodel væsentligt,

¹⁷ Finanstilsynet kunne påbyde en finansiell virksomhed at udarbejde en redegørelse for virksomhedens økonomiske stilling, hvis der var grund til at antage, at den økonomiske situation var sådan, at virksomheden ville få problemer i fremtiden. Redegørelsen skulle sendes til orientering til tilsynet, og var primært relevant, når der var et område, som virksomheden ikke selv var tilstrækkelig opmærksom på. Redegørelsen var ikke tænkt som et tilsynsinstrument i situationer, hvor virksomheden agerede efter en bevidst strategi.

medmindre modellen medførte en betydelig risiko for, at instituttet ville miste sin tilladelse, jf. ovenfor. Finanstilsynet udmeldte ikke generelle pejlemærker for en ansvarlig forretningsmodel eller kom i øvrigt med gode råd om, hvordan ledelserne drev virksomhederne. Som konsekvens heraf var det i høj grad overladt til institutterne selv at vurdere, om deres forretningsmodel var holdbar. Finanstilsynet har efter krisen fået væsentlig større beføjelser til at gribe ind over for finansielle virksomheder, der vurderes at have usunde forretningsmodeller, jf. kapitel 13.

Tilsynet prioriterede tilsynsaktiviteterne i forhold til de virksomheder, hvor risikoen for overtrædelser – eller konsekvenserne heraf – var størst, dvs., at Finanstilsynets tilsynsvirksomhed var, og er, fortsat risikobaseret. Det medførte, at Finanstilsynet i årene før krisen havde fokus på at udvikle metoder til vurdering af virksomhedernes specifikke risiko for at miste tilladelsen. Det fremgik imidlertid ikke af lov om finansiell virksomhed, hvilke nærmere hensyn, der skulle danne grundlag for Finanstilsynets prioritering af tilsynsindsatsen. Det fremgik således ikke direkte af hverken lovtekst eller bemærkninger, at Finanstilsynet i sin tilrettelæggelse af tilsynet skulle fremme den finansielle stabilitet og tilliden til de finansielle virksomheder og markeder.¹⁸

Tilsynsvirksomheden byggede, og bygger fortsat, bl.a. på, at ledelsen og revisionen i det enkelte kreditinstitut er forpligtet til straks at underrette tilsynet, hvis der opstår tvivl om den finansielle virksomheds drift – hvilket bl.a. vil være tilfældet, hvis kravene til solvens eller likviditet ikke overholdes, eller der er udsigt hertil. Finanstilsynet traf desuden i overensstemmelse med legalitetsprincippet kun afgørelser, hvis virksomhedens handlinger enten indebar lovovertrædelser, eller handlingerne forudsatte Finanstilsynets tilladelse.

Hovedfokus var således på de enkelte finansielle virksomheder (mikrotilsynet) frem for den finansielle stabilitet, idet det var de enkelte virksomheder, der var regulatoriske krav til. Eksempelvis var Finanstilsynets tilsynsvirksomhed i årene op til krisen karakteriseret ved en mere eller mindre mekanisk gennemgang af overholdelse af reguleringen og en ringe vægt på top-down risikoanalyser.¹⁹ Denne tilgang i gennemgangen af overholdelsen af lovgivningen kan have været påvirket af tilsynshistorikken. Under den forrige danske finanskrise fra 1987-95 var Finanstilsynet blevet kritiseret voldsomt, og det havde været genstand for retssager og undersøgelser for sine, ofte pragmatiske, bestræbelser på at håndtere de 135 finansielle virksomheder, som ophørte i perioden, f.eks. Varde Bank og Himmerlandsbanken. Læren for Finanstilsynet var formentlig, at det var særligt vigtigt for institutionen og de involverede embedsmænd at have handlet juridisk korrekt. Det kan således udledes af Finanstilsynets rapporter, der blev sendt til de undersøgte institutter i perioden forud for krisen, at der i nogen grad var en tendens til en ”mekanisk” gennemgang af institutterne uden skelen til, hvilke forhold og overtrædelser, som var væsentlige for instituttets

¹⁸ En sådan bestemmelse blev indsat i 2010 i lov om finansiell virksomhed § 344, stk. 3.

¹⁹ Risikoanalyser omfatter identifikation af risici, beregning af deres sandsynlighed og konsekvenser. De mulige risici kan på forhånd være kendte, men ofte må der begyndes med en identifikation. I en type analyser (bottom up) gennemgås aktivitetens (f.eks. kreditbevillingen) komponenter en for en, og det undersøges, hvordan de kan svigte, og hvad konsekvenserne heraf er. I en anden type (top down) begyndes med en uønsket hændelse, f.eks. en stor stigning i udlånstab, og en undersøgelse af mulige årsager hertil. Sandsynligheden findes ved hjælp af en logisk model af aktiviteten, der indeholder enkeltkomponenter, hvis sandsynlighed for svigt kendes. Konsekvenserne beregnes ved hjælp af empirisk baserede modeller.

overlevelse. Det betød dog ikke, at Finanstilsynet ikke gjorde opmærksom på visse risikable udviklingstendenser i årene inden krisen.

Advarsler inden krisen

Finanstilsynet advarede i perioden op til krisen de finansielle virksomheder om en række særligt risikable forhold, f.eks. stærk udlånsvækst. Det skete dels i form af risikooplysninger til enkelte institutter, dels i form af generelle advarsler, der blev offentliggjort. Finanstilsynet skrev bl.a. til de institutter, der i det forgangne år havde haft en stigning i udlånsporteføljen på over 30 pct. samt en udlåns gearing over 3 med en risikooplysning. Institutter med en udlånsvækst over 40 pct. blev bedt om at indsende en redegørelse. I 2006 skrev Finanstilsynet således til 36 institutter.

Finanstilsynet gjorde endvidere opmærksom på ubalancer, der kunne give anledning til problemer for institutterne. Finanstilsynet skrev således til institutterne i 2006 og advarede om en boligboble. Finanstilsynet anførte:

"Finanstilsynet gør derfor opmærksom på at institutternes bestyrelser og direktion i deres risikovurdering ikke længere kan se bort fra den mulighed, at der kan være tale om en prisboble, og at der på et tidspunkt kan ske et prisfald. [...] I den forbindelse henviser Finanstilsynet til bestemmelsen i § 124, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed, som trådte i kraft pr. 1. januar 2005 om at bestyrelse og direktion på baggrund af instituttets risikoprofil skal opføre instituttets individuelle solvensbehov."

Af Finanstilsynets følgebrev fremgår imidlertid, at tilsynet ikke vurderede, at *"..hyrdebrevet giver anledning til at solvensbehovet generelt vil blive væsentligt forhøjet. Finanstilsynets brev er mere ment som et signal om fremover at udvise særlig omhu på området."*

Omvendt er det imidlertid bemærkelsesværdigt, at Finanstilsynet ikke i højere grad end hvad synes at have været tilfældet, brugte erfaringerne fra tidligere kriser til at overvåge koncentration af potentielle risici og identifikation af uholdbare forretningsmodeller.

Såfremt Finanstilsynets inspektioner viste, at der var behov for at øge det individuelle solvensbehov, forøgede langt de fleste pengeinstitutter deres individuelle solvensbehov uden, at Finanstilsynet traf afgørelse om fastsættelse af et individuelt solvenskrav højere end 8 pct. eller gav en frist for opfyldelse af et individuelt solvenskrav.²⁰

²⁰ Som eksempel herpå uddrag af Finanstilsynets § 352 redegørelse vedr. Roskilde Bank: *"Finanstilsynet opgjorde ved anvendelse af kreditreservationsmodellen solvensbehovet til 10,99 pct., idet der ved opgørelsen herudover var modsatrettede reguleringer vedrørende kapitalfremskaffelse, konsolidering, renterisiko, valuta-risiko og likviditet. Roskilde Bank A/S forhøjede i brev af 24. november 2006 solvensbehovet til 10,75 pct. Det skete efter, at Finanstilsynet havde meddelt banken, at Finanstilsynet ville indstille til Det Finansielle Virksomhedsråd, at der skulle fastsættes et individuelt solvenskrav. Det Finansielle Virksomhedsråd fandt på sit møde den 13. december 2006 ikke anledning til at tilsidesætte det af banken opgjorte individuelle solvensbehov."* I 2007 gennemgik Finanstilsynet på ny bankens opgørelse af solvensbehovet. Gennemgangen viste, at en del af engagementerne var så svage, at der skulle ske en forhøjelse af solvensbehovet til imødegåelse af kreditrisikoen svarende til 1,2 mia. kr., svarende til et samlet solvensbehov på 10,33 pct. Efter undersøgelsen forhøjede banken i januar 2008 solvensbehovet til 10,48 pct. hvilket Finanstilsynet ikke fandt anledning til at ændre. Rigsrevisionen anførte i 2009 i sin beretning om Finanstilsynets aktiviteter i forhold til Roskilde Bank A/S blandt andet, at Finanstilsynet havde ført tilsyn med Roskilde Bank A/S i overensstemmelse med tilsynets retningslinjer, herunder retningslinjerne for tilsyn med pengeinstitutter under skærpet tilsyn, men kritiserede, at Finanstilsynet for hverken i 2006 eller i 2007 fastholdt sit skøn over bankens solvensbehov. Det bemærkes, at der på baggrund af bl.a. Rigsrevisionens beretning blev indledt en advokatundersøgelse af, om

Med førtidsgennemførelsen af reglerne om individuelt solvensbehov havde Finanstilsynet fra 2005 mulighed for at påbyde et højere solvenskrav, hvis tilsynet ikke fandt, at det af ledelsen opgjorte solvensbehov var tilstrækkeligt, idet Finanstilsynet dog skulle kunne begrunde, at det af ledelsen opgjorte solvensbehov ikke var tilstrækkeligt i forhold til de institutspecifikke risici. Når de økonomiske tider er gode, vil der typisk ikke være åbenlyse risici, hvortil solvens skal reserveres. I sådanne tider er det svært at dokumentere behov for højere solvensbehov, da målbare risici er faldende, når økonomien blomstrer. Efterfølgende, når økonomien er vendt og tabene er store, bliver det nemmere at se behovet for højere solvens.

Finanstilsynet var tilsyneladende tilbageholdende i sin fortolkning af solvensreglerne, hvorfor der ikke blev testet grænser af for tilsynets skønsudøvelse i forhold til at kunne fastsætte et højere individuelt solvenskrav. Selvom Finanstilsynet i en række tilfælde mente, at et instituts egen fastsættelse af det individuelle solvensbehov muligvis lå i den lave ende af skalaen, afprøvede Finanstilsynet således ikke sine muligheder for at gennemtvinge et højere solvenskrav, men lod det komme institutterne til gode, at der var en relativ bred skønsmulighed. Der var derfor heller ikke i perioden op til krisen sager for Erhvervsankenævnet, der omhandler Finanstilsynets fastsættelse af et individuelt solvenskrav.

Ultimo 2007 havde 48 institutter ud af 146 institutter (svarende til 33 pct.) indberettet et solvensbehov på 10,0 pct. eller derover. Til sammenligning havde mere end halvdelen af institutterne indberettet et solvensbehov mellem 8 og 9 ultimo 2007. Der var ikke forskel på niveauet for de indberettede solvensbehov ultimo 2007 for de institutter, der siden blev nødlidende henholdsvis ikke-nødlidende institutter

Et individuelt solvenskrav højere end 8 pct., fulgt af en frist til opfyldelse af et individuelt solvenskrav, blev derfor typisk fastsat i de tilfælde, hvor et institut var nødlidende. I perioden fra 2005 frem til januar 2008 blev der ikke konstateret nogen nødlidende institutter, og der var derfor ingen anledning til at fastsætte et solvenskrav. Det første eksempel på et formelt solvenskrav var således bankTrelleborg i januar 2008.

Håndhævelsen af IFRS-/Basel II-reglerne

Indførelsen af de nye IFRS-regnskabsregler medførte, at Finanstilsynet skulle sikre institutternes efterlevelse af forordningen. Det fulgte bl.a. af de nye regler, at alle udlån som minimum skulle vurderes enten gruppevist eller individuelt. Den individuelle vurdering var nødvendig for udlån, som ikke kunne indpasses i en gruppe, eller som var store i forhold til instituttets samlede aktiviteter.

For såvel individuel vurdering som gruppevis vurdering var forordningens krav, at der skulle være indtrådt såkaldt "objektiv indikation for værdiforringelse" (OIV), før der kunne foretages nedskrivning. Der var en række kriterier for OIV, herunder at låntager var i betydelige økonomiske vanskeligheder, kontraktbrud, eller – ved gruppevis vurderinger – data der indikerede fald i de forventede fremtidige betalinger. Ved ned-

der kunne placeres et tjenesteligt ansvar hos medarbejdere og ledelse i Finanstilsynet. Resultatet af advokatundersøgelse forelå i marts 2011 og gav ikke anledning til, at der blev rejst ansættelsesretlige sager. Rigsrevisionen afsluttede sin sag i august 2012.

skrivninger skulle lånets værdi opgøres til nutidsværdien af de forventede fremtidige indbetalinger på lånet, inklusive realisation af sikkerheder.

Finanstilsynet lagde i sin tilsynsvirksomhed vægt på, at der blev opstillet eksplicitte betalingsstrømme ved vurdering af nedskrivninger på udlån for at undgå en systematisk undervurdering af nedskrivningernes størrelse. Det førte til, at Finanstilsynet i flere orienteringsbreve indskærpede reglerne om opstilling af betalingsrækker og tilbagediskontering af disse, og en række sager blev forelagt Fondsrådet, som påbød de relevante institutter at følge disse bestemmelser. I relation til gruppevis nedskrivninger konstaterede Finanstilsynet, at der for visse institutter overraskende var foretaget forholdsvis store nedskrivninger i 2005. Sagerne blev forelagt Fondsrådet, og afgørelserne resulterede i, at seks institutter fik påbud om tilbageførsel af gruppevis nedskrivninger. Herudover blev der også forelagt sager vedr. gruppevis nedskrivninger i ikke-børsnoterede pengeinstitutter for Det Finansielle Virksomhedsråd. De påbudte tilbageførsler i 2005-07 som følge af afgørelser i Fondsrådet mv. vurderes at have været i størrelsesordenen ½-1½ mia. kr.

Pengeinstitutterne var ikke vant til at opstille egentlige betalingsstrømme, da institutterne hidtil havde fastlagt nedskrivningerne mere skønsmæssigt. Finanstilsynet vurderede derfor, at der var en væsentlig risiko for fravigelser og systematiske undervurderinger af nedskrivninger, hvorfor tilsynet ved overgangen til IFRS havde fokus på, at institutterne fik foretaget tilbagediskontering, og skrev herom i orienteringsbrev i 2005 og igen i 2006, da det havde vist sig, at flere institutter fraveg fra reglerne. Institutterne betragtede tilsynets tilgang til reglerne som uforholdsmæssig byrdefuld og detaljefokuseret. Den nye formand for Finansrådet betonedes da også i sin tale på årsmødet 2007, at:

"De mange detaljerede regler gik hen og blev vigtigere end sund fornuft. Nu kan det lyde lidt fjernt, men lad mig give et eksempel: En smedemester i X-købing får økonomiske problemer, og banken må se i øjnene, at den nok ikke får alle sine penge igen. I gamle dage ville vi netop bruge vores sunde fornuft. I dag skal vi bedømme, hvor mange penge vi får tilbage, ikke som et samlet beløb, men som en betalingsstrøm i årene fremover. Men vi skal ikke alene fordele de skønnede beløb over årene fremover, men også indenfor det enkelte år. Det er altså vigtigt, om det skønnede beløb om to år kommer i august eller i september måned! Men udfordringen bliver endnu større af den præcision, der kræves af den rente, vi skal bruge for at tilbagediskontere de skønnede beløb! Hver sag skal have sin individuelle rente. Det er problematisk, at vi skal få vores i øvrigt højt begavede medarbejdere til at forstå, at noget - der er helt uden praktisk betydning - pludselig er meget vigtigt ... alene for principets skyld. Så bliver jeg bekymret. Det er efter min bedste bedømmelse arnen for fremtidige kriser, hvis vi ikke kan skelne væsentligt fra uvæsentligt."

Det var (og er) ledelsens ansvar at sikre en holdbar forretningsmodel for instituttet, herunder sikre den nødvendige kapitalpolstring, der modsvarede instituttets individuelle risikoprofil. Det kan imidlertid konstateres, at institutterne øgede gearingen i årene efter IFRS indførelse og derved ikke kompenserede for lavere nedskrivninger ved at indregne risikoen i opgørelsen af det individuelle solvensbehov i det omfang, som loven gav mulighed for, nemlig at *"solvensbehovet maksimalt skulle øges med netto-*

virkningen efter skat af overgangen til de nye regnskabsregler”, jf. ovenfor. Denne prioritering af udlånsvækst frem for øget kapitalpolstring skal muligvis ses i sammenhæng med den optimisme, der prægede tiden i 00’erne, og troen på stadig fremgang i økonomien.

Når pengeinstitutterne ikke havde tilstrækkelig fokus på at indregne de tilbageførte hensættelser i solvensbehovet, kan det også skyldes, at Finanstilsynets tilgang i håndhævelsen af IFRS sendte et uheldigt prioriteringsmæssigt signal. Det kan således ikke udelukkes, at Finanstilsynets tilsyn og Fondsrådets afgørelser i henhold til den nye forordning om IFRS bidrog til, at institutterne havde mere fokus på opgørelse af korrekte nedskrivninger, og dermed tilbageførsel af tidligere hensættelser, end at bevare deres risikoprofil med en samtidig forholdsmæssig forøgelse af det individuelle solvensbehov. Fra visse inspektionsrapporter fra årene inden krisen kan det således udledes, at disse i høj grad var fokuseret på detaljerne i teknisk korrekte opgørelser af nedskrivningerne, mens der ikke i samme omfang var fokus på, om ledelsen indregnede effekten af overgangen til IFRS i det individuelle solvensbehov. Den tidligere direktør for Finanstilsynet Henrik Bjerre-Nielsen udtaler i Sandøe & Svaneborg (2013), side 238, at *”[...] men jeg er ikke sikker på, at vi havde den ønskede skarphed i den implementering af reglerne om blandt andet individuelt solvensbehov, som vi ønskede. Vi prioriterede derefter og satte de bedste folk på de mest komplicerede sager som for eksempel Roskilde Bank. Så var der måske nogle af de mindre banker, der slap billigere, men det var den måde, vi gjorde tingene på”*.

Andre forhold i Tilsynsvirksomheden inden krisen

Når tilsynet i henhold til lovgivningen godkendte nye ledelsesmedlemmer, var godkendelsen primært baseret på en hæderlighedsgodkendelse og mindre på en vurdering af, hvorvidt den pågældende havde fyldestgørende kompetencer og erfaring til at bestride stillingen/hvervet.

Tilsynsvirksomhed var desuden noget, der i henhold til lovgivningen og den særlige tavshedspligt som udgangspunkt foregik bag ”lukkede døre” af hensyn til tilsynseffektiviteten, konkurrencemæssige grunde mv. Fortrolighed om den enkelte virksomhed oversteg i lovgivningen som hovedregel hensynet om at give offentligheden indblik i virksomhedens forhold, idet det var forudsat, at virksomheder under tilsyn ville være tilbageholdende med at udlevere belastende oplysninger til tilsynet, såfremt det kunne give anledning til reaktioner, som kunne offentliggøres.

Boks 7.5 Tilsynsfilosofien før finanskrisen

Udgangspunktet for Finanstilsynets virke var frem til Strategi 2009¹ at påse overholdelsen af lovgivningen. Det fulgte således alene af § 344 i lov om finansiel virksomhed om tilsyn mv., at *"Finanstilsynet påser overholdelsen af denne lov og af de regler, der er udstedt i medfør af loven ..."*. Bestemmelsen var den generelle hjemmel for Finanstilsynet til at udstede påbud og til at give påtaler ved overtrædelser af loven. Finanstilsynet havde således en forpligtelse til at påse lovens overholdelse, og alene hjemmel til at udstede påbud og afgive påtaler i forbindelse med konstaterede overtrædelser af reglerne. Der var således ikke i den dagældende lov åbnet op for, at Finanstilsynet i sin tilsynsvirksomhed skulle lægge vægt på holdbarheden af den enkelte finansielle virksomheds forretningsmodel, herunder vurdere eventuelle aktuelle lovovertrædelser og potentielle fremtidige lovovertrædelser eller problemer.

Det kommer blandt andet også til udtryk i følgende citat fra Den Danske Pengeinstitutsektor, udgivet af Økonomiministeriet i 1994, der gengiver en række grundelementer, som var afspejlet i tilsynsvirksomheden forud for krisen (side 97):

"De lovmæssige muligheder rækker ikke så vidt, som det ofte er opfattelsen i den offentlige debat. F.eks. kan direkte indgreb fra Finanstilsynets side ikke ske på baggrund af vurderinger af et pengeinstituts fremtidsmuligheder, men skal begrundes i, at f.eks. specifikke krav til solvens eller kapital ikke er opfyldt. [...] Endvidere er det vigtigt at pointere, at ansvaret for, at en virksomhed drives forsvarligt, også i et pengeinstitut ligger hos ledelsen. Derudover har revisionen et selvstændigt ansvar og skal i forbindelse med sin gennemgang af virksomheden bl.a. erklære sin indforståelse med forretningsgange og værdiansættelser. Endelig har aktionærerne mulighed for at udøve kontrol med ledelsen på generalforsamlingen".

Denne retsopfattelse herskede helt frem til slutningen af 00'erne, hvilket kan illustreres ved følgende uddrag fra § 352a redegørelsen² om Roskilde Bank (side 3):

"Banken og dennes revision angav, at tilsynets påbud blev efterlevet, hvorfor tilsynet ikke havde grundlag for at anfægte, at banken i det væsentlige blev drevet inden for lovens rammer. Da tilsynet desuden havde henledt bankens ledelse på de påtagne risici, havde Finanstilsynet ikke mulighed for at gribe yderlig ind. [...] Finanstilsynets indsats har ikke forhindret, at banken er kommet i problemer. Den finansielle lovgivning kan dog heller ikke hindre, at der vil være pengeinstitutter, som påtager sig meget væsentlige risici, som kan bringe banken i krise, når markedet pludselig vender. Det er imidlertid heller ikke hensigten med den finansielle regulering og tilsynsindsatsen. Hensigten er at mindske risikoen for, at pengeinstitutters eventuelle problemer fører til tab for indskyderne."

Denne tilgang i lovgivningen til gennemførelsen af det finansielle tilsyn i form af fokus på overholdelse af lovgivningens bestemmelser, synes også at have været tilgangen i andre EU-lande. Det anføres således bl.a. i Turner Review:

"A focus on ensuring that systems and processes were correctly defined, rather than on challenging business models and strategies. Risk Mitigation Programs set out after ARROW reviews therefore tended to focus more on organization structures, systems and reporting procedures, than on overall risks in business models".

Efter krisen er fokus skiftet fra den mekaniske gennemgang af overholdelse af reguleringen til fokus på finansiell stabilitet og tillid til de finansielle virksomheder.

¹ Finanstilsynet, Tilsyn med kant, november 2009.

² I henhold til Lov om finansiel virksomhed § 352a skal Finanstilsynet i visse situationer udarbejde en redegørelse, som beskriver Finanstilsynets rolle under forløbet op til, at en finansiel virksomhed er blevet nødlidende. Der udarbejdes en redegørelse, hvis: a) Finansiell Stabilitet A/S har medvirket ved overdragelsen af virksomheden eller staten har lidt tab på en individuel statsgaranti, b) staten har lidt tab på kapital indskudt i virksomheden eller på ejerbeviser, som staten har erhvervet som led i konverteringen af sådan kapital, eller c) staten har ydet garanti eller stillet midler til rådighed for virksomheden, dens kreditorer eller erhverver hele eller dele af virksomheden. Redegørelsen offentliggøres.

7.2.2 Nationalbanken

Ifølge Lov om Danmarks Nationalbank har Nationalbanken til opgave at opretholde et sikkert pengevæsen her i landet samt at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning. I praksis sker det ved, at Nationalbanken varetager sine opgaver i henhold til tre overordnede formål: Opretholde stabile priser, sikre betalinger og stabilitet i det finansielle system.

Nationalbanken bidrager til at sikre stabile priser ved at indrette pengepolitikken efter en fast kronekurs over for euroen. Direktionen har ansvaret for den løbende udformning og tilpasning af pengepolitikken. Valutapolitikken fastlægges af regeringen efter samråd med Nationalbanken, og det er ligeledes Nationalbanken, der varetager den daglige udførelse af valutakurspolitikken. Da Danmark fører fastkurspolitik over for euroen, ændrer Nationalbanken alene de pengepolitiske renter med henblik på at understøtte fastkurspolitikken. Den øvrige økonomiske politik, herunder finanspolitikken, er regeringens ansvar.

Nationalbanken medvirker til, at kontanter og elektroniske betalinger afvikles sikkert. Det sker ved at udstede sedler og mønter samt sørge for, at pengeinstitutterne kan afvikle indbyrdes betalinger. Afvikling af betalinger, værdipapirer mv. er koncentreret i nogle få store systemer, der dagligt afvikler meget store beløb. Nationalbanken overvåger disse systemer.

Nationalbanken har dagligt aktiviteter på såvel det danske pengemarked, det danske og internationale værdipapirmarked som på valutamarkedet. Værdipapirmarkedsaktiviteterne stammer dels fra Nationalbankens forvaltning af valutareserven, dels fra bankens placering af den indenlandske fondsbeholdning.

Nationalbanken overvåger løbende stabiliteten i det finansielle system. Nationalbanken definerer finansiell stabilitet som en tilstand, hvor det finansielle system som helhed er så robust, at eventuelle problemer i sektoren ikke spreder sig og hindrer det finansielle system i at fungere som effektiv formidler af kapital og finansielle tjenesteydelser. Nationalbanken fører ikke tilsyn med det enkelte institut og har derfor ikke direkte kendskab til de enkelte institutters udlånsbøger. I forbindelse med f.eks. uønsket udlånsvækst eller stigende boligpriser tilkendegiver Nationalbanken sine holdninger over for andre myndigheder, finansielle virksomheder og offentligheden. Efter den fulde liberalisering af kapitalbevægelserne i oktober 1988 har Nationalbanken ikke i praksis haft værktøjer til at begrænse udlånsvæksten i de enkelte institutter, jf. boks 7.2.

En af Nationalbankens væsentligste opgaver i forbindelse med finansiell stabilitet er at analysere og kommunikere relevante risici i den finansielle sektor. Der er løbende sket en udvikling i Nationalbankens fokus og kommunikation vedr. den finansielle stabilitet, og en lignende udvikling er set i andre centralbanker. Perioden fra midten af 1990'erne var kendetegnet ved øget fokus på stabiliteten af det finansielle system som helhed blandt centralbankerne verden over.²¹ Nationalbanken påbegyndte offentliggørelse af regelmæssige rapporter om den finansielle stabilitet i 2000. De første to år var rapporterne en del af bankens *Kvartalsoversigt*, men fra 2002 blev de selvstændige publikationer. I rapporterne søges det identificeret, hvor de væsentligste risici for det finansielle system kunne tænkes at opstå. I begyndelsen var der i nogen grad tale om, at analyser, som tidligere blev udarbejdet til internt brug, nu blev

²¹ I 1996 påbegyndte Bank of England regelmæssigt at offentliggøre rapporter om den finansielle stabilitet, hvor der blev sat fokus på finansielle institutioner, finansielle markeder og betalingssystemer. Riksbanken og Norges Bank fulgte efter i 1997. I 2011 offentliggjorde omkring 80 centralbanker verden over denne type rapporter, jf. Čihák m.fl. (2012).

offentliggjort, men der er siden hen udviklet en række værktøjer, som benyttes i analyserne.

Nationalbanken giver endvidere danske penge- og realkreditinstitutter adgang til likviditet mod sikkerhed i belåningsgrundlaget, som primært består af stats- og realkreditobligationer. Institutterne har desuden mulighed for at placere overskydende likviditet i Nationalbanken. Nationalbanken er "lender of last resort", og institutterne kan også i en eventuel krisesituation få adgang til likviditet mod sikkerhed i belåningsgrundlaget. For at give institutterne tilstrækkelig adgang til likviditet kan Nationalbanken udvide belåningsgrundlaget, som et middel til at sikre finansiell stabilitet.

Nationalbankens ledelse varetages af et repræsentantskab, hvoraf otte personer vælges af Folketinget blandt dets medlemmer, en bestyrelse og en direktion. Direktionen varetager den daglige ledelse af Nationalbanken. Erhvervs- og vækstministeren varetager opgaven som kongelig bankkommissær i Nationalbanken og har således som opgave at føre tilsyn med, at Nationalbanken opfylder sine forpligtelser i henhold til lov om Danmarks Nationalbank.

Nationalbankens reaktion før krisen

På grund af fastkurspolitikken i Danmark er de pengepolitiske renter ene og alene rettet mod at holde kronekursen fast over for euro og er derfor ikke til rådighed til andre formål.²² Det ligger ligeledes uden for Nationalbankens rolle at føre tilsyn med det enkelte institut. I forbindelse med f.eks. uønsket udlånsvækst eller stigende boligpriser tilkendegiver Nationalbanken sine holdninger over for andre myndigheder, finansielle virksomheder og offentligheden.

Nationalbankens vurderinger af den finansielle stabilitet 2004-08

I årene op til finanskrisen var der især følgende udviklingstræk i den finansielle sektor, som Nationalbanken advarede imod: En meget høj udlånsvækst, et hastigt stigende indlånsunderskud og at pengeinstitutterne tog øget risiko og reducerede deres stødpuder over for fremtidige tab efter bl.a. lempelsen af de regulatoriske krav.

I 2004 og flere gange efterfølgende fremhævede Nationalbanken behovet for, at pengeinstitutterne udviste forsigtighed i forhold til ikke at reducere deres stødpuder og advarede i 2008 om, at reduktionen af stødpuderne havde øget institutternes sårbarhed over for negative økonomiske scenarier.

Nationalbanken fremhævede ligeledes flere gange fra 2004 pengeinstitutternes høje udlånsvækst og de deraf følgende kreditrisici. Nationalbanken nævnte også det stigende indlånsunderskud og de heraf afledte risici i et temakapitel om likviditet i *Finansiell Stabilitet 2006*. Denne problemstilling blev dog ikke levnet nogen central pla-

²² Ser man på tværs af lande, er der ikke tegn på, at det var det penge- og valutapolitiske regime, som var afgørende for, hvor godt et land kom gennem krisen. I Sverige, der følger en inflationsmålsætning i pengepolitikken og har en flydende valutakurs, kom væksten hurtigt op igen efter krisen, mens det modsatte var tilfældet i Storbritannien, som havde samme type penge- og valutapolitiske regime. På samme måde har et fastkursregime i form af eurodeltagelse ikke været en garanti for at komme godt gennem krisen. Det er flere små eurolande eksempler på, bl.a. Irland og Portugal. IMF (2010) konkluderer på basis af en mere omfattende analyse, at der ikke er systematisk belæg for en konklusion om, at lande med flydende valutakurs generelt kom bedre gennem krisen end lande med fast valutakurs, eller omvendt.

cering i publikationen, og likviditet indgik således heller ikke i Nationalbankens stresstest.

På trods af advarslerne om pengeinstitutternes stødpuder, udlånsvækst og indlånsunderskud så Nationalbanken dog fortsat positivt på robustheden af det finansielle system i samtlige publikationer op til krisen. Så sent som i maj 2008 var Nationalbankens vurdering i *Finansiell Stabilitet 2008* (under overskriften "Robust finansiell sektor i Danmark"):

"Risici for finansiell stabilitet er på det seneste blevet mere udtalte. Bankernes stigende udlånsporteføljer og de senere års reduktion i kapitalstødpuderne gør bankerne mere sårbare. Den danske finansielle sektor vurderes dog at være tilstrækkelig modstandsdygtig til at modstå væsentlige økonomiske chok. [...] I stresstestene bliver de fleste bankers resultat negativt i mindst ét af de tre år, stresstestene løber over, men uden at der opstår solvensproblemer... Kun én enkelt bank kommer i solvensproblemer, hvis den udsættes for de hårde økonomiske scenarier. Samlet set viser resultaterne, at det danske finansielle system er robust over for de opstillede scenarier, men at det ikke kan udelukkes, at enkelte banker vil få problemer."

Baggrunden for den overordnede konklusion om en robust pengeinstitutsektor var bl.a., at fokus i stresstest var på systemet som helhed og ikke de enkelte institutter. Det var Nationalbankens forventning helt frem til august og september 2008, at forskellige hændelser kunne håndteres enkeltvis, uden at tilliden til det samlede system blev bragt i fare. Nationalbanken havde på det tidspunkt taget initiativer til at forbedre pengeinstitutternes adgang til likviditet.

Scenarierne i Nationalbankens stresstest var betydeligt mildere end det efterfølgende faktiske forløb i BNP og boligpriser, og dermed ikke hårde nok i forhold til de risici, som blev realiseret. I stresstesten fra foråret 2008 var den akkumulerede BNP-vækst i årene 2008-10 på -2 pct. i det hårdeste scenario, mens den faktiske vækst blev ca. -5 pct. i perioden. Baggrunden herfor var, at det faktiske forløb var usædvanligt svagt i et historisk perspektiv, og at Nationalbanken – på linje med andre myndigheder i ind- og udland – ikke inddrog risikoen for en global systemisk krise af den størrelse, som hurtigt udviklede sig i efteråret 2008. Med andre ord var scenarierne i stresstestene inden krisen for milde til at give et indtryk af risiciene ved det efterfølgende konjunkturførløb. Derudover blev betydningen af likviditetsrisici ved markedsfinansiering ikke inddraget i de stresstest, som institutterne blev underlagt. Endelig afspejlede de regnskaber, som stresstesten er baseret på, formentlig ikke den faktiske tilstand i flere institutter. Stresstest baseret på institutternes regnskabstal kan ikke tage højde for institutspecifikke forhold, som ikke er afspejlet i de tilgængelige oplysninger. Det var f.eks. tilfældet med Roskilde Bank, hvor det efterfølgende blev klart, at der havde været ført en lømfældig kreditpolitik, der ikke var afspejlet i bankens regnskaber.

Nationalbankens vurderinger af den økonomiske udvikling

Dansk økonomi gennemløb i årene forud for finanskrisen en stærk højkonjunktur, som endte i en egentlig overophedning med udpræget mangel på arbejdskraft og en boble på boligmarkedet, jf. kapitel 5 og 6. Nationalbanken anbefalede finanspolitiske stramninger, men anbefalingerne blev ikke fulgt.

I Nationalbankens prognoser fra 2005 var skønnet, at BNP-væksten de efterfølgende år ville komme til at ligge over trendvæksten, dvs. over potentialet. På den baggrund begyndte Nationalbanken i efteråret 2005 at advare om, at efterspørgslen i økonomien var for stærk. Advarslen skal ses i lyset af, at der allerede i nogle år havde været systematiske overskridelser af de offentlige budgetter, især i amterne og kommunerne, jf. afsnit 5.5. Nationalbankens bekymring for overophedning tog efterfølgende til i styrke. I september 2006 tog banken det usædvanlige skridt at foreslå en konkret stramning af finanspolitikken med 0,5 pct. af den indenlandske efterspørgsel svarende til en opstramning på 8 mia. kr.

Advarslen fra Nationalbanken blev overhørt, og finanspolitikken i 2007 blev lempet yderligere. Både regeringen og i højere grad oppositionen gik ind for lempelser. Under højkonjunkturen var der bred politisk enighed om det positive i, at så mange fik en chance på arbejdsmarkedet, og at ledigheden var den laveste siden 1970'erne. En ledighed på 46.000 personer svarende til 1,6 pct. af arbejdsstyrken i sommeren 2008 var ifølge enhver beregning langt under det strukturelle niveau. Nationalbankdirektør Nils Bernstein søgte at kommunikere denne pointe i et interview i Danmarks Radio i foråret 2008, hvor han gav udtryk for, at den forventede stigning i arbejdsløsheden ikke skulle imødegås med ekspansiv finanspolitik. Det affødte en del polemik i pressen, og der var ikke politisk opbakning til synspunktet, hverken fra regeringen eller oppositionen.

Nationalbankens vurderinger i relation til boligmarkedet

En af årsagerne til, at det kom til at gå for hurtigt i dansk økonomi, var, at der på linje med udviklingen i mange andre lande i 2. halvdel af 1990'erne og første del af 2000'erne blev introduceret en række nye instrumenter i boligfinansieringen. Herudover har fastfrysningen af ejendomsværdiskatten siden 2002 påvirket boligmarkedet, jf. kapitel 6.

Introduktionen af afdragsfrie realkreditlån i 2003 blev set som en naturlig udvidelse af realkreditinstitutternes produktpalet. Det ville give låntagerne øgede valgmuligheder, og det var desuden forventningen, at de ikke ville blive særligt udbredte. Nationalbanken argumenterede for, at den afdragsfrie periode burde begrænses til ti år. Nationalbanken lagde vægt på, at det ville sikre kontrol af pantets værdi, som var et argument baseret på hensynet til finansielt stabilitet. Ved introduktionen af finansiering med særligt dækkede obligationer (SDO) i 2007 tilsluttede Nationalbanken sig ligeledes ophævelsen af de da gældende begrænsninger på afdragsprofiler og løbetider, men banken anbefalede, at grænsen for et boliglåns størrelse i forhold til boligens værdi på långivningstidspunktet skulle sættes til 70 pct. i stedet for 80 pct. Argumentet var, at institutterne lettere kunne overholde det nye krav om løbende loan-to-value på maksimalt 80 pct. i tilfælde af boligprisfald. Denne anbefaling blev dog ikke fulgt.

Frem til 2005 var det Nationalbankens vurdering, at udviklingen i huspriserne på landsplan i det store og hele kunne forklares ud fra udviklingen i indkomster, renten, ledigheden, skattestoppet på ejendomsværdibeskatningen samt indfasningen af lån med afdragsfrihed. Fra 2005 udtrykte Nationalbanken en vis bekymring for udviklingen på boligmarkedet.

I begyndelsen af 2006 skrev Nationalbanken f.eks.: *"Den stærke økonomi, de lave renter, lav arbejdsløshed samt fastfrysning af ejendomsværdiskatten lægger dog en solid bund under boligmarkedet, og der er næppe udsigt til en umiddelbar vending. Der er imidlertid nogle træk ved den seneste udvikling, som er usund og med til at øge risikoen for, at opsvinget løber af sporet... [der er] risiko for, at boligkøb foretages ud fra spekulative hensyn med henblik på at få en kapitalgevinst snarere end ud fra et ønske om at få noget at bo i"* (Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2006, side 20).

Da boligprisstigningen begyndte at flade ud i 2007, var det erkendt, at priserne var kommet for højt op. Det fremgår bl.a. af de prognoser, som Nationalbanken begyndte at offentliggøre halvårligt fra 3. kvartal 2007. Her blev der skønnet, at der ville komme en periode med et fald i de reale huspriser. Samtidig blev der forudset en generel vækstafdæmpning af dansk økonomi, men ikke en recession. Det var på linje med skønnene fra Det Økonomiske Råd, Finansministeriet og internationale organisationer som IMF og OECD.

Allerede forud for finanskrisen var Nationalbankens skøn, at dansk økonomi ville få en længere periode med lav vækst, vigende boligpriser og stigende ledighed. Udbruddet af den finansielle krise betød imidlertid, at forudsætningerne ændrede sig fundamentalt, og at udviklingen blev langt mere negativ end forventet.

Kunne Nationalbanken have stoppet udlånsvæksten og opbygningen af et indlånsunderskud?

Som nævnt vurderede Nationalbanken i årene inden krisen, at der var visse risikable træk ved udviklingen i pengeinstitutsektoren, ikke mindst udlånsvæksten og opbygningen af et indlånsunderskud, men banken anså samtidig den finansielle sektor som robust. Med udgangspunkt i vurderingen af en robust pengeinstitutsektor anså Nationalbanken det således ikke for nødvendigt at gribe ind overfor udviklingen. Med den viden, der i dag er tilgængelig om, hvordan systemet kom under pres under den finansielle krise, er det muligt, at banken ville have vurderet situationen inden krisen anderledes. Det rejser spørgsmålet, om Nationalbanken direkte kunne have grebet ind mod f.eks. udlånsvæksten, hvis banken havde anset det for nødvendigt? Det havde været svært.

Nationalbanken har i dag ikke mulighed for at styre udlånsmængden via kvantitative restriktioner. Går vi tilbage til tiden før den fulde liberalisering af kapitalbevægelserne i oktober 1988, havde Nationalbanken en række andre instrumenter i værktøjsskassen – i hvert fald på papiret. Igennem 1970'erne og første del af 1980'erne var pengeinstitutterne underlagt begrænsninger på væksten i deres udlån. Loftet blev dog gang på gang overskredet og i erkendelse af, at "udlånsregulering er et levn fra fortiden" (Richard Mikkelsen i Dansk Pengehistorie, bind 4, side 285), blev systemet i juni 1985 erstattet af et indlånsovervågningssystem, hvilket i realiteten svarer til kassebindingsregler²³. Målet var fortsat at dæmpe udlånsvæksten og pengeinstitutternes obligatonskøb. Ifølge indlånsovervågningssystemet skulle pengeinstitutterne deponere midler på en særlig konto i Nationalbanken svarende til 20 pct. af det, som de indenland-

²³ Brugen af kassebindingsregler var baseret på aftaler med sektoren og ikke lovregler.

ske indlån ekskl. særlige indlån lå over et basisindlån fastsat af Nationalbanken. De deponerede midler blev forrentet.

Systemet blev brugt under overophedningen af økonomien i midten af 1980'erne, men var imidlertid ikke effektivt og gav slet ikke mening efter afviklingen af de sidste valutarestriktioner i efteråret 1988, hvorefter pengeinstitutterne uhindret kunne finansiere sig internationalt. Indlånsovervågningssystemet blev afskaffet den 1. marts 1991. Det konkluderes i Dansk Pengehistorie, bind 4, side 287, at "*det bedste middel til afdæmpning af låneefterspørgslen var skattereformen og kartoffelkuren i 1986*". Nationalbankens lære fra 1970'erne og 1980'erne er, at udlånsloft og kassereservekrav ikke er en hensigtsmæssig eller effektiv måde at styre efterspørgslen og udlånmængden i økonomien med. Det gælder i endnu højere grad i en verden, hvor der som i dag er betydelige kreditgivning uden for det egentlige banksystem.

7.2.3 Koordination på det finansielle område

Dannelsen af grænseoverskridende finansielle koncerner som Nordea og det øvrige stigende omfang af kreditinstitutvirksomhed over landegrænserne – som også gjorde sig gældende i andre lande – rejste i årene op til krisen en række problemstillinger i relation til finansiell stabilitet. Det øgede fokus på at etablere mere formaliserede samarbejdsrelationer mellem myndighederne på tværs af landegrænserne, især på områder, som ikke var dækket af EU-lovgivningen.

EU-Kommissionen lancerede i 1999 en handlingsplan for finansielle tjenesteydelser, som skulle fjerne de resterende lovgivnings- og reguleringsmæssige barrierer for et indre finansielt marked i EU. Det arbejde blev varetaget af en række arbejdsgrupper.

Ved det uformelle møde i Ecofin-Rådet i Lissabon i april 2000 drøftede ministre og centralbankchefer den såkaldte Brouwer-rapport om finansiell stabilitet, der var udarbejdet af en ad hoc-gruppe under EU's Økonomiske og Finansielle Komité (EFC). I rapporten blev det bl.a. konkluderet, at der var behov for at styrke det praktiske samarbejde mellem tilsynsmyndigheder og centralbanker, bl.a. i form af øget informationsudveksling. Rapporten blev i april 2001 fulgt op af endnu en rapport udarbejdet af "Brouwer-gruppen", der havde fokus på såvel kriseforebyggelse som krisehåndtering og behovet for øget samarbejde og formaliserede aftaler mellem de forskellige involverede myndigheder nationalt og internationalt. Brouwer-rapporternes anbefalinger er bl.a. gennemført ved nedsættelse af Financial Stability Committee (FSC), der drøfter emner af betydning for den finansielle stabilitet i EU og en række aftaler (memorandum of understanding) mellem centralbanker og tilsynsmyndigheder om informationsudveksling, f.eks. i tilfælde af, at en bank bliver nødlidende.

Nationalbanken indgik i årene efter årtusindskiftet en række internationale samarbejdsaftaler omkring arbejdet med finansiell stabilitet. Samarbejdsaftalerne om finansiell stabilitet skulle ikke opfattes som manualer, facitlister eller håndbøger, som man slavisk kunne følge i tilfælde af finansielle kriser, men snarere som en slags huskeliste. Alle kriser ville på en række punkter adskille sig fra de hidtidige erfaringer og måtte håndteres herefter. Men samarbejdsaftalerne gav nogle nyttige og systematiserede anvisninger på informationsudveksling og samarbejde i tilfælde af en systemisk krise. Endvidere bidrog aftalerne til et tættere praktisk samarbejde mellem myn-

dighederne i perioder med ro i det finansielle system og skabte værdifulde netværk og kontakter, som kunne være afgørende i mere tilspidsede situationer. Det gjaldt ikke mindst i forbindelse med de øvelser omkring håndteringen af simulerede finansielle kriser, som blev gennemført på nordisk plan og i EU-regi. Det er dog erfaringen, at der i forbindelse med håndteringen af konkrete bankkriser altid er specielle og situationsafhængige forhold, som det er vanskeligt at forberede i sådanne typer af øvelser.

Der blev i 2005 desuden indgået en generel samarbejdsaftale mellem det daværende Økonomi- og Erhvervsministerium, Finanstilsynet, Nationalbanken og Finansministeriet. Samarbejdet blev forankret i Koordinationsudvalget for Finansiell Stabilitet (KFS) med deltagelse af de nævnte institutioner. Samarbejdet tog sigte på at opretholde finansiell stabilitet og koordinere institutionernes håndtering af eventuelle finansielle kriser. Såfremt den økonomiske situation i en finansiell virksomhed eller på et finansielt marked skønnedes at rumme væsentlige risici for den finansielle stabilitet, skulle der i overensstemmelse med samarbejdsaftalen drages omsorg for, at sagen hurtigst muligt bliver drøftet i KFS.

Endvidere havde – og har – KFS også til formål at udveksle informationer mellem myndighederne, følge situationen og udviklingen i den finansielle sektor og drøfte ændringer af relevant finansiell lovgivning, samt følge udviklingen i internationalt samarbejde om finansiell regulering, herunder EU. Med aftalen blev det hidtidige mere uformelle og pragmatiske samarbejde om at opretholde finansiell stabilitet formaliseret.

I overensstemmelse med aftalen blev der i 2005 endvidere indgået en bilateral samarbejdsaftale mellem Finanstilsynet og Nationalbanken med henblik på at fastlægge de overordnede rammer for det løbende samarbejde mellem institutionerne. Den bilaterale aftale sigtede mod at bidrage til gennemsigtighed omkring samarbejdet, klarere arbejdsdeling samt viden- og informationsudveksling mellem de to myndigheder. Samarbejdsaftalen fokuserer bl.a. på samarbejde om finansiell stabilitet. Nationalbankens og Finanstilsynets direktioner mødes kvartalsvist og drøfter spørgsmål af fælles interesse.

AFSNIT III:

DEN DANSKE FINANSIELLE SEKTOR

8. Danske kreditinstitutter inden krisen

Den danske finansielle sektor er i høj grad påvirket af den generelle internationale udvikling og den danske makroøkonomiske udvikling. En forholdsvis høj og tilsyneladende holdbar økonomisk vækst i årene inden krisen førte til stigende optimisme og stigende aktivpriser, som beskrevet i kapitel 5 og 6. Den positive opfattelse af den økonomiske udvikling og bl.a. stigende ejendomspriser gav grundlag for en høj udlånsvækst, både sammenlignet med andre højkonjunkturer og i en international sammenligning. Det øgede udlån og de lave nedskrivninger frem til den finansielle krise øgede kreditinstitutternes indtjening, men det øgede udlån bidrog også til at øge institutternes gearing og behov for markedsfinansiering. Alt i alt blev det generelle risikoniveau i den danske finansielle sektor markant forøget i årene inden krisen.

Som beskrevet i kapitel 4, var det ikke kun i Danmark, at den økonomiske udvikling var gunstig i årene op til krisen. På tilsvarende måde kan den øgede risikotagning i den danske finansielle sektor genfindes i andre lande. Overordnet er det således ikke åbenlyst, om risikoen i den danske finansielle sektor blev øget mere end i lande, vi normalt sammenligner os med. Eksempelvis var udlånsvæksten i danske pengeinstitutter meget høj i årene op til krisen i et internationalt perspektiv, hvorimod gearingen af danske finansielle institutioner ikke skilte sig særligt ud i forhold til andre lande. Tilsvarende er den finansielle sektor i Danmark forholdsvis stor målt i forhold til BNP og forholdsvis koncentreret på få institutter. Dog er den finansielle sektor endnu større i f.eks. Storbritannien med London som et internationalt finansielt centrum, mens den svenske og hollandske finansielle sektor generelt set er ligeså koncentreret som den danske. Overordnet kan det dog konkluderes, at risikoen, størrelsen og koncentrationen i den danske finansielle sektor bestemt ikke var lav i et internationalt perspektiv.

Afsnit III (kapitel 8, 9, 10 og 11) kortlægger udviklingen i den danske finansielle sektor før, under og efter udbruddet af den finansielle krise. Kapitel 8 beskriver risikoopbygningen i danske penge- og realkreditinstitutter før krisen, mens kapitel 10 beskriver den finansielle krises konsekvenser for institutterne. Kapitel 9 beskriver de særlige markedsforhold på de internationale finansielle markeder omkring den finansielle krises udbrud, som fik størst direkte betydning for danske kreditinstitutter. Endelig beskriver kapitel 11, hvad der kendetegnede de institutter, som blev nødlidende under krisen.

Boks 8.1 Sammenfatning

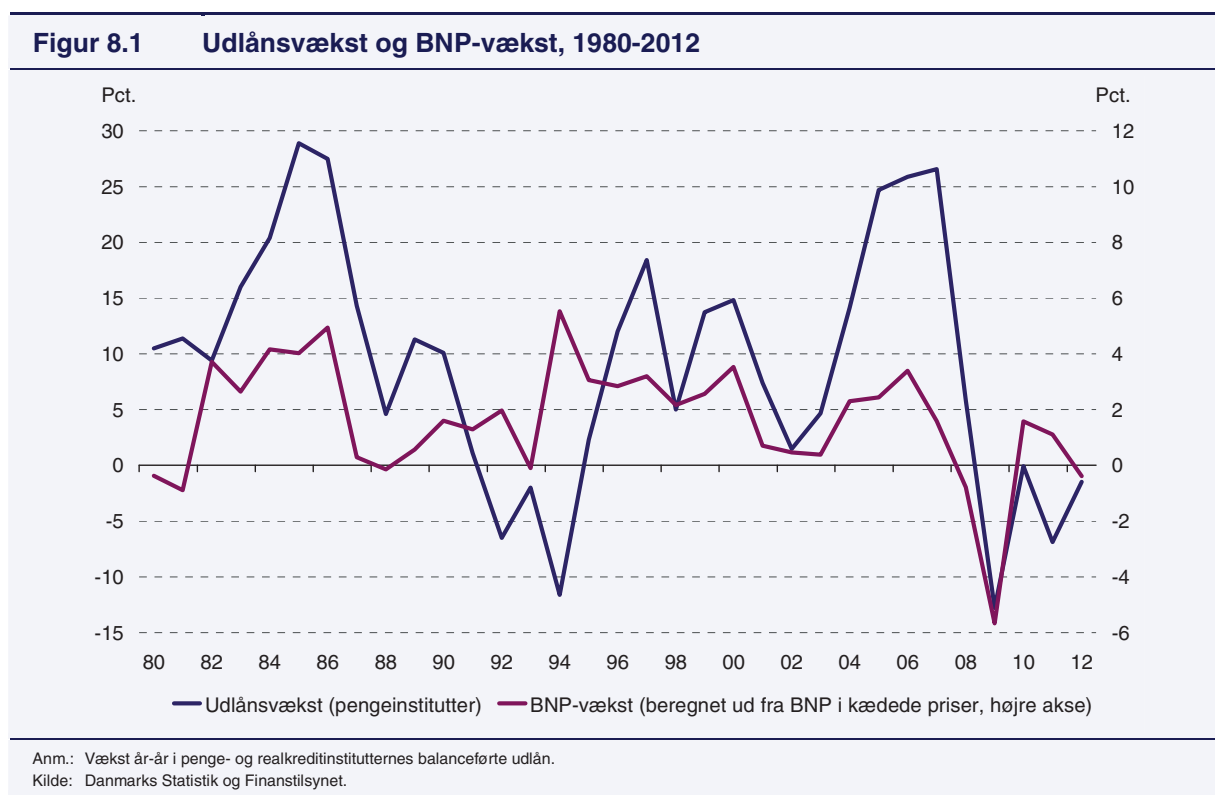
1. Udviklingen blandt danske kreditinstitutter var præget af en markant udlånsvækst, især i pengeinstitutterne. Udlånsvæksten i pengeinstitutterne var i perioden 2005-07 mere end 25 pct. om året i gennemsnit, hvilket dækkede over en stor spredning blandt institutterne. En så høj udlånsvækst var ikke set siden midten af 1980'erne, og var også høj i forhold til andre lande, som Danmark ofte sammenligner sig med.
2. Den høje udlånsvækst medførte samlet set et kraftigt stigende indlånsunderskud, som på sit højeste – ultimo 3. kvartal 2008 – nåede 656 mia. kr. Før 2003 var der ikke indlånsunderskud af nævneværdig karakter i sektoren.
3. Dette betydelige indlånsunderskud i pengeinstitutterne betød, at pengeinstitutterne forud for krisen blev afhængige af udenlandsk markedsfinansiering af deres udlån, og dermed blev institutterne sårbare overfor udsving i likviditetssituationen på de internationale finansielle markeder. Dette fundamentale skifte i pengeinstitutternes finansieringssituation fra traditionel indlånsfinansieret udlån til en stigende grad af markedsbaseret udlånsfinansiering kan betegnes som en væsentlig ændret forretningsmodel. En ændret forretningsmodel, der betød, at virkningerne af den internationale finansielle krise blev forstærket i Danmark.
4. Realkreditinstitutterne havde ikke samme udfordring som pengeinstitutterne i forhold til finansiering, da alle realkreditlån er finansieret ved udstedelse af obligationer. Realkreditinstitutterne skiftede imidlertid i årene forud for krisen forretningsmodel ved øget brug af kort finansiering i takt med udbredelsen af variabelt forrentede lån.
5. Pengeinstitutternes risikoopbygning i årene op til krisen var endvidere karakteriseret ved stigende gearing målt som forholdet mellem udlån og egenkapital. Det samme skete i årene op til den forrige bankkrise. De tre største pengeinstitutter var betydeligt højere gearret end de fleste andre pengeinstitutter. Gearingen i Danmark – både for de største institutter og for hele sektoren samlet set – var dog ikke ekstraordinær i et internationalt perspektiv.
6. Både danske og udenlandske kreditinstitutter havde en høj egenkapitalforrentning op til krisen. De største institutters egenkapitalforrentning var ofte højere end de øvrige institutters. Egenkapitalforrentningen skal bl.a. ses i forhold til institutternes kapitalstruktur, hvor forrentningen og risikoen af egenkapitalen alt andet lige stiger med gearingen af egenkapitalen i forhold til balancen. Men forrentningen af egenkapitalen skal også ses i forhold til store institutters skalafordele og dermed bedre muligheder for at få en mere effektiv drift.
7. Den danske kreditsektor er forholdsvis stor i forhold til BNP, og enkelte finansielle koncerner udgør en endog meget stor andel af BNP i Danmark.
8. Flere af de største pengeinstitutter opbyggede indlånsunderskud i årene inden krisen. Det største danske pengeinstitut, Danske Bank, stod for mere end halvdelen af det samlede indlånsunderskud i 2008, hvoraf en ikke ubetydelig del var en følge af indlånsunderskud på bankens udenlandske enheder. Danske Banks gearing var ligeledes høj i årene inden krisen. Det er vanskeligt at vurdere, om Danske Bank adskilte sig i forhold til risikoopbygningen i andre internationale pengeinstitutter af samme størrelse og profil, men der er ikke tvivl om, at banken inden krisen havde bragt sig i en sårbar position, som givet bankens størrelse, kunne true den finansielle stabilitet i Danmark.
9. Omfanget af variabelt forrentede og afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse steg betydeligt i løbet af 00'erne. Realkreditinstitutternes refinansieringsbehov, bl.a. som følge af variabelt forrentede lån, er steget, og efter SDO-lovgivningens indførelse og finansiering med obligationer med SDO-status har realkreditinstitutterne en betydelig forpligtelse til at stille supplerende sikkerhed ved ejendomsprisfald. Sammen med udbredelsen af afdragsfrie lån har det samlet set øget realinstitutternes refinansierings- og kreditrisiko. Disse risikofaktorer er øget både før og under krisen. Ændringerne kan betragtes som en ny forretningsmodel for realkreditinstitutterne.

8.1 Pengeinstitutter

8.1.1 Udlånsvækst

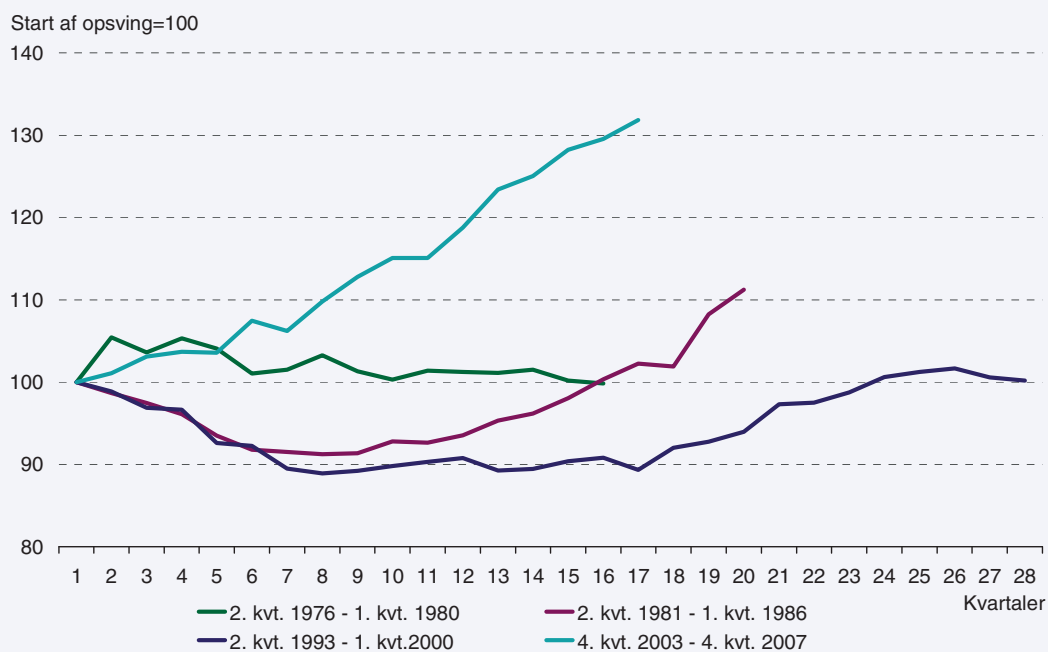
Udviklingen i kreditgivningen afspejler typisk konjunkturbevægelserne. Der sker ofte en udvidelse i kreditgivningen under en højkonjunktur, som understøtter og forstærker konjunkturudviklingen. Tilsvarende kan faldende udlånsvækst og kreditstramninger under konjunkturtilbagegang dæmpe den økonomiske aktivitet henholdsvis forstærke afmatningen. Kreditgivningen har således en klar tendens til at være medcyklisk.

Den medcykliske tendens i kreditgivningen genfindes ikke overraskende for Danmark, jf. figur 8.1. I årene 2005-07, hvor der var høj økonomisk vækst, var danske pengeinstitutters udlånsvækst i gennemsnit over 25 pct. om året. En så høj udlånsvækst var ikke set i Danmark siden midten af 1980'erne.



Udlånsvæksten under opsvinget i årene inden krisen var også markant sammenlignet med tidligere opsving, jf. figur 8.2.

Efter krisen brød ud, skete der et brat fald i særligt pengeinstitutternes kreditgivning. Realkreditinstitutternes samlede udlån har imidlertid været stigende, også efter, at krisen brød ud, selv om tempoet i væksten i udlånet faldt, jf. afsnit 8.2. Det samlede udlån fra både penge- og realkreditinstitutter er således basalt set ikke faldet efter krisen.

Figur 8.2 Samlet udlån i forhold til BNP under fire opsving

Anm.: Udlån fra penge- og realkreditinstitutter til husholdninger og erhverv. X-aksen viser antal kvartaler siden opsvingets begyndelse.
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Boks 8.2 Datagrundlag for sektorbeskrivelse

Til beskrivelse af sektorudviklingen i kapitel 8 og 10 er der primært anvendt tre kilder: (1) Indberetninger til Finanstilsynet, (2) Nationalbankens MFI-statistik og (3) regnskabstal fra Bankscope. Der er en række statistiske forskelle mellem disse data, som medfører, at de ikke altid kan sammenlignes. Datakilden er typisk valgt på baggrund af de økonomiske aspekter, som søges belyst.

Data fra Finanstilsynet

- Data fra Finanstilsynet anvendes til at belyse udviklingen i danske penge- og realkreditinstitutter. Disse data er baseret på institutternes indberetninger til Finanstilsynet og afgrænses af de juridiske enheder med dansk tilladelse til penge- eller realkreditinstitutvirksomhed. Det betyder, at data omfatter udlån fra danske institutters filialer i både Danmark og udlandet. Da de anvendte data er på institutniveau, er udlån fra institutternes udenlandske datterselskaber ikke omfattet, da disse er selvstændige juridiske enheder under udenlandsk tilsyn.
- Data fra Finanstilsynet er baseret på regnskabsmæssige værdier, og aktiverne er derfor værdiansat til enten dagsværdi eller amortiseret kostpris.

Data fra Nationalbanken

- Data fra Nationalbankens MFI-statistik anvendes til at belyse udviklingen i kreditgivningen i Danmark. Disse data er ikke afgrænset af juridiske enheder, men baseres i stedet på et residens-princip. Det betyder, at data omfatter udlån fra filialer i Danmark, herunder også filialer af udenlandske institutter, til låntagere i Danmark. Udlån fra danske institutters filialer og datterselskaber i udlandet er derimod ikke omfattet.
- I Nationalbankens MFI-statistik opgøres udlån til nominelle værdier.

Data fra Bankscope

- Data fra Bankscope anvendes til at sammenligne udviklingen i danske kreditinstitutter med udviklingen i en række andre lande i Nordeuropa. Bankscope er en international database baseret på offentlige regnskaber. Da der for flere lande ikke er fyldestgørende data på institutniveau i Bankscope, er sammenligningerne baseret på data på koncernniveau. Det giver desuden den største konsistens i opgørelserne på tværs af nationale forskelle i regnskabspraksis og juridiske strukturer. Koncernregnskaberne aflægges typisk efter de internationale regnskabsstandarder, IFRS, mens institutregnskaberne typisk aflægges efter nationale regnskabsregler.
- Anvendelsen af koncernregnskabsdata betyder, at dataene omfatter samtlige udlån fra et institut og dets datterselskaber, herunder også udlån fra udenlandske filialer og datterselskaber. I forhold til Danmark kan det oplyses, at koncernregnskabet for Danske Bank også omfatter aktiviteterne i Realkredit Danmark og Danica, at koncernregnskabet for Nykredit også omfatter aktiviteterne i Totalkredit og Nykredit Bank, og at koncernregnskabet for Nordea Bank Danmark også omfatter aktiviteterne i Nordea Kredit.
- I enkelte figurer, hvor tallene for danske pengeinstitutter afviger markant fra koncerntallene for danske kreditinstitutter, er tallene for danske pengeinstitutter opgjort på institutniveau tilføjet som supplement. Her vil afgrænsningen være den samme som for data fra Finanstilsynet. Der er kun anvendt data fra Bankscope fra 2005 og frem, da det er vurderet, at dataene i databasen ikke er fyldestgørende for tidligere år.

Forskelle mellem datakildernes geografiske afgrænsning

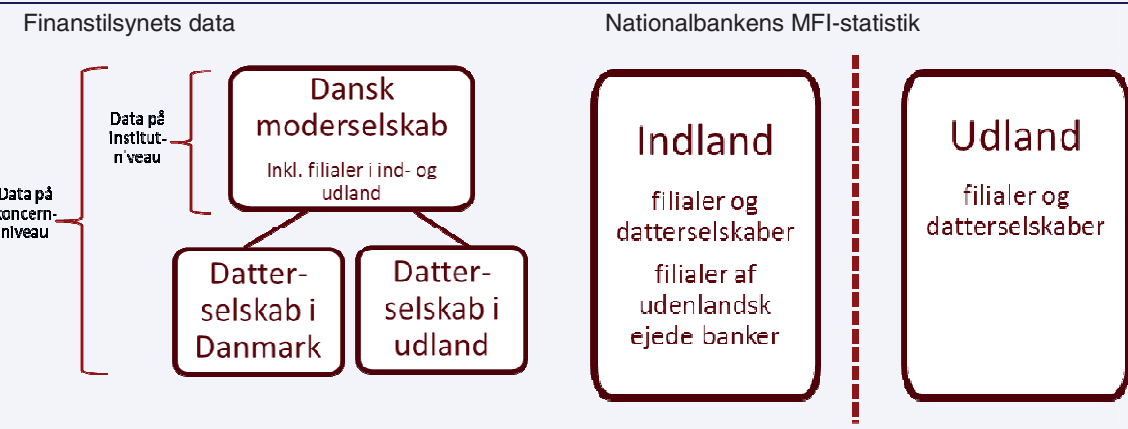
Forskellene i den geografiske afgrænsning mellem de anvendte data illustreres af figur A. I relation til de største aktører i Danmark med væsentlige grænseoverskridende aktiviteter kan det oplyses, at:

Danske Bank tilkøbte i 2005 en række aktiviteter i Irland og Nordirland. Aktiviteterne i Irland blev i 2007 omdannet fra et datterselskab til en filial. Disse aktiviteter indgår derfor i figurer baseret på data fra Finanstilsynet fra 2007 og frem. Danske Banks aktiviteter i Nordirland udøves fortsat i datterselskabsform og indgår derfor ikke i figurer baseret på data fra Finanstilsynet.

Nordea Bank Danmark er ejet af Nordea AB i Sverige, men er en selvstændig juridisk enhed med dansk tilladelse til pengeinstitutvirksomhed. Nordea Bank Danmark indgår derfor i alle tre datakilder. I figurer baseret på data fra Bankscope indgår Nordeas aktiviteter i Danmark både i figurer for Danmark og Sverige, da aktiviteterne både er en del af Nordea Bank Danmark-koncernen og Nordea Bank AB-koncernen.

Handelsbankens aktiviteter i Danmark er en filial af Svenska Handelsbanken. Handelsbankens aktiviteter i Danmark indgår derfor i data fra Nationalbanken, men ikke i data fra Finanstilsynet. I figurer baseret på data fra Bankscope indgår Handelsbankens aktiviteter i Danmark i figuren for Sverige, da aktiviteterne er en del af Svenska Handelsbanken-koncernen.

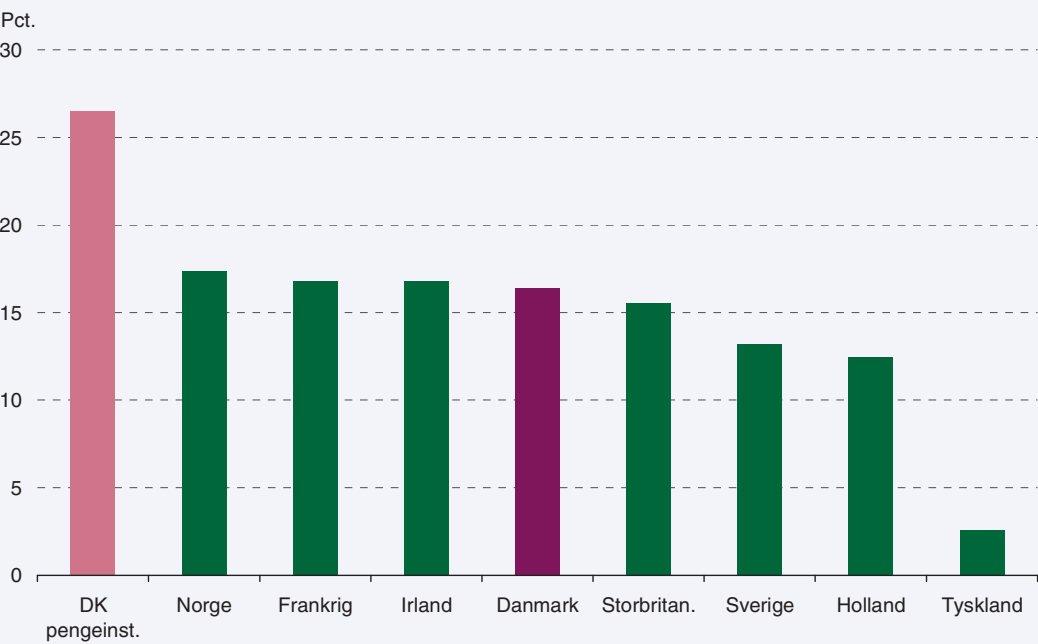
Figur A Indlånsoverskud i pct. af udlån inkl. repo'er



Anm.: De anvendte data fra Bankscope er på koncernniveau, dvs. strukturen i disse data svarer til strukturen i Finanstilsynets data på koncernniveau. Bemærk dog, at de anvendte data fra Bankscope omfatter en række koncerner fra forskellige lande, hvor eksemplet i figuren omhandlende Finanstilsynets data viser data på koncernniveau for en koncern med dansk moderselskab.
Kilde: Finanstilsynet og Nationalbanken.

Udlånsvæksten i Danmark i årene forud for krisen var også høj i et internationalt perspektiv, jf. figur 8.3. I Danmark var væksten i det samlede udlån i sektoren i perioden 2005-07 på omtrent samme niveau som Norge, Frankrig, Irland og Storbritannien. Udlånsvæksten i Danmark var højere end i Sverige og Holland og væsentlig højere end i Tyskland. Betragtes udlån fra danske pengeinstitutter isoleret set, var denne endog meget høj i internationalt perspektiv.

Figur 8.3 Gennemsnitlig årlig vækst i kreditinstitutters udlån, 2005-07

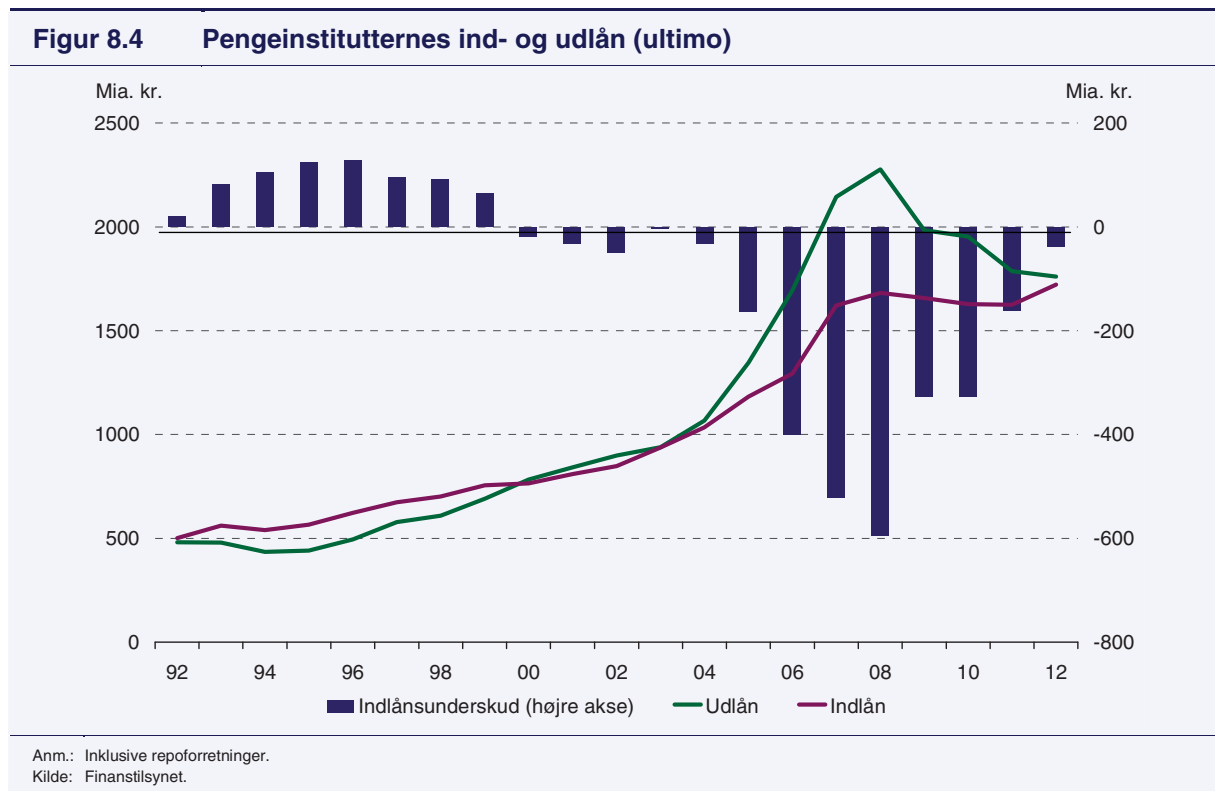


Anm.: Opgjort som vægtet gennemsnit af årlig vækst i kreditinstituttors udlån fra ultimo 2005 til ultimo 2007. Et kreditinstituts udlån indgår i beregningen af det samlede udlån i et land, hvis der er regnskabstal for udlån både primo og ultimo perioden.
Kilde: Beregninger på baggrund af data fra Bankscope.

8.1.2 Finansiering af udlånsvækst

I takt med udlånsvæksten i årene op til krisen blev pengeinstitutternes indlånsunderskud øget, jf. figur 8.4. Indlånsunderskuddet steg fra 2003, hvor der var balance mellem ind- og udlån, og toppede i 3. kvartal 2008 med 656 mia. kr. Ved udgangen af 2012 var indlånsunderskuddet reduceret til 38 mia. kr.

Opbygningen af indlånsunderskuddet i årene inden krisen var et markant brud med den traditionelle finansiering af bankudlån. Således har der historisk ikke været stor forskel mellem indlån og udlån i Danmark, men det ændrede sig på få år.

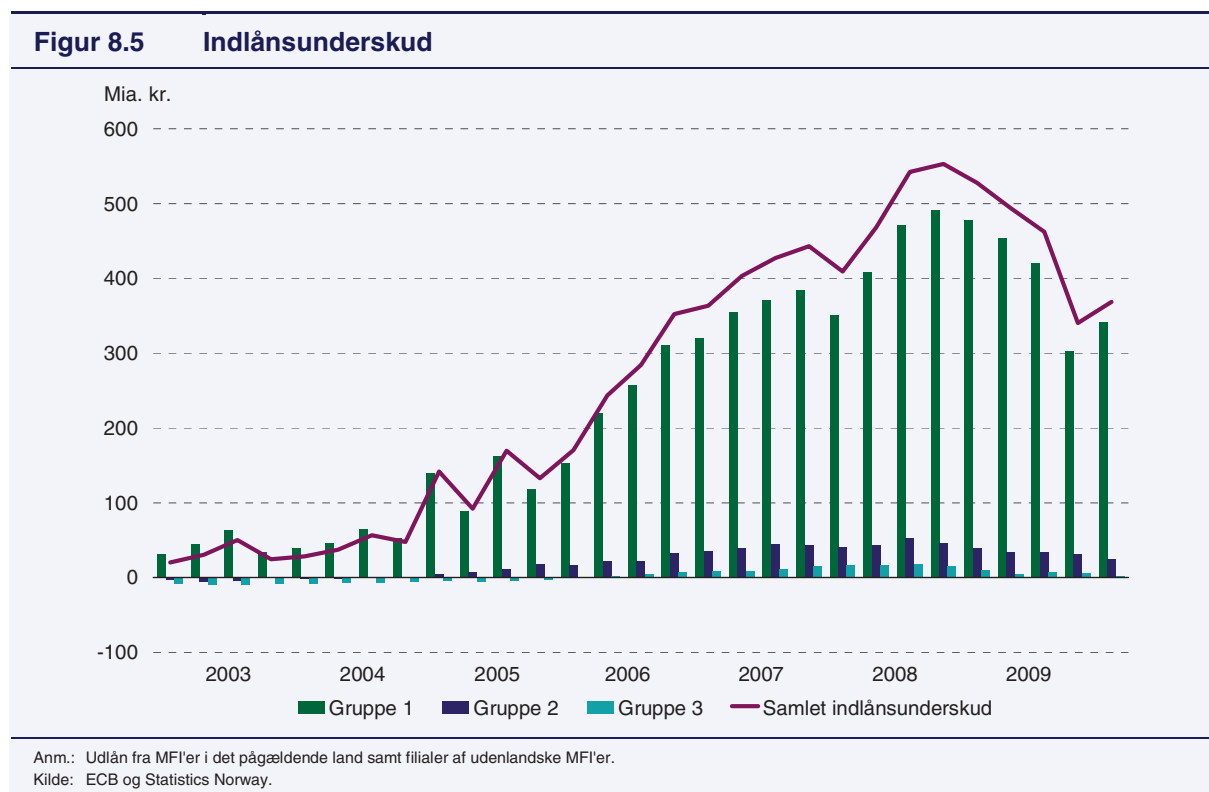


Følgerne af det store indlånsunderskud var, at pengeinstitutterne havde behov for at skaffe likviditet via penge- og kapitalmarkederne (markedsfinansiering). Behovet for, og betydningen af, løbende at kunne få adgang til markedsfinansiering var betydeligt i årene op til finanskrisen, ikke mindst fordi en væsentlig del af finansieringen havde kort løbetid, jf. afsnit 8.1.6 om store institutter. I takt med uroen på markedet tog til, blev det sværere og sværere at skaffe markedsfinansiering, og løbetiden blev endnu kortere.

Den øgede afhængighed af kortsigtet markedsfinansiering medførte, at pengeinstitutterne blev stillet overfor en ny type risiko: risikoen for at markedsfinansieringen tørrede ud. Denne ændring i et pengeinstituts risikoprofil har ført til en ændring i måden man tænker på "bank runs". I den traditionelle model, jf. Diamond og Dybvig (1983), opstår et bank run som følge af et koordinationssvigt blandt simple indskydere: De simple indskydere stiller sig i kø for at hæve deres indskud før andre indskydere, hvis de frygter, at andre indskydere vil hæve pengene først. I det "moderne" bankrun, jf. Shin (2008), er det ikke de simple indskydere, der stiller sig i kø for at hæve indskud, men adgangen til markedsfinansiering, der forsvinder. For pengeinstituttet føles det dog på samme måde: det oplever et likviditetsstress. I danske pengeinstitutter har

der gennem den finansielle krise ikke været traditionelle bankruns, hvor småsparere stiller sig i kø for at hæve deres penge, men danske pengeinstitutter oplevede, at adgangen til markedsfinansiering blev stærkt svækket i efteråret 2008, især inden Bankpakke I trådte i kraft, jf. kapitel 9 og 12. Derudover oplevede nogle pengeinstitutter, at større kunder trak deres indskud (i hvert fald den del, som lå over Indskydergarantiens maksimum) ud.

Gruppe 1-institutter har langt størstedelen af den samlede balancesum i den danske pengeinstituttelsektor, og sektorens samlede indlånsunderskud afspejlede i høj grad indlånsunderskuddet i nogle af de største institutter, jf. figur 8.5.

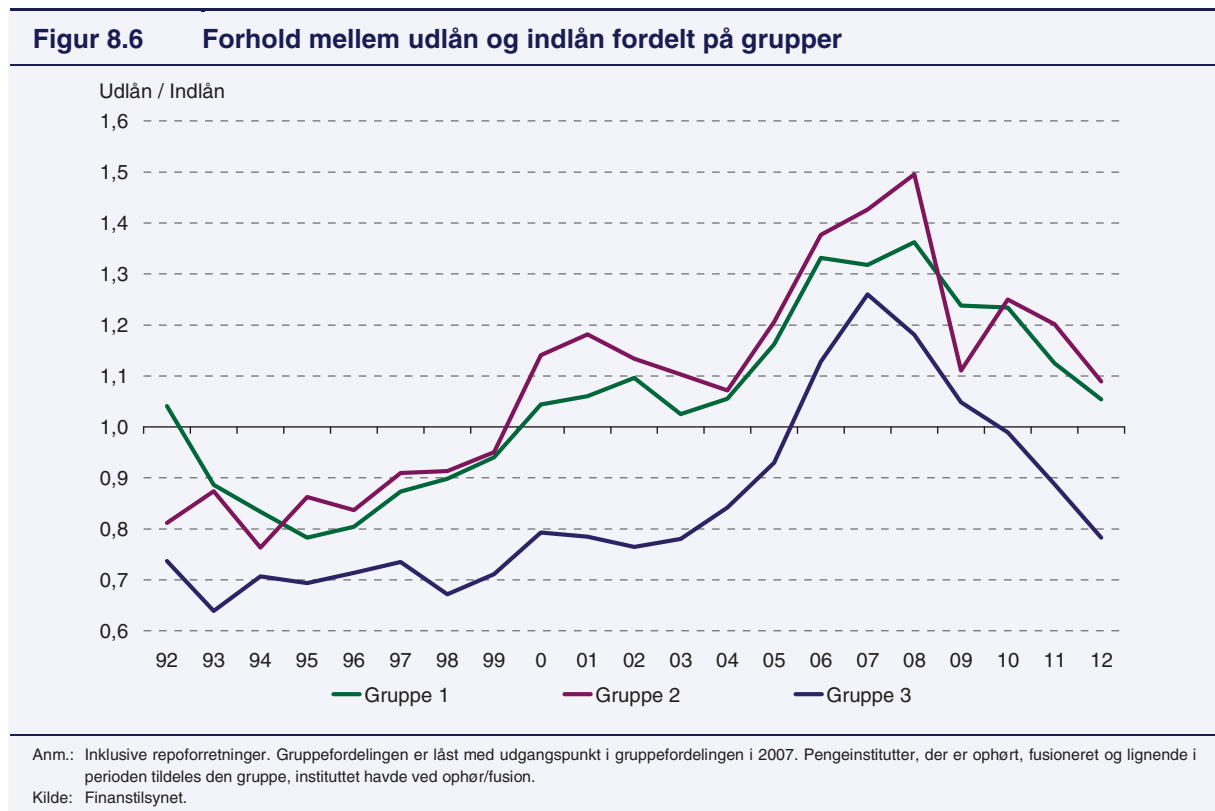


Blandt små og mellemstore pengeinstitutter var der stor spredning i indlånsunderskuddet, og der var således en gruppe med store indlånsunderskud og en gruppe med lavt eller intet indlånsunderskud. For de enkelte grupper af institutter under ét var der dog samlet set væsentlige indlånsunderskud, jf. figur 8.5.

Generelt fastlægges det enkelte instituts likviditetsbehov ud fra en cash-flow betragtning, og viser der sig at være mismatch mellem ind- og udbetalingerne, kan der være behov for at finansiere dette over markedet gennem f.eks. lån hos andre kreditinstitutter, udstedelse af gældsbreve mv. For store børsnoterede pengeinstitutter med kreditvurdering og avanceret styring af likviditetsrisikoen er et moderat markedsfinansieringsbehov ikke nødvendigvis et problem. Det vil det imidlertid kunne være for små og mellemstore pengeinstitutter. For mindre institutter er et betydeligt indlånsunderskud med deraf følgende markedsfinansieringsbehov en ganske risikabel forretningsmodel, da det alt andet lige er væsentligt sværere for et mindre pengeinstitut at finansiere sig på de internationale markeder gennem perioder med svagere likviditetsforhold. Dertil kommer, at der vil være forskel på, om indlånsunderskud finansie-

res overnight eller med 5-årige lån, lige så vel som adgang til belåning af værdipapirer i Nationalbanken spiller ind på institutternes sårbarhed overfor indlånsunderskud.

Det er desuden bemærkelsesværdigt, at selv de mindre pengeinstitutter (gruppe 3-institutterne), der traditionelt kun i begrænset omfang har hentet finansiering via kapitalmarkederne, fra midt-00'erne forvandlede et komfortabelt indlånsoverskud til et stort indlånsunderskud i forhold til institutternes størrelse, jf. figur 8.6.

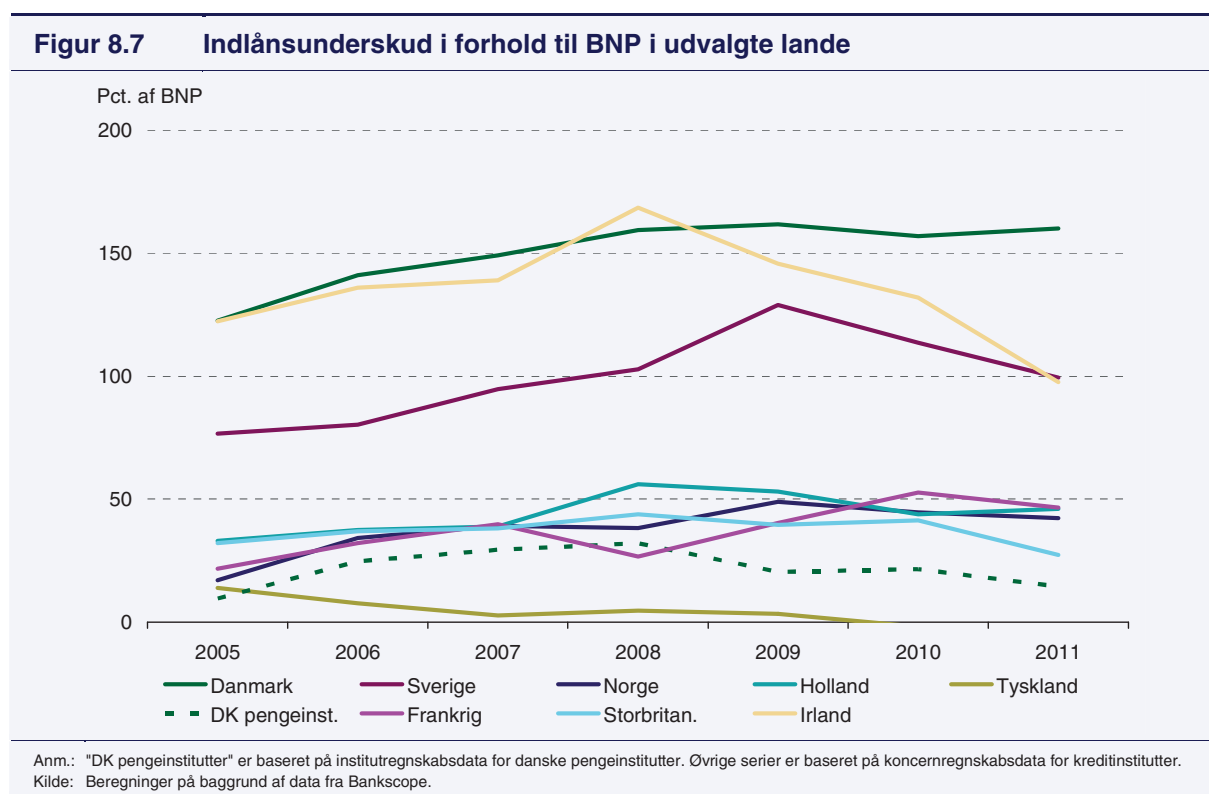


Sammenlignes alle danske kreditinstitutter (inklusive realkreditinstitutterne) med udlandet var indlånsunderskuddet meget stort, idet indlånsunderskuddet svarede til mere end 150 pct. af BNP forud for krisen, jf. figur 8.7. Men størstedelen heraf skyldtes, at danske realkreditinstitutter i betydeligt omfang yder ejendoms lån finansieret ved udstedelse af realkreditobligationer. Realkreditinstitutter kan ikke modtage indlån, og indlån bidrager derfor ikke til finansiering af udlånet. I mange andre lande er realkreditlån på pengeinstitutternes balancer. En varierende del af finansieringen af disse lån sker ved pengeinstitutternes obligationsudstedelser mv., mens finansieringen af danske realkreditlån alene sker ved udstedelser af obligationer uden for pengeinstitutternes balancer. Man kan derfor argumentere for, at en sammenligning af indlånsunderskud på tværs af lande giver mere mening ved at trække realkreditlån ud af de danske tal. Det betyder dog ikke, at al risiko ved realkreditudlån er isoleret fra pengeinstitutternes balancer i de tilfælde, hvor realkreditvirksomheden er en del af en koncern. Det gælder også, når et pengeinstitut har stillet garanti for det yderste lån.

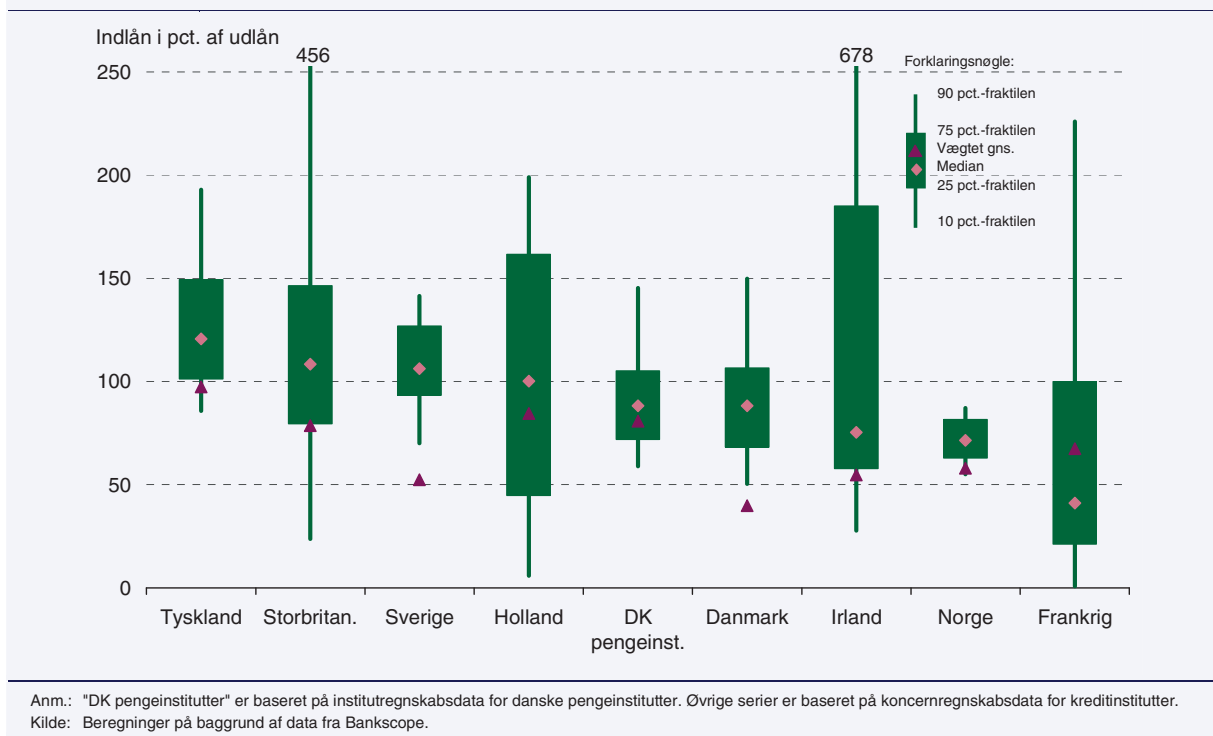
Sammenlignes danske pengeinstitutters andel af udlån finansieret via indlån med andre landes pengeinstitutter, lå indlånsunderskuddet i danske pengeinstitutter på niveau med gennemsnittet for kreditinstitutter i Holland og Storbritannien, jf. figur 8.7. Det samlede indlånsunderskuds andel af BNP i danske pengeinstitutter udgjorde knap 9 pct. i 2005, mens det var steget til 32 pct. af BNP i 2008.

Det er bemærkelsesværdigt, hvordan de finansielle sektorer i de her betragtede lande, med undtagelse af Storbritannien og Tyskland, alle opbyggede indlånsunderskud i årene inden krisen. F.eks. steg indlånsunderskuddet målt i forhold til BNP fra 2005 til 2008 i Frankrig fra 22 pct. til 53 pct. og i Irland fra 122 pct. til 168 pct. Opbygningen af et stort indlånsunderskud i de danske pengeinstitutter er således ikke et specielt dansk fænomen.

En del af risikoopbygningen gennem markedsfinansiering af udlån skal formentlig også ses i forhold til sektorens tillid til modellering af risici, jf. kapitel 7.



Spredningen i størrelsen af danske kreditinstitutters indlånsunderskud var forud for krisen lavere end i Irland, Holland, Frankrig og Storbritannien, jf. figur 8.8. For enkelte institutter med særlige forretningsmodeller i Storbritannien og Irland var indlånet langt større end udlånet. Der er eksempelvis tale om penginstitutter ejet af supermarkeds-kæder og datterselskaber af amerikanske investeringsbanker. Danske pengeinstitutter skilte sig ikke markant ud fra de øvrige lande med hensyn til størrelsen og spredningen af indlånsunderskuddet.

Figur 8.8 Indlån i pct. af udlån ultimo 2007, fraktiler

De danske pengeinstitutter finansierede deres stigende indlånsunderskud med indlån fra udenlandske kreditinstitutter, udstedelser af værdipapirer som f.eks. commercial papers mv. Samlet set havde de danske kreditinstitutter ultimo 2007 en nettogæld til kreditinstitutter og centralbanker svarende til 9 pct. af deres samlede balance, jf. figur 8.9. Da deres samlede nettostilling over for Danmarks Nationalbank var tæt på nul (-7 mia. kr. ultimo 2007), kan den altovervejende del af nettogælden til kreditinstitutter og centralbanker henføres til låntagning hos udenlandske kreditinstitutter og udenlandske centralbanker.

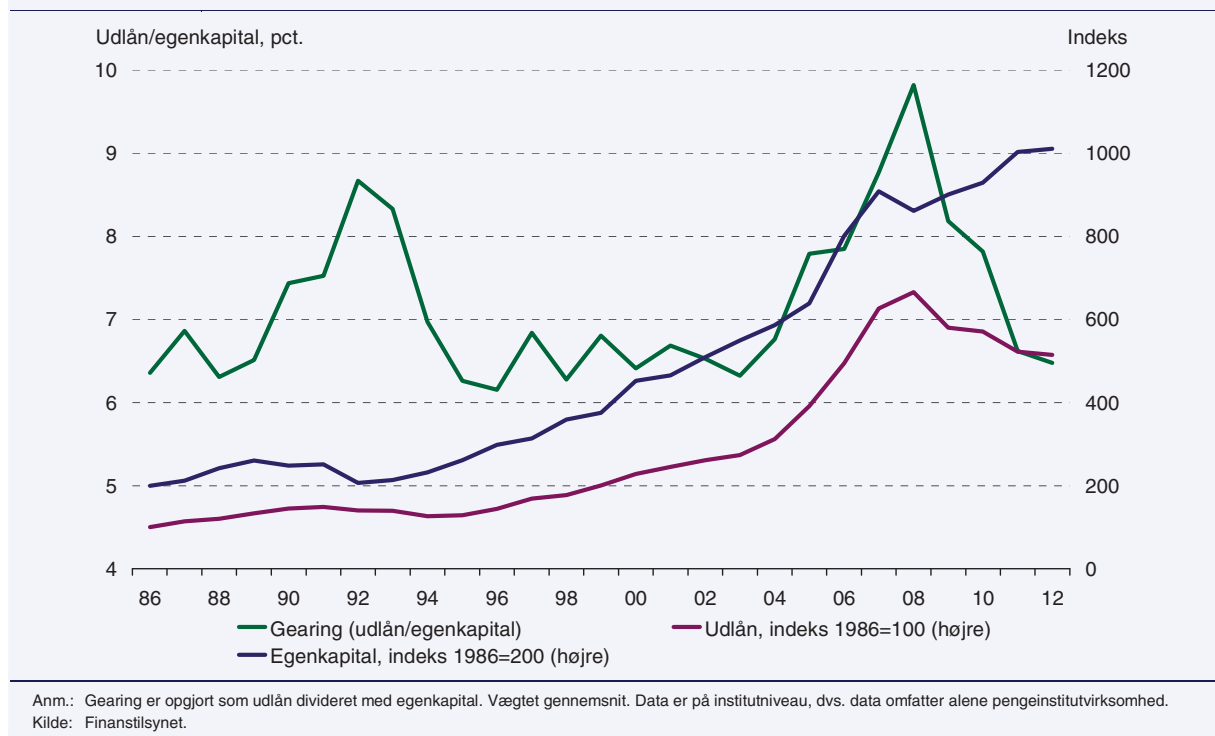
Danske pengeinstitutters nettostilling over for Nationalbanken blev nedbragt fra et overskud på omkring 100 mia. kr. i 2005 til omkring nul ved udgangen af 2007. Mod slutningen af 2008 faldt nettostillingen til et underskud i omegnen af 100-150 mia. kr. Pengeinstitutternes nettostilling over for Nationalbanken påvirkes primært af Nationalbankens valutainterventioner og likviditetspåvirkninger fra statens betalinger. Man kan således ikke konkludere, at væksten i pengeinstitutternes udlån fra 2005-07 blev delvist finansieret ved, at pengeinstitutterne nedbragte deres nettostilling. Nettostillingen er primært en residual, der påvirkes af andre forhold end pengeinstitutternes likviditetsbeslutninger.

Figur 8.9 Nettogæld til kreditinstitutter og centralbanker, ultimo 2007

Anm.: Nettogælden er opgjort som forskellen mellem gæld til kreditinstitutter og centralbanker og tilgodehavender hos kreditinstitutter og centralbanker.
 Kilde: Beregninger på baggrund af data fra Bankscope.

8.1.3 Gearing

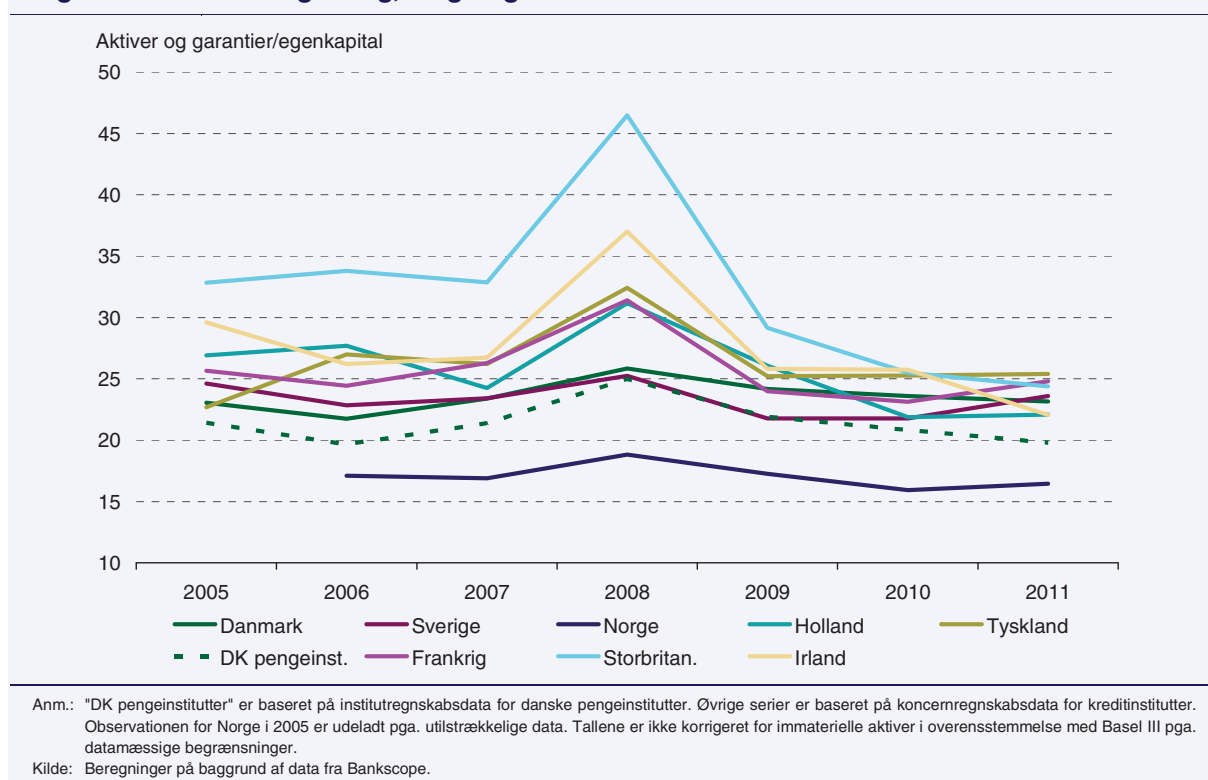
Udlånsvæksten gav sig også udslag i en højere udlåns gearing (dvs. udlån i forhold til egenkapital) op til krisen, jf. figur 8.10. Gearingen har toppet to gange siden 1986 – i starten af 1990'erne og i 2008, dvs. sammenfaldende med den tidligere og den seneste krise. En væsentlig forskel mellem de to perioder er, at selvom både egenkapital og udlån faldt i 1992, så toppede gearingen, fordi faldet i egenkapitalen som følge af tab på udlån forholdsmæssigt var større end reduktionen i udlånet. I 2008 toppede gearingen som følge af en stigning i udlånet og et samtidigt fald i egenkapitalen. En anden bemærkelsesværdig forskel mellem perioden op til 1991 og perioden op til 2007 er, at pengeinstitutterne ikke opbyggede kapital i årene inden 1991. Derimod opbyggede de kapital i årene inden 2007. På trods heraf slog krisen hårdere igennem i 2008 og frem. Det skal ses i lyset af, at gearingen var højere ved indgangen til denne krise (ca. 8,5 i 2007) end ved den foregåede krise (ca. 7,5 i 1991) på trods af opbygningen af kapital i årene inden denne krise. Ligheder og forskelle mellem krisen i den danske finansielle sektor omkring 1990 og denne krise behandles nærmere i kapitel 13.

Figur 8.10 Pengeinstitutternes udlåns gearing

Gearingen steg generelt kraftigt i løbet af 2008, hvor underskud og negative kursreguleringer i den sidste halvdel af året reducerede institutternes egenkapital. Da opgørelserne vedrører ultimo året, og krisen allerede havde negativ effekt på egenkapitalen i slutningen af 2008, er forøgelsen af gearingen fra 2007 til 2008 både et udtryk for stigende udlån og faldende egenkapital.

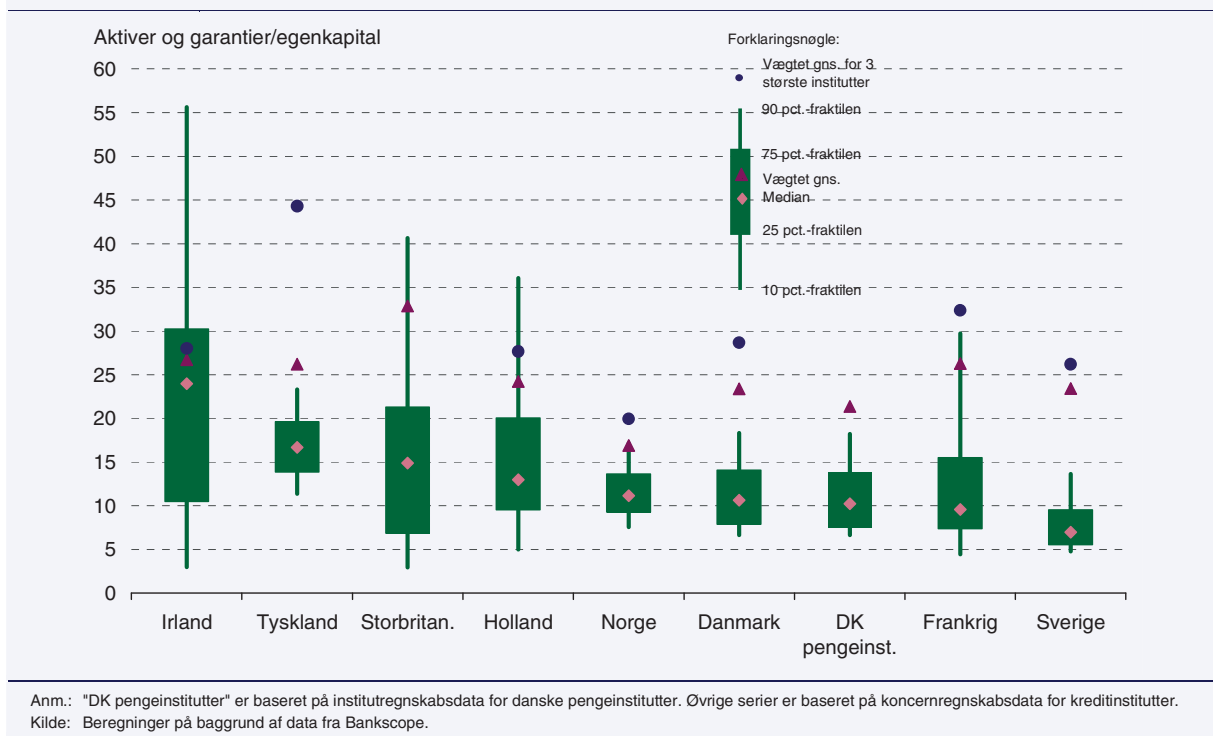
En anden måde at illustrere kreditinstitutters gearing på er at se på aktiver og garantier i forhold til egenkapitalen.¹ Det er et bredere mål for kreditinstitutternes gearing, som udover udlån omfatter aktiver i handelsporteføljer, kapitalandele i associerede virksomheder mv. Målt herpå lå danske kreditinstitutter ikke højt i et internationalt perspektiv, jf. figur 8.11. Kreditinstitutterne i Storbritannien havde markant højere gearing end kreditinstitutterne i de øvrige lande.

¹ Der kan argumenteres for, at gearingen bør opgøres ekskl. immaterielle aktiver. Det har imidlertid ikke været muligt i datagrundlaget for den internationale sammenligning.

Figur 8.11 Samlet gearing, vægtet gennemsnit

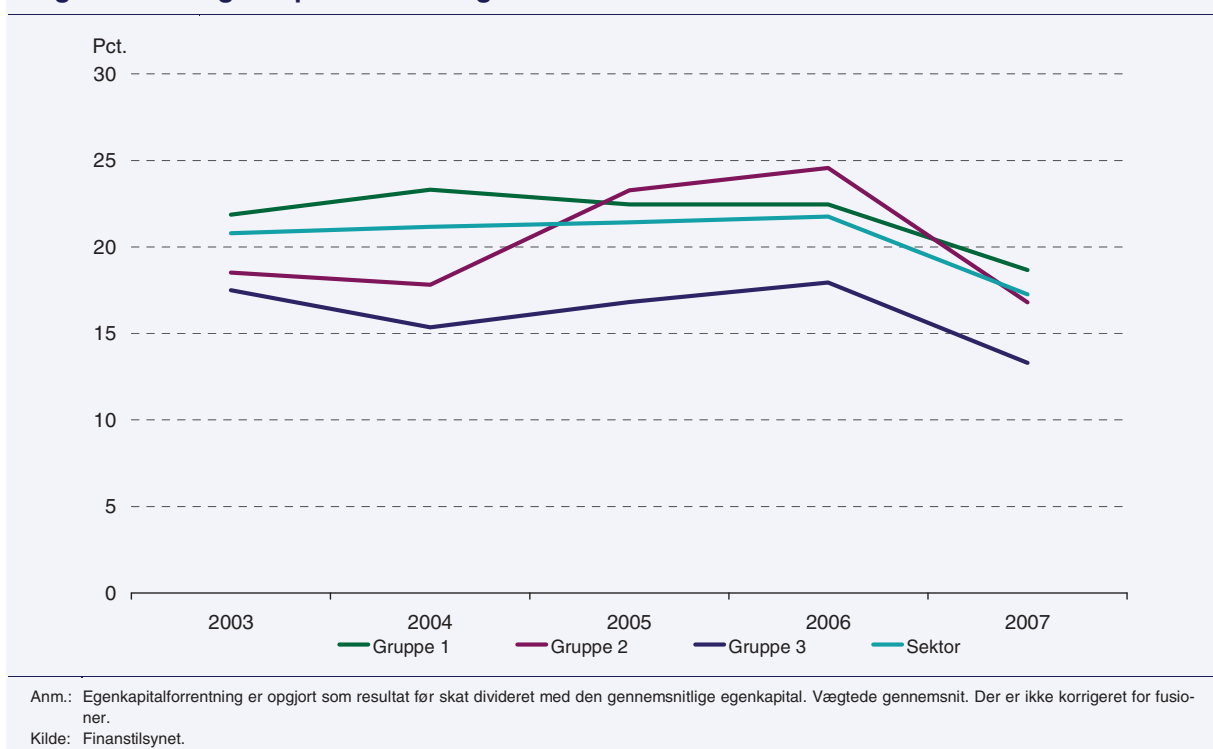
Der var i de enkelte lande stor spredning i kreditinstitutternes gearing forud for krisen, jf. figur 8.12. På tværs af landene ses, at de vægtede gennemsnit for gearingen var højere end medianerne og i mange tilfælde også højere end 75 procentfraktilerne. Det afspejler, at de største institutter generelt var højere gearede end de mindre institutter. I Danmark var de tre største institutter betydeligt højere gearet end de fleste andre institutter. En væsentlig højere gearing af de største kreditinstitutter i forhold til de øvrige institutter genfindes dog i Sverige og Tyskland, men ikke i så høj grad i de øvrige lande. Omvendt er gearingen af de største danske kreditinstitutter ikke specielt høj i et internationalt lys.

Med Basel III indføres et nyt internationalt mål for gearingen, den såkaldte leverage ratio. Leverage ratio beregnes som egenkapitalen i pct. af summen af aktiver og garantier, og vil derfor svare til den reciproke værdi af gearingen i figur 8.11 og 8.12. Fremover skal kreditinstitutterne som udgangspunkt have en gearingsratio på mindst 3 pct. Det svarer til en gearing af egenkapitalen på maksimalt 33 gange. En gearingsratio på 3 pct. er udtryk for en stor risikoeksponering, som stiller store krav til institutternes risikostyring. Dette risikomål kan imidlertid ikke stå alene men skal ses i sammenhæng med andre mål for institutternes eksponeringer, jf. afsnit 8.1.6 om gruppe 1-institutter.

Figur 8.12 Gearing ultimo 2007, fraktiler

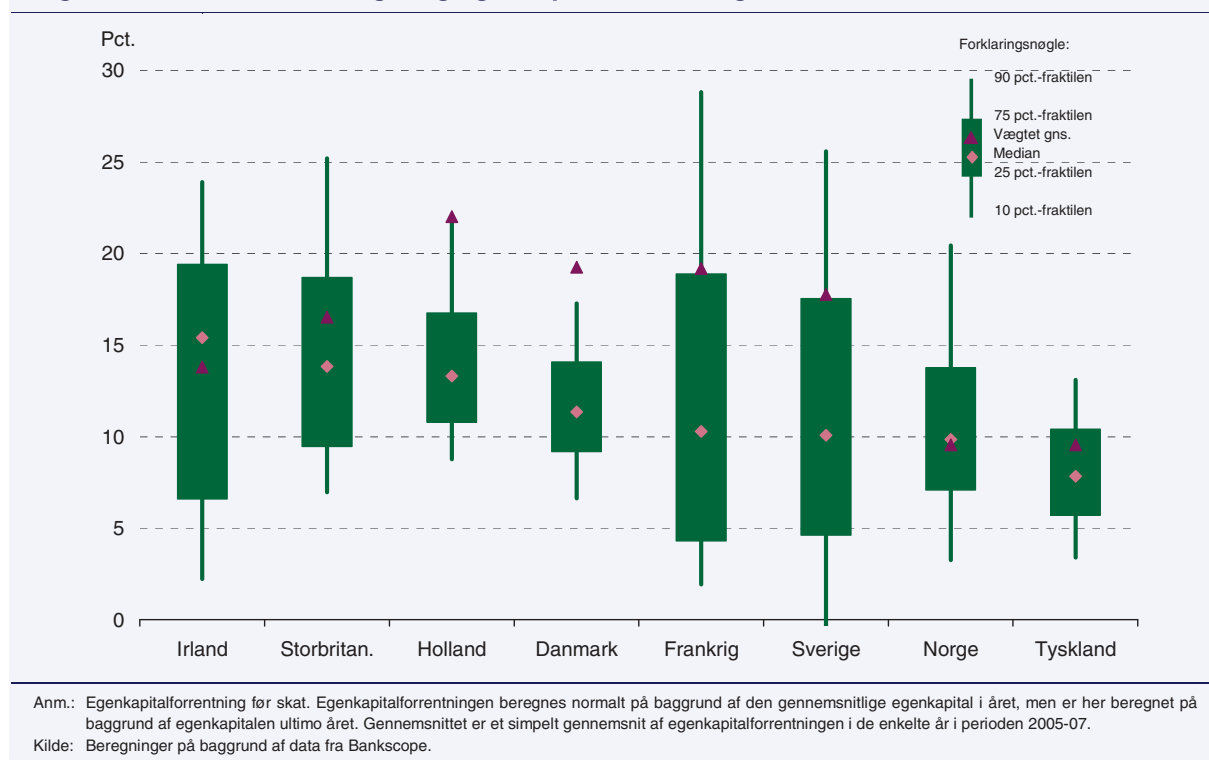
8.1.4 Egenkapitalforrentning

Den store udlånsaktivitet og de lave nedskrivninger på udlån, som konjunkturudviklingen i 00'erne førte med sig, betød, at institutternes indtjening generelt var ganske høj. Sektorens samlede egenkapitalforrentning lå fra 2003 til 2006 over 20 pct., jf. figur 8.13.

Figur 8.13 Egenkapitalforrentning

Internationalt var forrentningen af egenkapitalen i årene op til krisen også høj, men der var stor spredning, både på tværs af institutter og på tværs af lande, jf. figur 8.14. Det vægtede gennemsnit, hvor de største kreditinstitutter bidrager mest, er højere i Danmark end i både Norge og Sverige. Mange institutter i Danmark har dog haft en betydelig mindre egenkapitalforrentning. Det er ikke nødvendigvis udtryk for, at disse institutter er dårligere drevet, hvis det afspejler en lavere risikoeksponering.

Figur 8.14 Gennemsnitlig årlig egenkapitalforrentning 2005-07, fraktiler

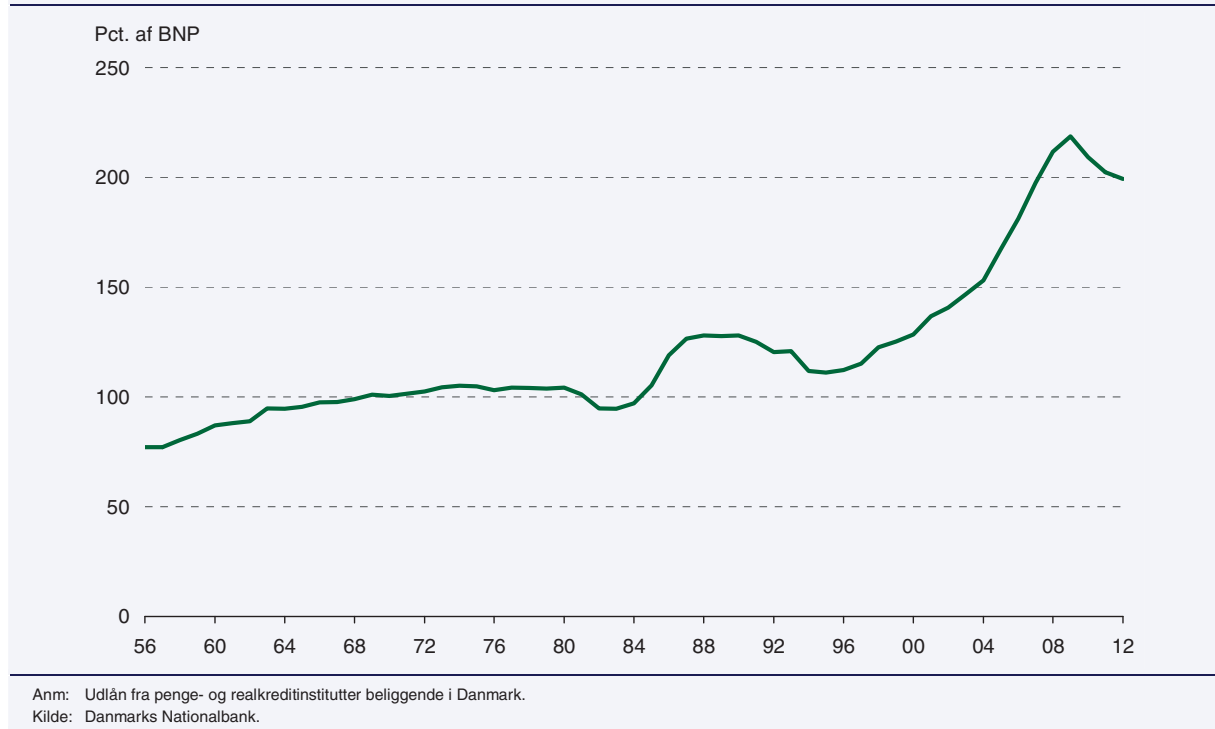


8.1.5 Sektorvækst og -koncentration

Et centralt kendetegn ved den finansielle sektor er, at den er vokset støt målt ved sektorens udlån i forhold til BNP, jf. figur 8.15. Ultimo 1956 udgjorde penge- og realkreditinstitutternes udlån 77 pct. af BNP, mens det var vokset til 199 pct. af BNP i 2012. Væksten i udlånsandelen af BNP, vist ved hældningen på figuren, var særlig stor igennem 00'erne. Væksten i sektorens udlånsandel havde således været forholdsvis konstant i ca. 40 år frem til midten af 1990'erne, med et enkelt bump i 1980'erne og starten af 1990'erne, hvorefter væksten i udlånsandelen frem til finanskrisens start blev væsentligt forøget.

Udlån i forhold til BNP lå på et historisk højt niveau i 2009, dvs. i året efter, at krisen havde ramt Danmark. Kreditinstitutternes vækst indebærer, at de har fået en stadig større samfundsøkonomisk betydning, og at rystelser i den finansielle sektor kan få større realøkonomiske konsekvenser end tidligere. Væksten i den finansielle sektor i forhold til BNP var imidlertid ikke et isoleret dansk fænomen.

Figur 8.15 Penge- og realkreditinstitutternes udlån til danske husholdninger og ikke-finansielle selskaber som andel af BNP



Den samlede balance for danske kreditinstitutter var ved begyndelsen af krisen ca. 4 gange så stor som Danmarks BNP, jf. tabel 8.1. Dette var højt i sammenligning med lande som f.eks. Norge, men dog betydeligt lavere end i Holland, Storbritannien og Irland.

Tabel 8.1 Størrelse og antal kreditinstitutterne i udvalgte lande, 2007

	Samlede aktiver i pct. af BNP	Antal institutter
Danmark	397	85
Sverige	322	89
Norge ¹	118	117
Holland	507	23
Tyskland	274	1.669
Frankrig	372	145
Storbritannien	480	190
Irland	631	26

Anm.: Alle data er pr. ultimo 2007. "Antal institutter i sammenligning" er antallet af institutter, der er tilgængelige data i Bankscope for 2007. Det kan være mindre end det faktiske antal institutter i det pågældende land. "Samlede aktiver" er summen af aktiver i disse institutter.
Kilde: Bankscope og Eurostat.
¹ For Norge er det anvendte BNP inkl. olie. Alternativt kunne anvendes fastlands BNP, dvs. uden olie. Det er et væsentligt mindre tal, hvor aktiver i pct. af BNP ville stige. Fagligt vil der kunne argumenteres for begge opgørelsesmetoder. For Norge er der for de to største penginstitutter forsøgt afstemt oplysningerne i BankScope med regnskaberne. For DNB er der en forskel på 200 mio. kr. Bruges regnskabstallet vil tallet i tabellen stige fra 118 pct. til 128 pct.

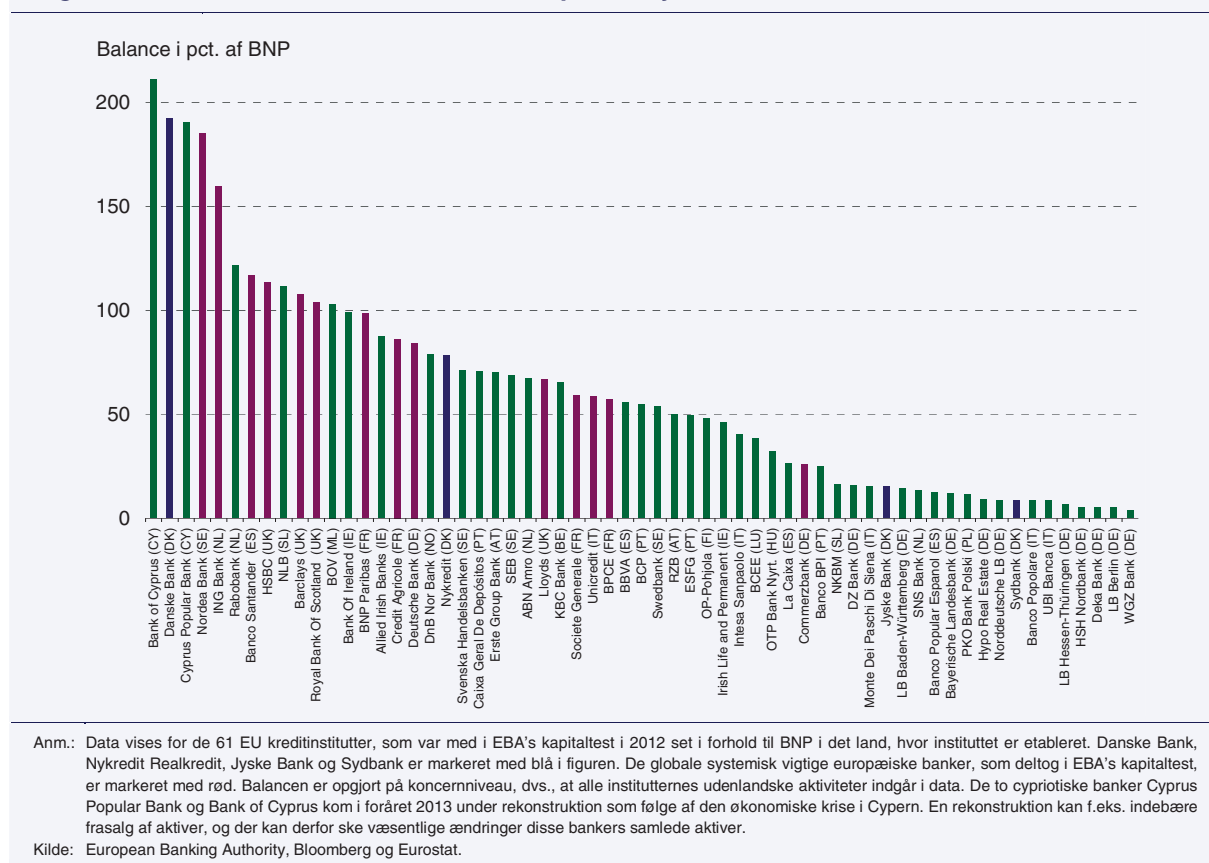
I lyset af den finansielle sektors stigende betydning for samfundsøkonomien pågår der aktuelt en international debat om, hvorvidt den finansielle sektor er blevet "for stor". F.eks. argumenterer Greenwood og Sharfstein (2012) for, at den finansielle sektor generelt er blevet for stor, mens Arcand, Berkes og Panizza (2012) finder, at

den finansielle sektor bidrager positivt til den økonomiske vækst op til et vist punkt, hvorefter den hindrer den økonomiske vækst. Af denne årsag argumenterer Arcand m.fl. for, at lande med store finansielle sektorer kunne øge den økonomiske vækst, hvis deres finansielle sektorer mindskes. Omvendt argumenterer Cochrane (2013) for, at det er svært at fastlægge det "samfundsmæssigt optimale niveau" af størrelsen af den finansielle sektor.

På trods af uenighed om den rette størrelse af den finansielle sektor, og om den er blevet for stor, er der generelt enighed om, at enkelte store finansielle institutioner kan udgøre en trussel mod den økonomiske og finansielle stabilitet.

Alene Danmarks største bank, Danske Bank, har en balance svarende til næsten 200 pct. af BNP, jf. figur 8.16. Hvis et pengeinstitut i den størrelse kommer i problemer, påvirker det hele samfundet.

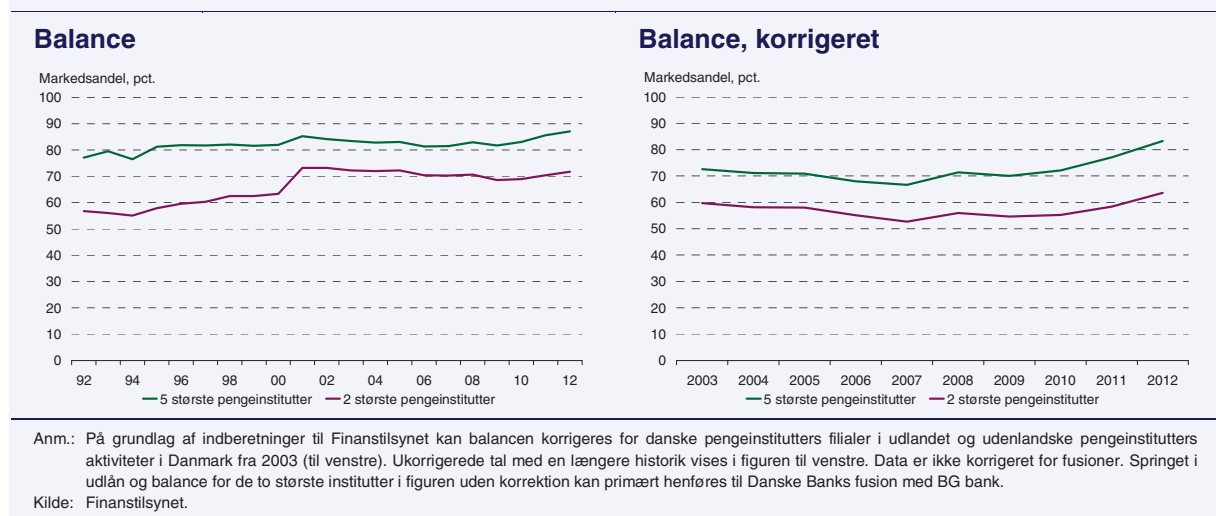
Figur 8.16 Kreditinstitutters størrelse i pct. af hjemlands BNP, 2011



De fem største danske pengeinstitutter har udgjort en betydelig del af den samlede sektors balance set over en 20-årig periode, jf. figur 8.17, mens det store antal af små og mellemstore institutter udgør en lille del af sektorens samlede balance. Samme billede fremgår, når der korrigeres for danske pengeinstitutters filialer i udlandet og udenlandske pengeinstitutters aktiviteter i Danmark. De to største pengeinstitutters markedsandel voksede fra under 60 pct. til over 70 pct. i løbet af 1990'erne som følge af en bølge af fusioner blandt de største danske finansielle virksomheder inden for bank-, realkredit og forsikringsvirksomhed. Efterfølgende har markedsandelen for de to største pengeinstitutter været nogenlunde uændret.

En stor del af den fusionsaktivitet, der fandt sted i første del af 1990'erne i den danske finansielle sektor, var karakteriseret ved dannelse af finansielle koncerner inden for landets grænser. I slutningen af 1990'erne og efter 2000 blev sektoren også i stigende grad præget af globaliseringen, så fusioner og opkøb blev grænseoverskridende. Det havde formentlig baggrund i, at for enkelte institutter var mulighederne for at høste væsentlige stordriftsfordele gennem overtagelser og fusioner inden for landets grænser ved at være udtømte pga. den forholdsvis store koncentration på hjemmemarkedet. Den udenlandske ekspansion betød imidlertid, at den danske pengeinstitutsektor blev stedse mere eksponeret mod andre lande i årene inden krisen.

Figur 8.17 Koncentration af den danske pengeinstitutsektor målt på balance



Målt på baggrund af koncentrationen af aktiverne i de fem største institutter skiller Danmark, Sverige og Holland sig ud som lande med relativt koncentrerede finansielle sektorer, jf. tabel 8.2.

Tabel 8.2 Sektorkoncentration i udvalgte lande

Institutters andel af samlede aktiver	Det største	De to største	De tre største	De fem største
Danmark	50	66	78	85
Sverige	36	54	77	95
Norge	46	63	67	72
Holland	34	65	85	97
Tyskland	29	38	46	59
Frankrig	24	44	60	72
Storbritannien	17	32	41	56
Irland	18	34	49	72

Anm.: Alle data er pr. ultimo 2007. "Antal institutter i sammenligning" er antallet af institutter, for hvilke der er tilgængelige data i Bankscope for 2007. Det kan være mindre end det faktiske antal institutter i det pågældende land. "Samlede aktiver" er summen af aktiver i disse institutter.

Kilde: Bankscope.

Som i Danmark er det i Sverige relativt få, store pengeinstitutter, som udgør en betydelig del af den samlede pengeinstitutsektor, mens en del mindre pengeinstitutter deler resten af markedet mellem sig. Ved udgangen af 2007 stod de tre største pengeinstitutter i Sverige for 77 pct. af udlånet til privatpersoner og erhverv i Sverige. I Norge er koncentrationen derimod lidt mindre, da de tre største pengeinstitutter står for ca. 67 pct. af udlånet til husholdninger og erhverv i 2011.

En sektor karakteriseret ved, at nogle institutter er meget store, indebærer, at blot et enkelt nødlidende institut kan få store samfundsøkonomiske konsekvenser. For at mindske sandsynligheden for, at dette realiseres i Danmark, har udvalget om systemisk vigtige finansielle institutioner, det såkaldte SIFI-udvalg, fremlagt en rapport med forslag til, hvordan internationale krav til SIFI'er skal gennemføres i Danmark, og hvordan SIFI'er, der er kommet i vanskeligheder, skal håndteres, jf. kapitel 13.

8.1.6 Beskrivelse af de største danske pengeinstitutter inden krisen

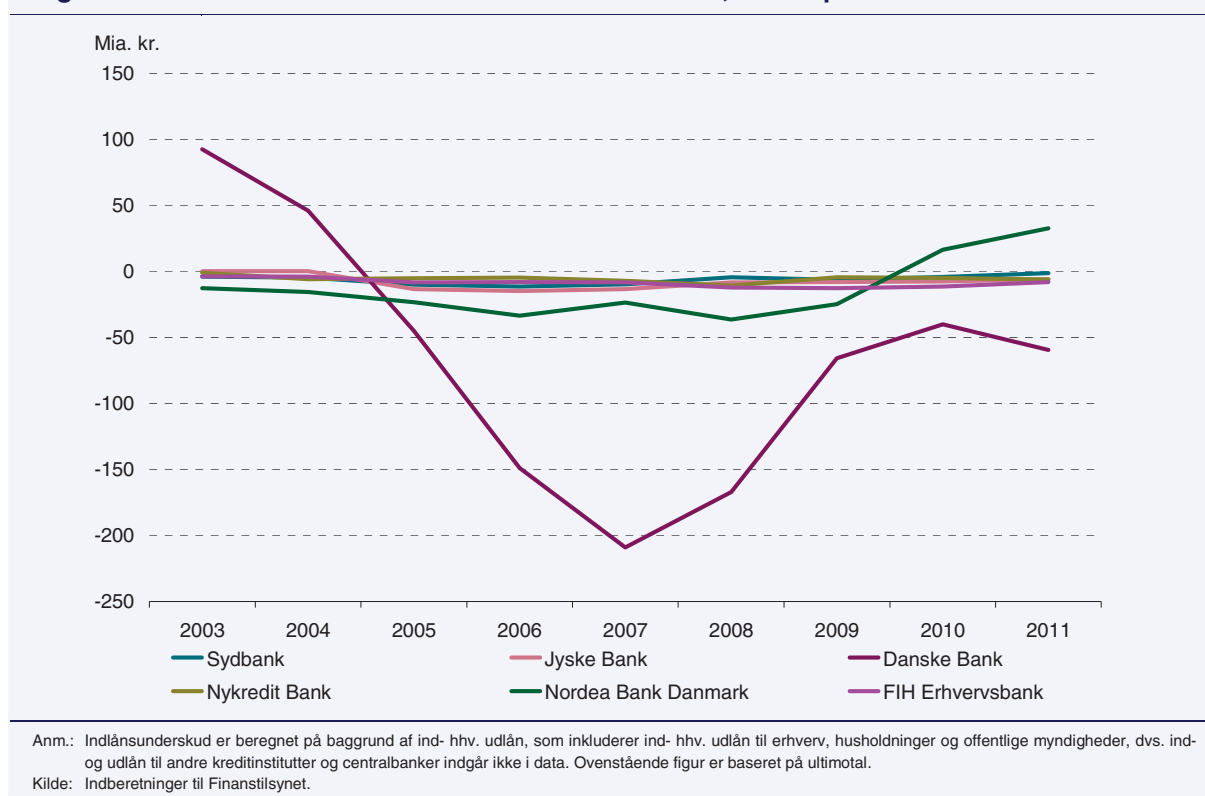
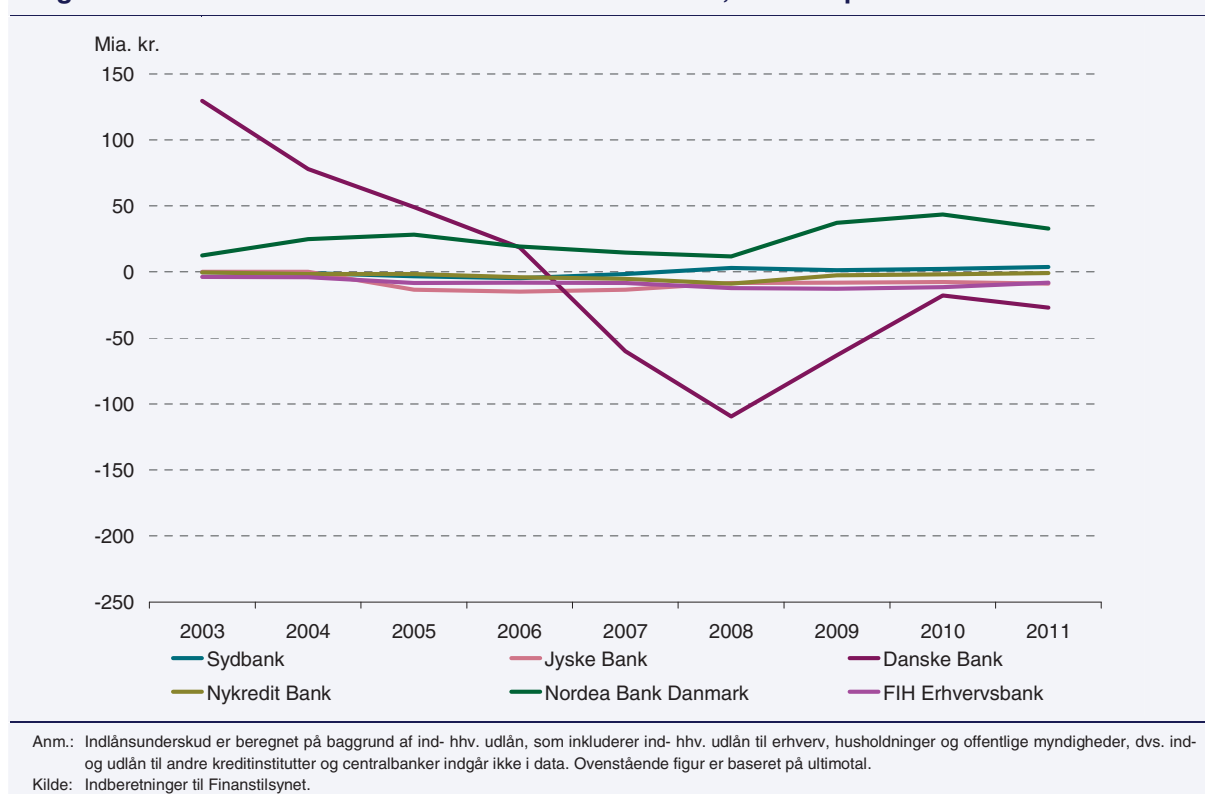
Udenlandske residerter – især fra Sverige, Norge, Irland, Storbritannien, de baltiske lande og USA – var i 2012 modparter til omkring 35 pct. af udlånene til ikke-finansielle institutioner (MFI'er) fra danske pengeinstitutter og deres udenlandske filialer. I perioden fra 2003-09 har der løbende været en stigning i udlån til udenlandske modparter på godt 20 pct.²

I 1990'erne og årene efter 2000 foretog især Danmarks største pengeinstitut, Danske Bank, en større international ekspansion via opkøb og fusioner. I takt med Danske Banks opkøb af udenlandske pengeinstitutter opbyggede banken et betragteligt indlånsunderskud i dens udenlandske enheder. I løbet af årene 2003-07 blev et indlånsoverskud fra udenlandske enheder på knap 100 mia. kr. forvandlet til et indlånsunderskud på godt 200 mia. kr., jf. figur 8.18a. Det skal ses i sammenhæng med, at Danske Bank i samme periode forøgede sine samlede udlån med 679 mia. kr. fra 442 mia. kr. i 2003 til 1.121 mia. kr. i 2008.³

For nogle institutter kan den korte funding have finansieret korte forretninger, som f.eks. repo-udlån. Det kan være tilfældet for institutter med væsentlig handelsaktivitet på obligationsmarkedet. Korrigeret for repo'er (genkøbsforretninger, hvor der sælges f.eks. obligationer fra egenbeholdningen mod aftale om tilbagekøb på et aftalt fremtidigt tidspunkt og til en aftalt pris) var Danske Banks indlånsoverskud i udenlandske enheder på knap 130 mia. kr. i 2003, hvorimod dette overskud blev vendt til et indlånsunderskud på omkring 110 mia. kr. i 2008, jf. figur 8.18b.

² Danmarks Nationalbank (MFI-statistik).

³ En generel kommentar ved sammenligningen mellem f.eks. Danske Bank og Nordea Bank Danmark er, at Nordea Bank Danmark er en del af Nordea koncernen, hvorfor det fulde billede af Nordea Bank Danmarks likviditetssituation i princippet burde ses i lyset af hele Nordea koncernens likviditetssituation. Omvendt er Nordea Bank Danmark en selvstændig juridisk enhed (datterselskab) i modsætning til visse af Danske Banks udenlandske enheder, der er filialer af Danske Bank.

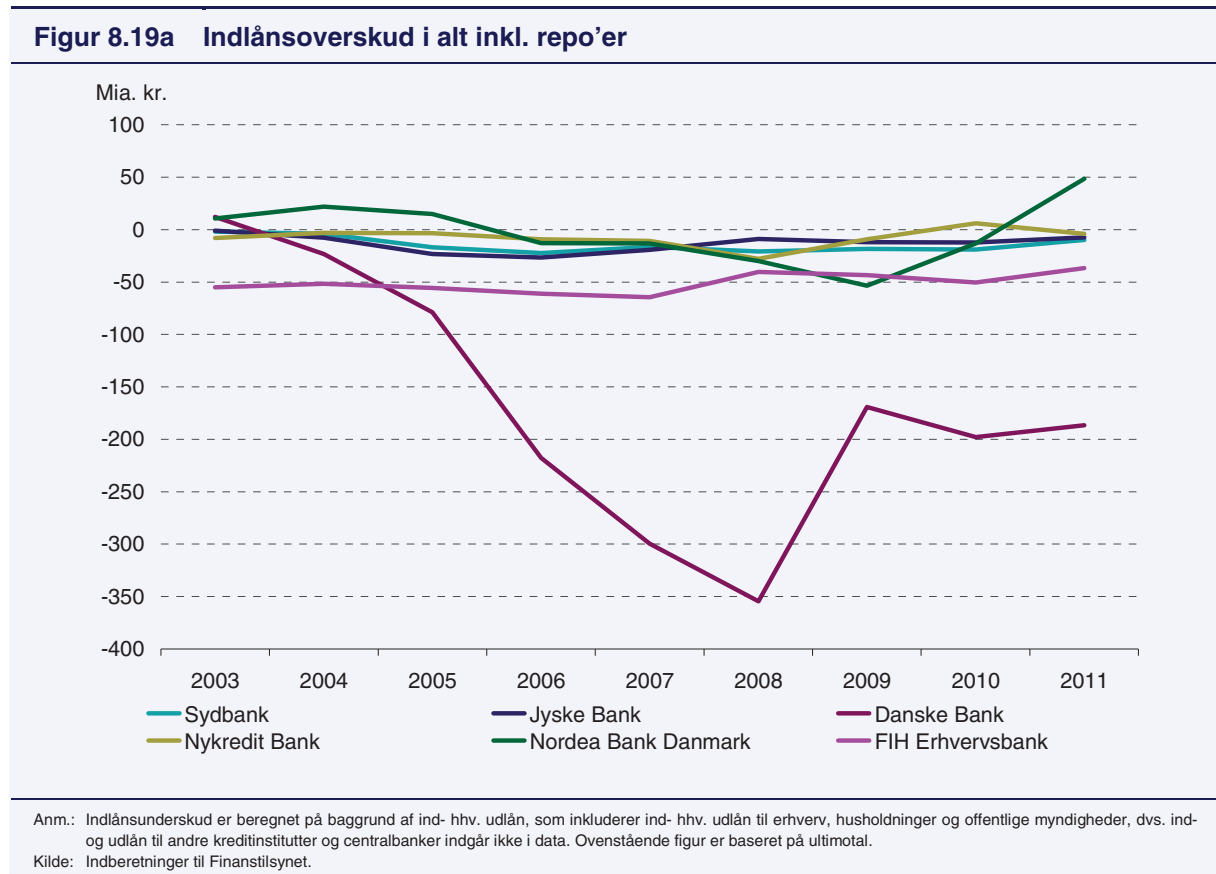
Figur 8.18a Indlånsoverskud fra udenlandsk enheder, inkl. repo'er**Figur 8.18b Indlånsoverskud fra udenlandsk enheder, ekskl. repo'er**

Danske Banks irske opkøb⁴ alene øgede bankens eksponering over for udlandet målt ved udlån med ca. 133 mia. kr. i 2008, hvor udlånene toppede. Danske Banks udgiftsførte tab på sine irske og nordiske aktiviteter fra 2008 til første halvår 2012

⁴ Danske Bank købte National Irish Bank og Northern Bank i 2005.

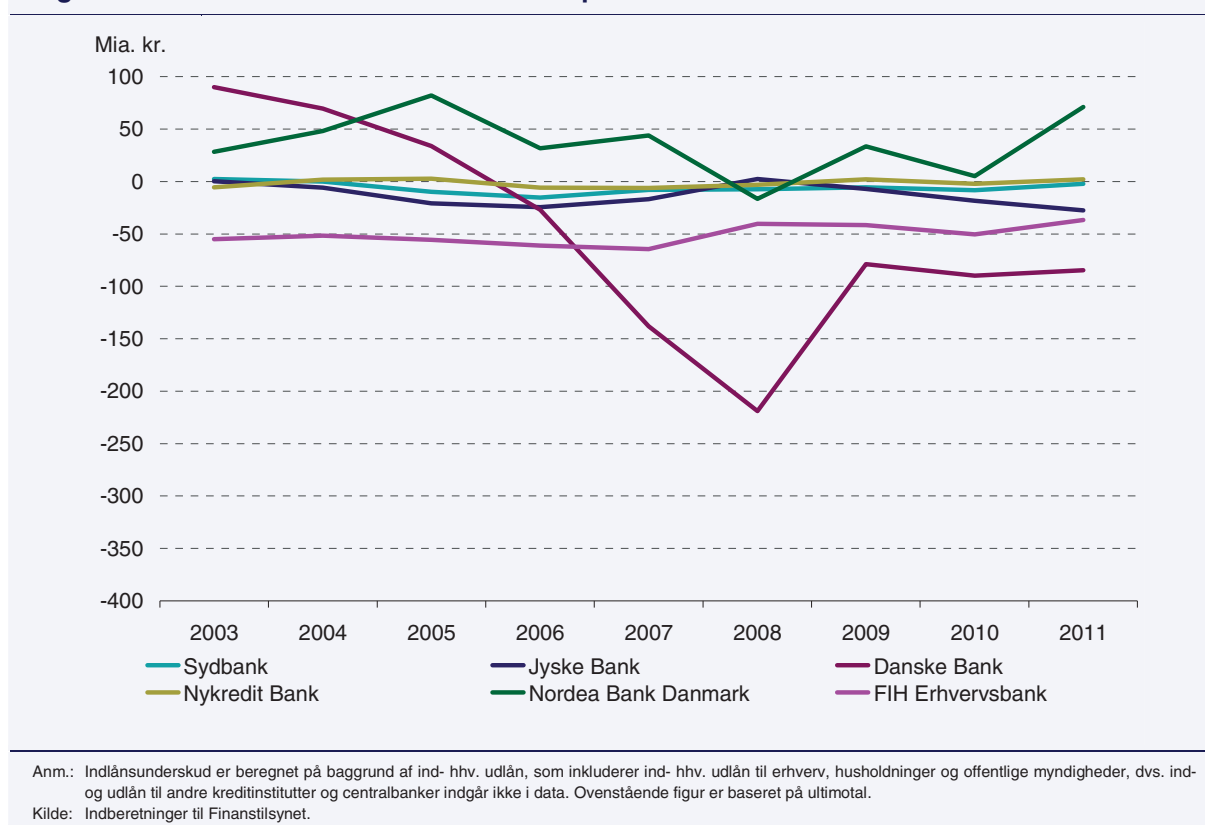
var på omtrent 30 mia. kr. Det skal ses i forhold til bankens samlede bogførte tab i samme periode var på 72 mia. kr. På trods af tabene har Danske Bank dog haft overskud i årene før, under og efter finanskrisen.

Ser man på institutternes samlede indlånsunderskud, dvs. summen af indlånsunderskud fra indenlandske og udenlandske enheder, har der for Danske Banks vedkommende tillige været et stigende indlånsunderskud fra bankens indenlandske enheder, hvilket viser sig ved en stigning i det samlede indlånsunderskud på godt 350 mia. kr., siden ind- og udlånsbalancen blev brudt mellem 2003 og 2004 og frem til 2008, jf. figur 8.19a.



Korrigeret for repo'er steg Danske Banks indlånsunderskud til knap 220 mia. kr., siden ind- og udlånsbalancen blev brudt mellem 2005 og 2006, jf. figur 8.19b.

Det bør ved fortolkningen af et indlånsunderskud generelt have i betragtning, at en del af udlånet kan være pantsikret, hvorved det kan danne grundlag for udstedelse af dækkede obligationer, der kan gøres til genstand for belåning i centralbanker. Likviditetsrisikoen i sådanne udlån er mindre i forhold til udlån uden pant finansieret over markedet.

Figur 8.19b Indlånsoverskud i alt ekskl. repo'er

Bidraget fra Danske Banks udenlandske aktiviteter stod således for en forholdsvis stor andel af det samlede indlånsoverskud, da det toppede, i og med at det samlede indlånsoverskud i danske pengeinstitutter i 2008 var 656 mia. kr. Til sammenligning var det samlede udlån fra udenlandske enheder 667 mia. kr. og det samlede udlån fra Danske Bank 1.094 mia. kr. i 2007.

Selv om Danske Bank skiller sig ud fra de øvrige store institutter i Danmark i forhold til størrelsen af indlånsoverskuddet, har der været en generel trend blandt de store institutter mod faldende indlånsoverskud som andel af udlån i årene inden krisen, jf. figur 8.20a. FIH Erhvervsbank skilte sig særligt ud med et forholdsvis stort indlånsoverskud. Det skal ses i forhold til bankens særlige forretningsmodel, hvor udlånene i meget høj grad har været baseret på ekstern markedsfinansiering. Betragtes indlånsoverskuddet som andel af udlånet ekskl. repo'er skiller Nordea Bank Danmark og Danske Bank sig ud med fald på over 60 henholdsvis 50 procentpoint i årene inden krisen, selv om de fleste institutter øgede andelen af udlån finansieret over markedet inden krisen, også korrigeret for repo'er, jf. figur 20b.⁵

⁵ Danske Banks fald i indlånsoverskuddet ekskl. repo'er medførte et længerevarende indlånsoverskud fra og med 2006, hvorimod Nordea Bank Danmark havde indlånsoverskud ekskl. repo'er, med undtagelse af et mindre underskud i 2007.

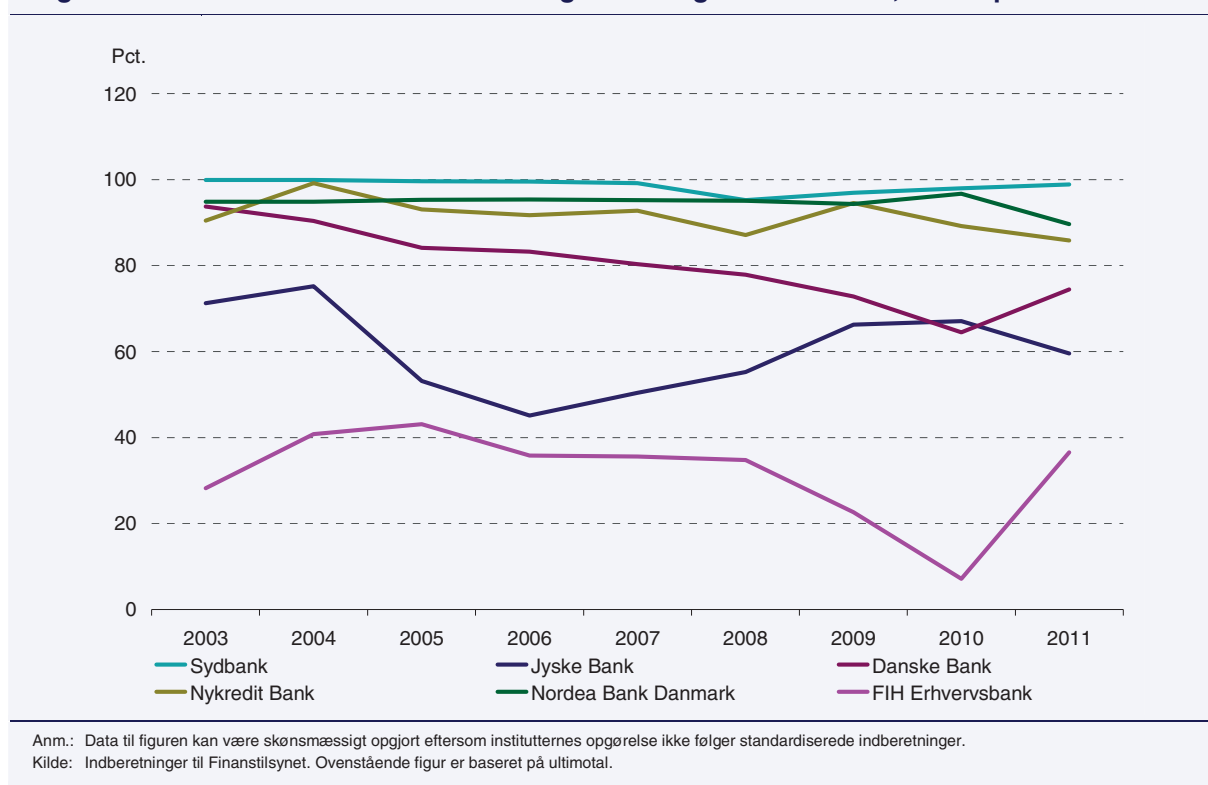
Figur 8.20a Indlånsoverskud i pct. af udlån inkl. repo'er

Anm.: Indlånsunderskud er beregnet på baggrund af ind- hhv. udlån, som inkluderer ind- hhv. udlån til erhverv, husholdninger og offentlige myndigheder, dvs. ind- og udlån til andre kreditinstitutter og centralbanker indgår ikke i data. Ovenstående figurer er baseret på ultimotal.

Kilde: Indberetninger til Finanstilsynet.

Figur 8.20b Indlånsunderskud i pct. af udlån ekskl. repo'er

Et stigende indlånsunderskud medfører, at institutterne i stigende grad finansierer deres udlån over penge- og kapitalmarkedet gennem f.eks. lån fra andre kreditinstitutter og obligationsudstedelser. Set under ét var de store institutters andel af markedsfinansieringen, der var baseret på korte lån under 1 år, høj, jf. figur 8.21.

Figur 8.21 Andel af markedsfinansiering med varighed under 1 år, inkl. repo'er

Sydbank, Nordea Bank Danmark og Nykredit Bank havde en meget høj grad af kort markedsfinansiering, mens FIH Erhvervsbank var klart mindre afhængig af kort markedsfinansiering sammenlignet med de øvrige institutter i gruppe 1. Den høje andel af kort markedsfinansiering i disse institutter skal dog også ses i forhold til, at deres andel af det samlede indlånsunderskud i gruppe 1-institutterne var begrænset, jf. figur 8.19a.

Danske Bank nedbragte sin andel af kort markedsfinansiering inden krisen. Bortset fra Jyske Bank og FIH Erhvervsbank lå Danske Bank under de øvrige institutter med hensyn til eksponeringen over for kort markedsfinansiering (under 1 års restløbetid). Størrelsen af Danske Banks indlånsunderskud, herunder den udenlandske andel heraf, viste sig imidlertid at give særlige likviditetsudfordringer, da markederne frøs til efter Lehman Brothers kollaps, jf. kapitel 9. Udfordringen blev forstærket af, at det også blev vanskeligt at fremskaffe udenlandsk valuta.

Den likviditetsmæssige udfordring blev ikke mindre af, at flere af institutterne i perioden frem til efteråret 2008 havde nedbragt deres likviditetsoverdækning ganske betragteligt, jf. figur 8.22. Også her skilte FIH Erhvervsbank sig ud fra de øvrige institutter ved i årene 2005 til 2008 at nedbringe likviditetsoverdækningen til et meget lavt niveau.

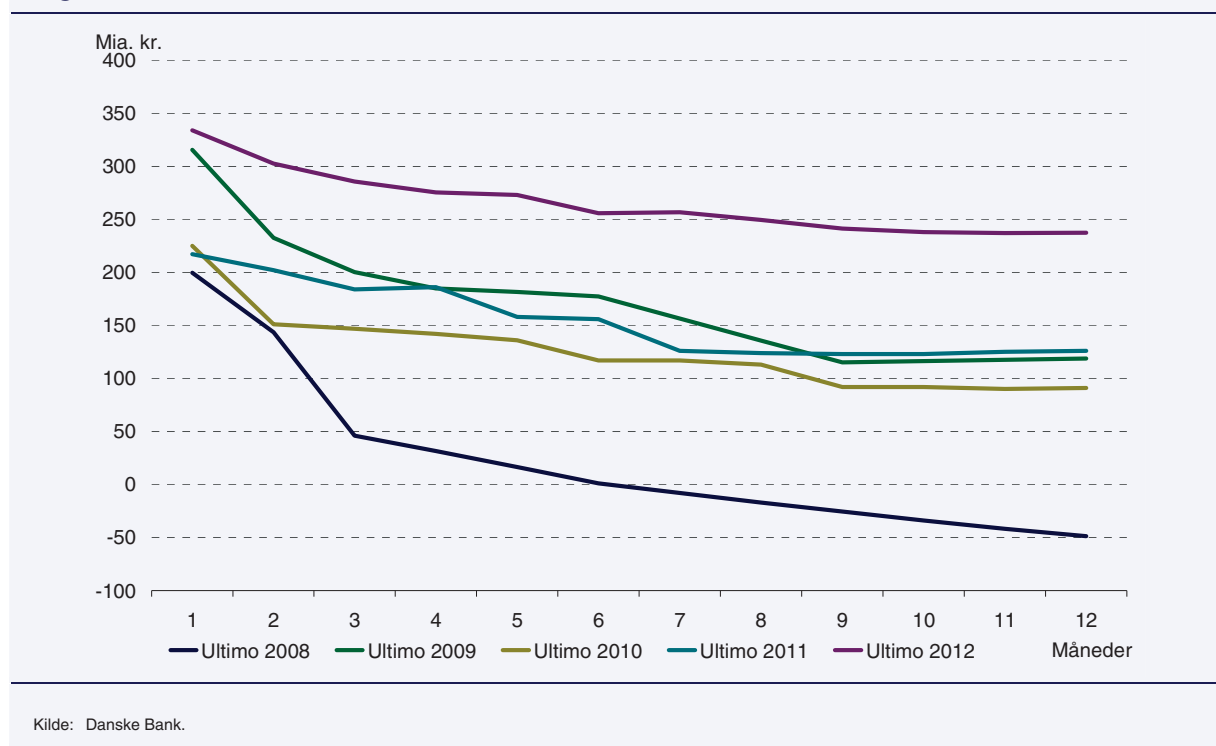
Figur 8.22 Likviditetsoverdækning

Som følge af indlånsunderskuddets størrelse i Danske Bank og den samfundsmæssige betydning heraf, er det relevant at se nærmere på Danske Banks likviditetssituation inden krisen. Ratingbureauet Moody's har fastsat en række klassificeringskrav til pengeinstitutters likviditetsstyring. Ét af kravene er, at stresstest af likviditetskurven skal vise et positivt resultat 12 måneder frem. Stresstestet tager bl.a. udgangspunkt i, at adgang til penge- og kapitalmarkederne afskæres, så indlånsunderskud ikke kan finansieres over markedet. Det indebærer, at nettogæld til kreditinstitutter, udstedte obligationer, commercial papers og efterstillet gæld ikke refinansieres ved udløb. Den stabile indlånsmasse fra private og virksomheder vil fortsat være en tilgængelig finansieringskilde. I analyserne antages det, at der kun sker en moderat nedgang i forretningsaktiviteterne. Der sker med andre ord ikke nogen nævneværdig slankning af balancen.

Af Danske Banks årsregnskaber samt diverse Danske Bank investorpræsentationer fremgår stresstest af likviditetskurven baseret på Moody's klassificeringskrav fra efteråret 2008 og frem. Selvom Moody's likviditetskurve ikke er et regulatorisk likviditetsmål, og Danske Bank havde en overdækning i forhold til lovkravet om likviditet, er

det bemærkelsesværdigt, at Moody's likviditetskurve viser, at Danske Bank i efteråret 2008 ville løbe tør for likviditet inden for 6 måneder, jf. figur 8.23.

Figur 8.23 12 måneders likviditetskurve



Bankpakke I og de efterfølgende nationale og internationale likviditetsfaciliteter løftede banken ud af den truende likviditetsklemme, der satte ind efter Lehman Brothers kollaps i efteråret 2008. Det var vigtigt for banken og samfundsøkonomien, da misligholdelse af selv en enkelt kontrakt kan få stor betydning for et pengeinstitut som følge af den komplicerede struktur på udlånskontrakter, jf. boks 8.3. Det bør tillige tilføjes, at en ikke ubetydelig del af Danske Banks finansiering var baseret på adgang til USD. Som eksempel havde Danske Bank ved indgangen til finanskrisen i efteråret 2008 udeståender i amerikanske commercial papers på ca. 20 mia. USD. Der er ikke noget odiøst i, at en stor international bank har en betragtelig finansiering i andre valutaer til at dække dens forretningsaktiviteter i fremmed valuta. Alt andet lige øger det dog risikoprofilen af bankens finansieringsstruktur. Det blev aktualiseret, da der blev mangel på adgang til USD i efteråret 2008, jf. også kapitel 9.

Boks 8.3 Om kontrakter på finansiering af udlån mv.

Pengeinstitutters markedsbaserede finansiering vil typisk være underlagt en række bestemmelser i deres lånedokumentation, som skal sikre långiver/investor rettidig og fuld betaling, samt sikre mod væsentlige ændringer i långiver/investors kreditstilling.

Blandt disse bestemmelser er cross-default bestemmelser og timely payment bestemmelser, som, selv om de kan være hensigtsmæssige for at sikre långivers stilling, også kan indebære væsentlige risici for det udstedende institut og for den finansielle stabilitet generelt. Særligt de meget korte tidsfrister indeholdt store potentielle risici.

En cross-default bestemmelse indebærer, at hvis låntager misligholder (defaultter) på én forpligtigelse f.eks. en manglende rentebetaling på én obligationsudstedelse, så vil denne misligholdelse automatisk resultere i at andre lån/udstedelser med cross-default klausuler anses for at være misligholdt. Såfremt der er tale om klausuler med "accelerated payment" krav, indebærer dette, at restgælden på disse andre udstedelser forfalder umiddelbart med stort likviditetsdræn til følge. Dermed kan en manglende betaling på en enkelt af et pengeinstituts udstedelser sætte en dominoeffekt i gang og resultere i et umiddelbart forfald af store dele af dette instituts finansiering. Hvis der er tale om en omfattende misligholdelse for et større pengeinstitut, kan dette have negative konsekvenser for funding markedet generelt og potentielt for den finansielle stabilitet.

Typisk vil en cross-default klausul være suppleret med en "grace periode", inden for hvilken låntager kan afhjælpe den manglende betaling og dermed undgå, at cross-default klausulen træder i kraft og resulterer i "accelerated payment" på anden finansiering. En sådan "grace periode" kan f.eks. være 30 dage. Denne "grace periode" definerer, hvad der kan betegnes som "timely payment". En grace periode på 30 dage giver mulighed for at afhjælpe den manglende betaling, såfremt det er muligt, eller kontakte relevante myndigheder før en evt. cross-default aktiveres. For nogle typer af udstedelser er der dog ikke nødvendigvis nogen grace periode og timely payment omfatter således kun betaling på den på forhånd fastsatte betalingsdato og i den aftalte valuta. Det gælder bl.a. visse commercial paper-programmer (korte gældsbeviser), hvor der tilmed kan være operationelle vanskeligheder i forbindelse med forskellige tidszoner.

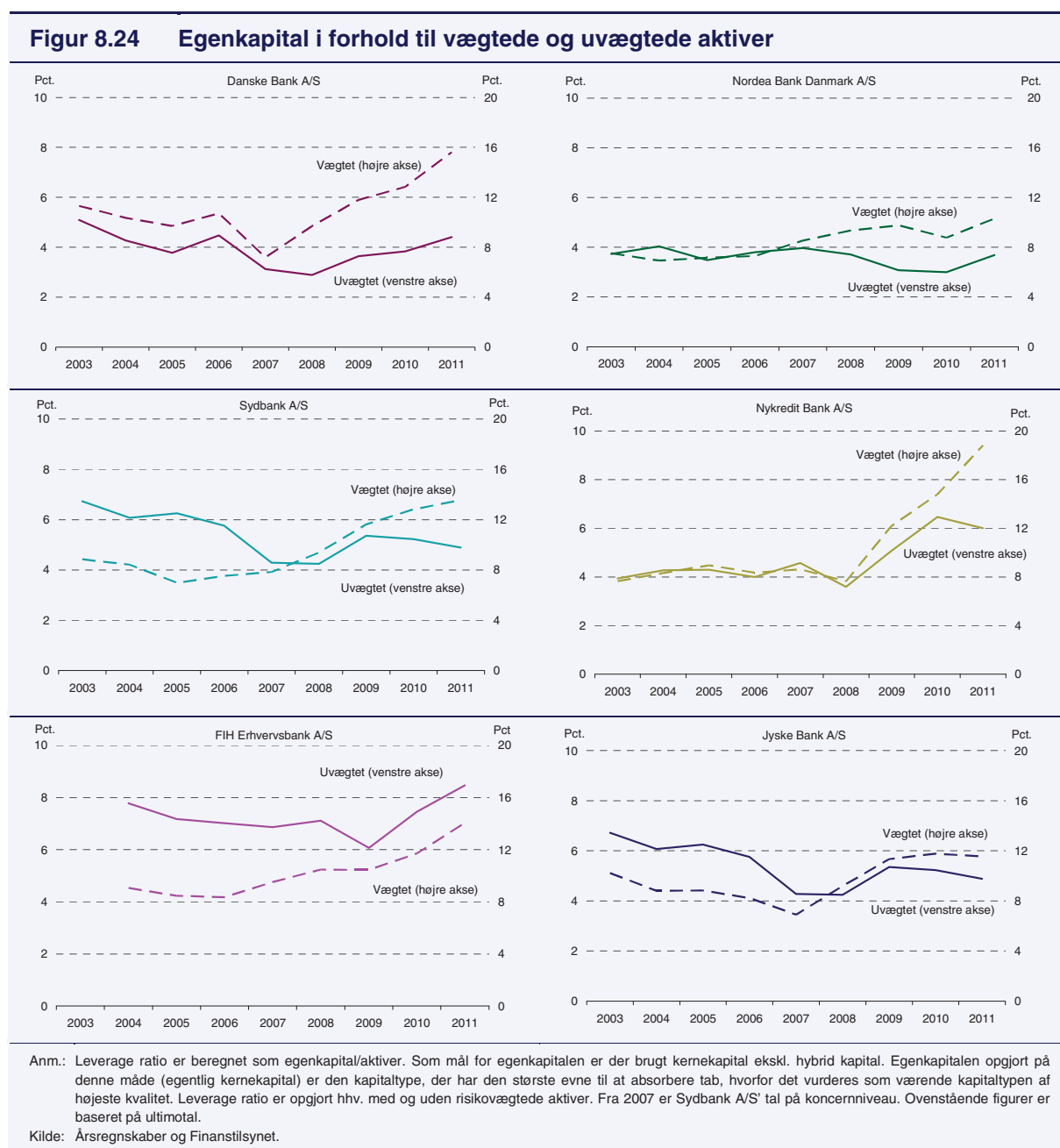
Hvis en udstedelse uden en sådan grace periode er bundet sammen med en cross-default klausul med accelereret betalingskrav på den øvrige obligationsbeholdning, kan det indebære en meget pludselig og omfattende misligholdelse, hvor myndighederne ikke har mulighed for at gribe ind. Dette kan potentielt true den finansielle stabilitet generelt, hvis der er tale om misligholdelse af væsentlige dele af et større pengeinstituts gældsudstedelser.

De største penginstitut har typisk forskellige risikostyringsværktøjer for at minimere disse risici som f.eks. større kreditlinjer ved store penginstitut i relevante valuta og/eller mulighed for at låne hos centralbanker meget hurtigt. Det skyldes også krav hos rating bureauer. Samtidig håndteres disse risici typisk ved interne risikostyringsmål som f.eks. forfaldet af instrumenter, der kan trigge en cross-default. Endvidere kan det bemærkes, at disse cross-default bestemmelser typisk på de længerevarende obligationsudstedelser ikke længere er standard og således typisk er ved at være faset ud af obligationsvilkårene.

Kilde: Finanstilsynet.

Det er vanskeligt at vurdere, hvorvidt Danske Bank likviditetsmæssigt var mere sårbar over for uventede markedsforhold som f.eks. finanskrisen sammenlignet med eksempelvis andre internationale pengeinstitutter af samme størrelse og profil. Det er også vanskeligt at vurdere, om Danske Bank var mere sårbar end danske gruppe 2- og 3-institutter, der ligeledes havde øget deres indlånsunderskud inden krisen; som nævnt stammede knap halvdelen af sektorens samlede indlånsunderskud i 2008 fra andre pengeinstitutter end Danske Bank. Men der er ikke tvivl om, at banken havde bragt sig i en sårbar position, som givet bankens størrelse kunne ryste den finansielle stabilitet, hvis risiciene havde materialiseret sig.

Egenkapitalens andel af institutternes aktiver (leverage ratio) viste for flere af de store institutter en faldende tendens i årene op til finanskrisen, når det vises som andel af de uvægtede aktiver, jf. figur 8.24.



Særligt Danske Bank nåede et lavt niveau i 2008 med en leverage ratio under 3 pct., hvilket svarer til en gearing af egenkapitalen på over 33. Det skal ses i forhold til en leverage ratio på ca. 5 pct. i 2003. Danske Bank fulgte dermed inden krisen en udvikling for dens kapitalstruktur (dvs. forholdet mellem mængden af gæld og egenkapital), der var på lige fod med andre store internationale institutter.⁶

Det kan konstateres, at billedet af institutternes kapital er blevet signifikant bedre op igennem anden halvdel af 00'erne, særligt, når aktiverne korrigeres med institutternes egne estimerede risikovægte. Det gælder især Nykredit Bank og Danske Bank, hvor kapitalgrundlaget fremstår væsentlig bedre i de senere år, når der måles i for-

⁶ Danske Banks leverage skal i sammenligningen med andre danske pengeinstitutter også ses i lyset af, at Danske Bank koncernen indeholder RealKredit Danmark.

hold til risikovægtede aktiver, mens forbedringen for især Danske banks vedkommende er mindre klar, når opgørelsen foretages uden risikovægte. Det er ikke nemt at afgøre, i hvilket omfang den stigende forskel mellem de samlede aktiver og de risikovægtede aktiver kan tilskrives en ændring i aktivernes sammensætning i retning af aktiver med lavere risikovægt eller en ændring i de estimerede risikovægte.

Dette afsnit har illustreret, at risici i større pengeinstitutter på nogle områder var, og er, sammenfaldende med typiske risici i gruppe 2-og 3-institutter, men på andre områder er væsentligt anderledes. Som eksempel er gearingen generelt højere i store pengeinstitutter. Dette forhold understreger, at visse af pejlemærkerne som store engagementer i f.eks. tilsynsdiamanten i højere grad kan forventes at give signaler om risikable forretningsmodeller i mindre institutter end i større. Også af disse årsager bør større kreditinstitutter delvist underlægges særskilt regulering, som blandt andet foreslået af SIFI-udvalget, jf. kapitel 13.

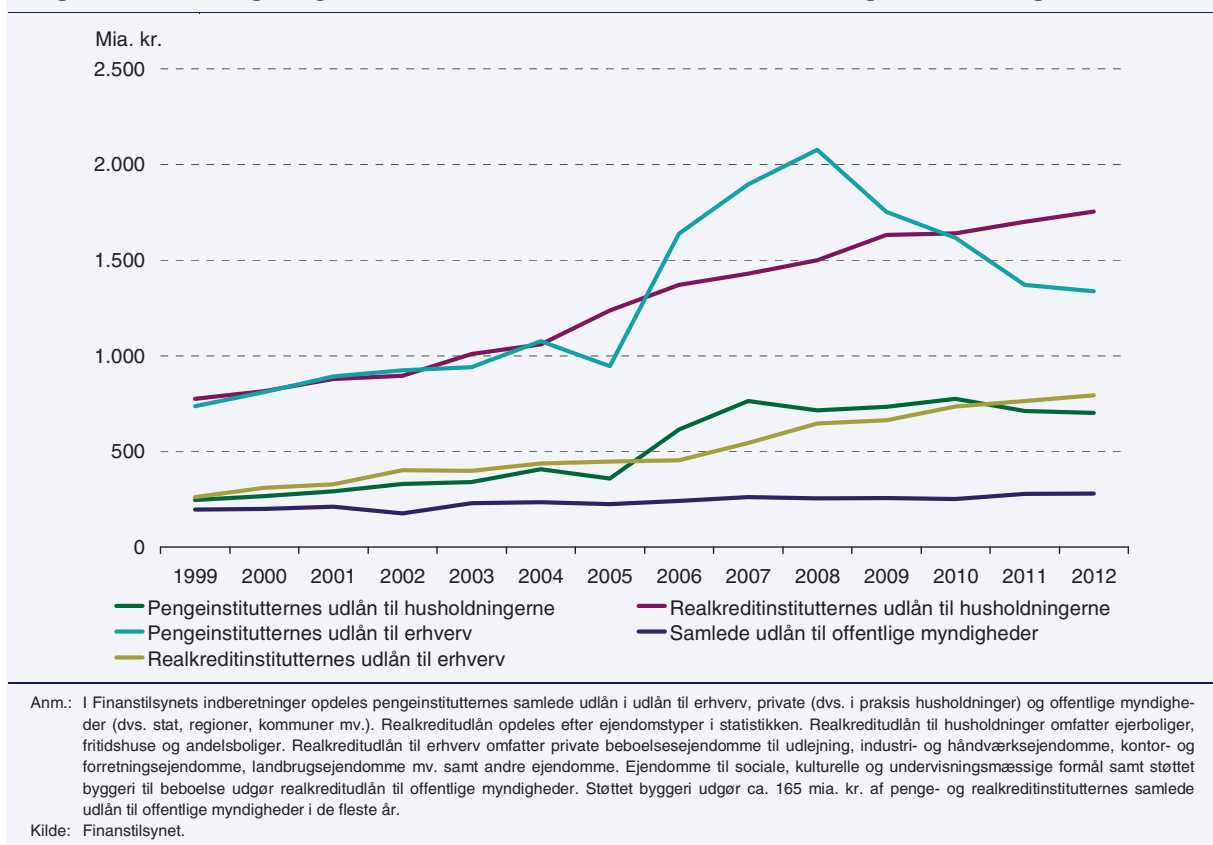
8.2 Realkreditinstitutter

Dette afsnit beskriver de overordnede træk ved udviklingen i realkreditsektoren inden krisen. Beskrivelsen er mindre omfattende end beskrivelsen af pengeinstitutter, da den finansielle krise har haft større konsekvenser for pengeinstitutsektoren end realkreditsektoren generelt set, jf. kapitel 10.

Et karakteristisk træk ved den danske finansielle sektor er, at pengeinstitutterne låner mere ud til erhverv end til husholdninger, mens realkreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger er betydeligt større end pengeinstitutternes. Realkreditsektoren har således stor samfundsmæssig betydning, og er vigtig for den finansielle struktur i Danmark. Realkreditinstitutterne og de væsentligste ændringer i deres aktiviteter i 00'erne er derfor beskrevet i det følgende.

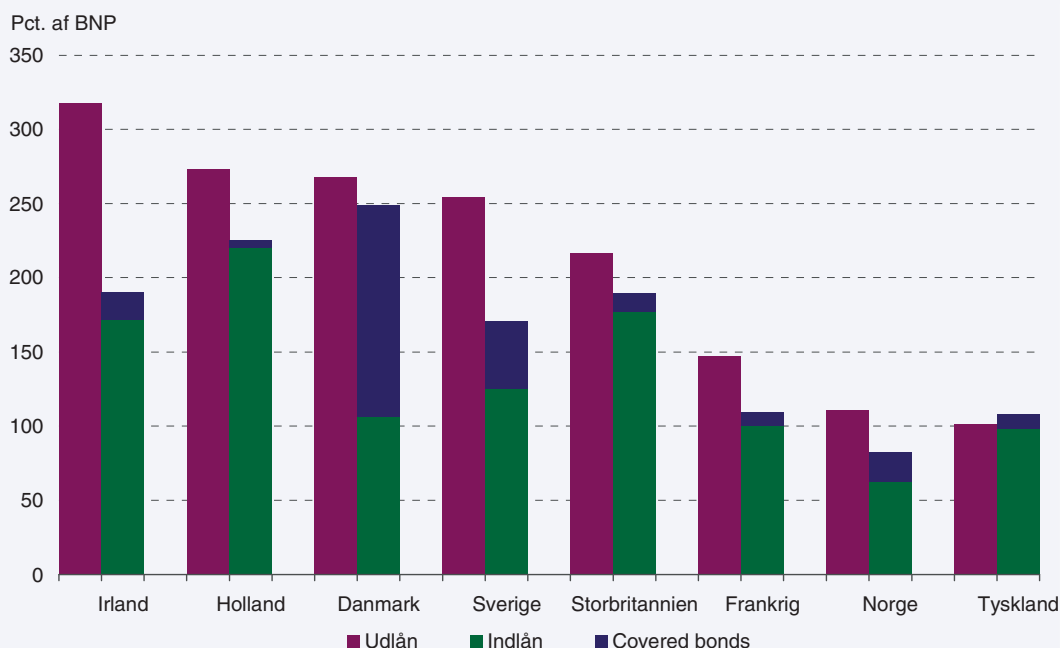
8.2.1 Strukturen i realkreditsektoren

Realkreditinstitutter yder lån med sikkerhed i fast ejendom og finansierer udlånet ved udstedelse af obligationer. Realkreditlån er ofte den primære finansieringskilde ved køb af fast ejendom, og bl.a. derfor udgør realkreditsektorens udlån til husholdninger ca. 70 pct. af det samlede udlån, jf. figur 8.25. Blandt EU-landene er Danmark det land, hvor boligfinansiering udgør den største andel af BNP.

Figur 8.25 Penge- og realkreditinstitutternes udlån til erhverv og husholdninger

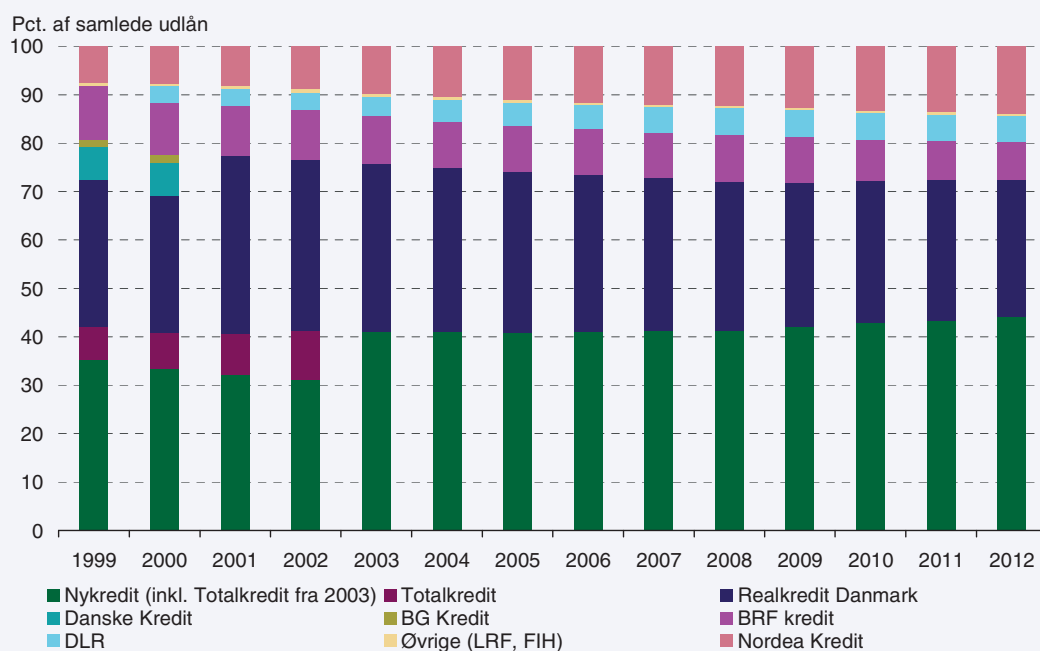
I årene op til finanskrisen udviklede pengeinstitutterne flere realkreditlignende produkter, bl.a. til boligfinansieringsformål. Det flyttede noget af udlånsvæksten fra realkreditinstitutterne til pengeinstitutterne. Siden finanskrisens begyndelse er der sket en substitution fra banklån til realkreditlån. Det har været en medvirkende årsag til, at realkreditinstitutterne – i modsætning til pengeinstitutterne – har været i stand til at fastholde en, omend, lavere udlånsvækst under finanskrisen. Dertil kommer, at udlånsvæksten i realkreditinstitutterne generelt har været mere stabil end pengeinstitutternes udlånsvækst.

Den andel af det samlede udlån, som finansieres med covered bonds (i Danmark (særligt dækkede) realkreditobligationer), er væsentlig højere i Danmark end i andre europæiske lande, jf. figur 8.26. Det betyder, at denne del af det samlede udlån ikke er betinget af institutternes adgang til pengemarkedet, og derfor har realkrediten været mindre sårbar under krisen. Det betyder dog ikke nødvendigvis, at realkreditlån, som skal refinansieres, ikke vil kunne blive påvirket af en tillidskrise i forhold til realkreditsystemet.

Figur 8.26 Udlån, indlån og covered bonds i pct. af BNP, ultimo 2009

Anm.: Figuren er baseret på data pr. ultimo 2009, da det er vurderet, at den anvendte statistik for covered bonds først var fyldestgørende fra dette tidspunkt.
 Kilde: Beregninger på baggrund af data fra Bankscope, Eurostat og European Mortgage Federation.

Markedsandelene for realkreditinstitutterne har været stort set uændrede i de senere år efter, at Danske Kredit og BG Kredit fusionerede med Realkredit Danmark i 2001 samt Nykredits køb af Totalkredit i 2003, jf. figur 8.27. Fem realkreditinstitutter (når Totalkredit betragtes som en del af Nykredit) udgjorde tilsammen mere end 99 pct. af den samlede realkreditsektor i Danmark i 2012. Dertil kommer, at Nykredit og Realkredit Danmark tilsammen har ydet mere end 70 pct. af de samlede realkreditlån.

Figur 8.27 Realkreditlån fordelt på institutter

Anm.: DLR blev fra 1. juli 2000 underlagt samme lovgivning som de øvrige realkreditinstitutter, derfor optræder DLR første gang i statistikken i 2000. LRF er LR Realkredit A/S. FIH er en forkortelse for FIH Realkredit A/S. FIH Realkredit A/S er under afvikling. Fra 2003 omfatter Nykredit også Totalkredit. Fra 2001 omfatter Realkredit Danmark også BG Kredit og Danske Kredit.

Kilde: Finanstilsynet.

8.2.2 Ændringer i lånetyper og finansiering

I de seneste ti år er der sket betydelige forandringer i den danske realkreditsektor. For det første har variabelt forrentede lån, herunder variabelt forrentede lån, fået langt større udbredelse og øget låntagernes rentefølsomhed. For det andet har afdragsfrie lån, efter de blev gjort tilgængelige i 2003, vundet så stor udbredelse, at de i dag udgør mere end halvdelen af alle realkreditlån. For det tredje har finansieringen af variabelt forrentede lån med korte fastforrentede obligationer øget realkreditinstitutternes refinansieringsbehov. For det fjerde er realkreditinstitutterne efter 2007 skiftet fra at udstede traditionelle realkreditobligationer til at udstede særligt dækkede (realkredit)obligationer, som betragtes som særligt sikre, men samtidig indebærer en potentiel forpligtelse for realkreditinstitutterne til at stille yderligere sikkerhed for obligationerne i tilfælde af ejendomsprisfald.

Udviklingen på de nævnte områder beskrives nærmere nedenfor. Fælles for dem er dog, at opbygningen af de risici, som knytter sig til udviklingen, i nogle henseender begyndte allerede i starten af 00'erne og generelt er fortsat, efter krisen brød ud. På denne måde adskiller udviklingen i disse risici i realkreditsektoren sig fra udviklingen i nogle af de risici, som karakteriserede pengeinstitutsektoren inden og efter krisen.

Alt i alt har realkreditinstitutternes øgede brug af kort finansiering i takt med udbredelsen af variabelt forrentet lån kombineret med udbredelsen af afdragsfrie lån samlet set øget realkreditinstitutternes refinansierings- og kreditrisiko.

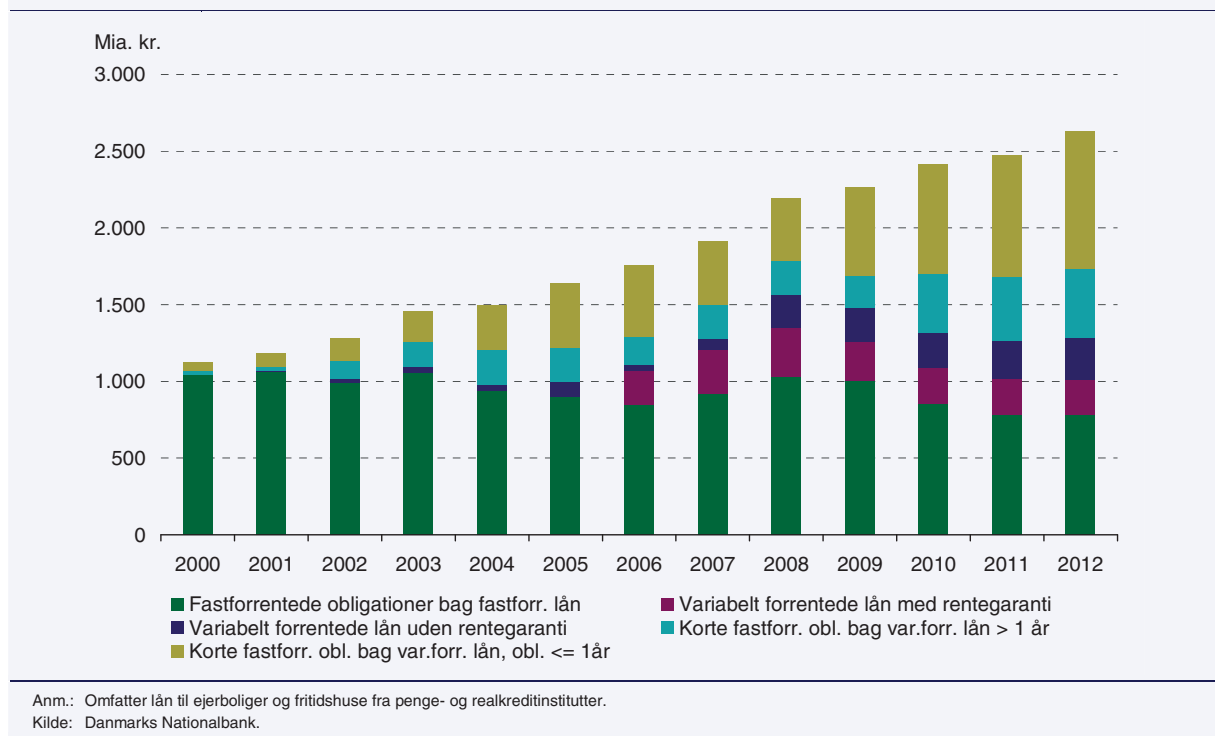
Ændrede lånetyper

Gennem 00'erne har sammensætningen af realkreditlån ændret sig betydeligt, jf. kapitel 6. Variabelt forrentede lån (herunder også lån i pengeinstitutter) var tilgængelige inden begyndelsen 00'erne. I løbet af 00'erne fik de dog stor udbredelse, og de har siden 2004 udgjort mere end halvdelen af realkreditlåne til ejerboliger og fritidshuse. En medvirkende årsag var formentlig, at renten på lån med kort rentebinding i perioder var væsentlig lavere end renten på fastforrentede lån.

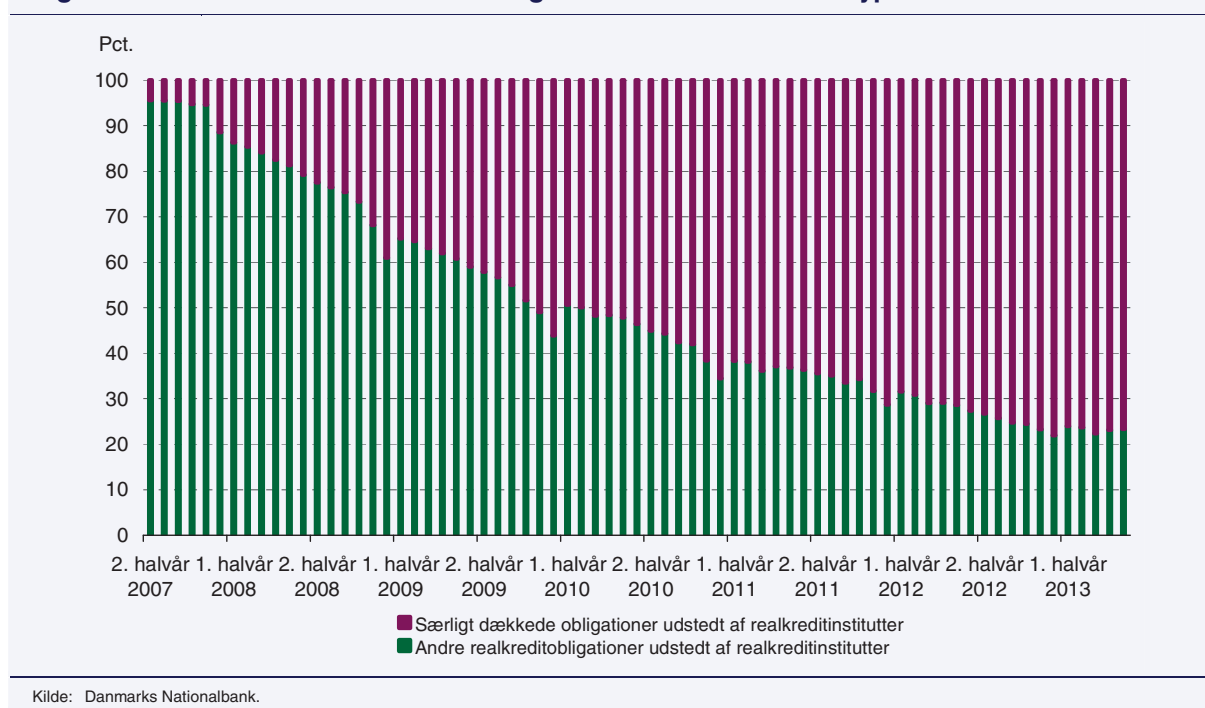
I slutningen af 2003 fik private adgang til realkreditlån med ti års afdragsfrihed, jf. boks 6.4. Denne mulighed blev som de variabelt forrentede lån også hurtigt populær og anvendes i dag på over halvdelen af alle realkreditlån. Både anvendelsen af variabelt forrentede lån og lån med afdragsfrihed har generelt givet låntagerne adgang til en lavere ydelse på deres lån med deraf afledte effekter på boligprisudvikling og forbrug, jf. kapitel 6.

Ændret finansiering

En stor del af de variabelt forrentede lån – de såkaldte rentetilpasningslån – finansieres ved løbende udstedelse af korte, fastforrentede obligationer. Den større udbredelse af variabelt forrentede lån har ændret realkreditinstitutternes finansieringsbehov betydeligt. Rentetilpasningslåne udgør i dag mere end halvdelen af det samlede realkreditlån, jf. figur 8.28. Refinansiering af rentetilpasningslån ved årsskiftet 2008/09 blev gennemført planmæssigt, men den generelle erfaring fra krisen er, at markeder kan forsvinde, og at realkreditinstitutternes refinansieringsbehov derfor indebærer en risiko, jf. også afsnit 10.2.

Figur 8.28 Realkreditlån fordelt på obligationstype

Da SDO-lovgivningen trådte i kraft i 2007, overgik langt størstedelen af realkreditinstitutternes nye udstedelser fra at være traditionelle realkreditobligationer til at være særligt dækkede obligationer (SDO) eller særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO). Andelen af udstedte realkreditobligationer, som havde status som særligt dækkede, steg efterfølgende betydeligt, jf. figur 8.29. Den primære forskel mellem traditionelle realkreditobligationer og obligationer med status som særligt dækkede er, at de øvre lånegrænser for obligationer med status som særligt dækkede løbende skal overholdes. Det betyder, at obligationerne betragtes som mere sikre, og at kapitalvægtene for kreditinstitutter, som køber disse obligationer, er lavere end for tilsvarende traditionelle realkreditobligationer. Kravet til løbende overholdelse af lånegrænsen betyder imidlertid også, at instituttet påtager sig en forpligtelse til at stille supplerende sikkerhed for de udstedte obligationer ved større ejendomsprisfald. SDO-udstedende institutter kan stille supplerende sikkerhed på forskellig vis. To centrale instrumenter er udstedelse af junior covered bonds (JCB'er) og køb af tabsgarantier.

Figur 8.29 Udestående realkreditobligationer fordelt efter låntype

Realkreditinstitutterne indberetter systematisk til Finanstilsynet, hvor meget de løbende stiller i supplerende sikkerhed ved overskridelser af belåningsgrader på SDO-lån. Ifølge Finanstilsynet var udstedernes samlede behov i form af lovpligtig supplerende sikkerhed i 4. kvartal 2012 steget til knap 155 mia. kr. Tilbage i 3. kvartal 2009, hvor Finanstilsynet indhentede oplysninger om supplerende sikkerhedsstillelse ad hoc, var behovet på godt 52 mia. kr. Den samlede lovpligtige supplerende sikkerhed for SDO/SDRO udstedere er således steget med omkring 103 mia. kr. i perioden 3. kvartal 2009 til 4. kvartal 2012.

Den supplerende sikkerhed, som realkreditinstitutterne faktisk stiller, overstiger imidlertid det niveau, lovgivningen kræver på knap 155 mia. kr. Ultimo 2012 stillede realkreditinstitutterne supplerende sikkerhed for omkring 300 mia. kr., svarende til en overdækning på 145 mia. kr. Overdækningen skyldes dels, at realkreditinstitutterne vælger at have en stødpude til at imødegå yderligere ejendomsprisfald, dels, at de kan opnå en bedre rating hos ratingbureauerne. Realkreditinstitutterne kan således tåle yderligere ejendomsprisfald, før den allerede stillede supplerende sikkerhed ikke er tilstrækkelig til at leve op til lovgivningen. En nedbringelse af overdækningen kan dog indebære, at realkreditinstitutterne nedgraderes af ratingbureauer med risiko for stigende renter for boligejerne.

Både det lovgivningsmæssige krav såvel som ratingbureauernes krav til supplerende sikkerhedsstillelse kan potentielt være en udfordring for institutterne ved langvarende fald i ejendomspriserne. Dele af realkreditsektoren har taget initiativer, der har til hensigt at reducere det fremtidige behov for supplerende sikkerhedsstillelse. Nykredit har introduceret såkaldt tolagsbelåning. Tolagsbelåning indebærer, at kun de første 60 procentpoint op mod den tilladte lånegrænse på 80 pct. af ejendomsværdien belånes med SDO-lån. Tilmed kan de yderste 20 procentpoint ikke belånes med afdragsfrihed.

Boks 8.4 Ændringer i realkreditsektorens låneprodukter siden 1990

Realkreditinstitutterne har de seneste 25 år generelt fået videre rammer for at tilbyde låneprodukter, ligesom realkreditinstitutterne gennem produktudvikling har udvidet produktpaletten. De væsentligste ændringer har været følgende:

I 1990 blev den maksimale løbetid for realkreditlån til ejerboliger til helårsbrug ændret, således at det var muligt at optage et 30-årigt lån i forbindelse med ejerskifter samt om- og tilbygninger. Formålet med denne ændring var at få gang i boligmarkedet.

I 1992 blev der gennemført en liberalisering af realkreditbelåningen af ejerboliger til helårsbrug, idet der i alle situationer kunne ydes mixlån inden for en lånegrænse på 80 pct. og med en maksimal løbetid på 30 år. Derudover blev løbetiden for realkreditlån til industri og håndværksejendomme samt kontor- og forretningsejendomme ændret fra 20 til 30 år.

I 1996 udbydes variabelt forrentede lån, hvor lån løbende finansieres ved udstedelse af korte, fastforrentede obligationer. Produktet blev udviklet inden for rammerne af den eksisterende lovgivning. Det var imidlertid først i løbet af 00'erne, at variabelt forrentede lån fik en større udbredelse.

I 1998 blev den maksimale løbetid generelt ændret til 30 år, dog 35 år for lån til alment boligbyggeri m.m. Der gælder dog den generelle regel, at der ved fastsættelse af lånets løbetid skal tages hensyn til pantets forventede værdiforringelse og lånets afdragsprofil.

I 2003 blev det muligt at optage lån i ejerboliger og fritidshuse med op til ti års afdragsfrihed. Siden 1993 havde det således ikke været muligt at få realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse, som amortiseres langsommere end et 30-årigt annuitetslån, dvs., et lån, hvor ydelse udgør en fast procentdel af hovedstolen.

I 2004 udbød realkreditinstitutterne variabelt forrentede lån med renteloft i op til 30 år. Lån baseret på variabelt forrentede obligationer havde meget begrænset udbredelse før dette tidspunkt, men blev mere udbredte frem til krisen.

I 2007 – i forbindelse med indførelsen af SDO-lovgivningen – blev det muligt at optage lån til ejerboliger uden begrænsninger på løbetid eller amortisering, såfremt lånegrænsen ikke overstiger 75 pct. Lånet kan således være afdragsfrit i hele lånets løbetid.

I 2012 går Nykredit/Totalkredit over til at tilbyde tolagsbelåning. Tolagsbelåning indebærer, at låntagere stadig kan låne op til 80 pct. af boligens værdi, men til forskel fra tidligere nu opdelt på to lån: Et grundlån fra 0-60 pct. med adgang til alle eksisterende lånetyper, og et toplån fra 60-80 pct. Grundlånet kan være uden afdrag de første 10 år, mens toplånet altid er med afdrag. Grundlånet udstedes som et SDO-lån, hvorimod toplånet udstedes som et RO-lån.

I 2013 tilbyder Realkredit Danmark et nyt CITA-baseret rentetilpasningsprodukt. Rentetilpasningen sker halvårligt, mens refinansiering af obligationerne sker hvert tredje år.

9. Fra likviditetskrise til finansiel krise 2008-09

Uroen på de internationale finansielle markeder spredte sig for alvor i efteråret 2008 til de danske finansielle institutioner. Forud for krisen havde de danske pengeinstitutter opbygget et betydeligt indlånsunderskud, jf. kapitel 8. Dette indlånsunderskud var blandt andet finansieret via udenlandsk låntagning. Da de internationale finansielle markeder frøs til i efteråret 2008, påvirkede det de danske pengeinstitutters likviditetssituation.

Renterne på realkreditobligationer blev påvirket af den internationale krise, ikke mindst på grund af en højere pengepolitisk rente i Danmark i efteråret 2008. På trods af uroen kunne danske realkreditinstitutter stadig sælge realkreditobligationer gennem efteråret 2008, og obligationerne bevarede deres likviditet. Det står i modsætning til salget og omsætteligheden af covered bonds i andre lande.

Dette kapitel beskriver, hvordan den internationale finansielle krise spredte sig til det danske finansielle system. Konsekvenserne for det danske pengemarked og danske pengeinstitutters finansieringssituation behandles. Der afsluttes med en beskrivelse af realkreditinstitutternes situation. Valutakrisen i efteråret 2008 beskrives i kapitel 12, hvor den danske krisehåndtering belyses.

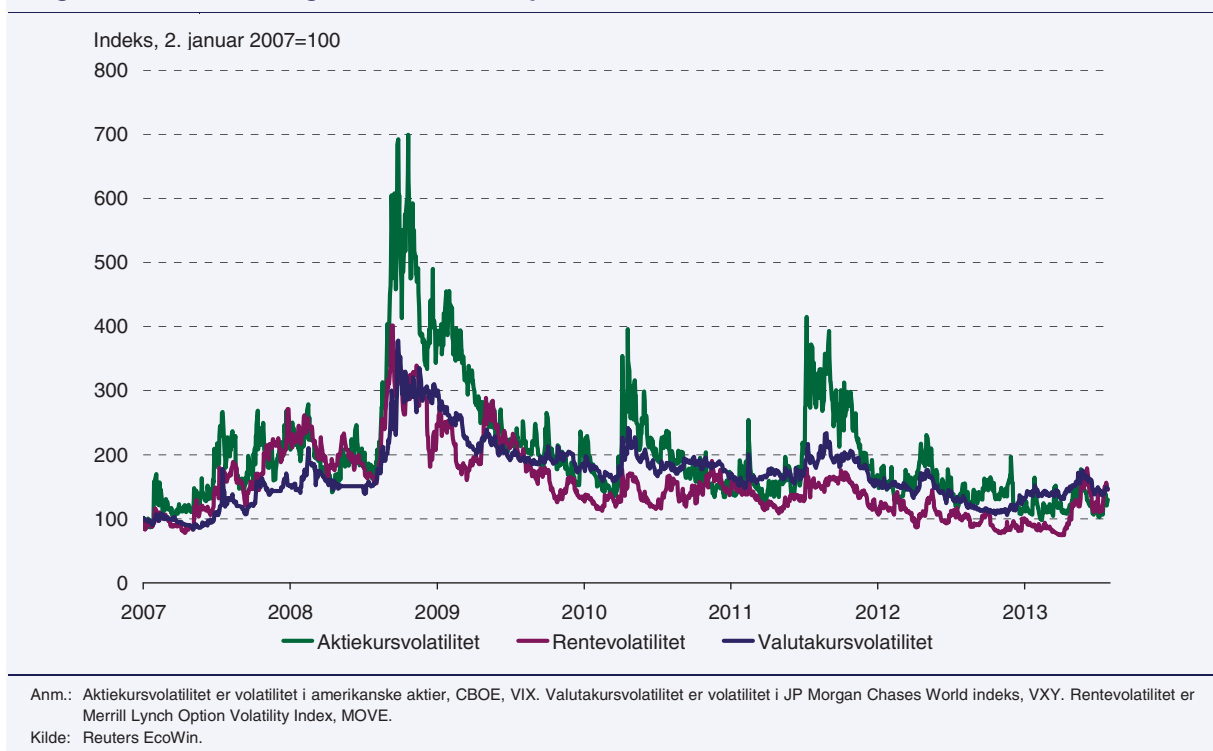
Boks 9.1 Sammenfatning

1. Danske pengeinstitutters stigende indlånsunderskud og afhængighed af markedsfinansiering op gennem 00'erne gav problemer, da Lehman Brothers konkurs i september 2008 gjorde kreditinstitutter i store dele af verden tilbageholdende med at yde hinanden lån. Det ramte også danske pengeinstitutter. Betalingsstandsningen i Roskilde Bank måneden forinden forstærkede mistilliden til danske pengeinstitutter. Forud for eskaleringen af problemerne i efteråret 2008 havde danske pengeinstitutter oplevet stigende vanskeligheder ved at rejse finansiering på de internationale kapitalmarkeder.
2. Krisen spredte sig fra store internationale banker til store nationale pengeinstitutter og videre til de mindre pengeinstitutter. Lån i centralbanker og helt korte gældsudstedelser tog over som finansieringskilde i efteråret 2008. Herhjemme måtte Nationalbanken træde til med ekstraordinære ordninger for at sikre likviditeten, da interbankmarkedet frøs til. Vedtagelse af Bankpakke I i efteråret 2008 skal ses i lyset af ikke mindst disse finansieringsmæssige udfordringer for pengeinstitutterne, jf. kapitel 12.
3. Renten på danske realkreditobligationer med kortere løbetider lå højere end på sammenlignelige europæiske obligationer fra slutningen af 2008, hvilket afspejlede selvstændige danske renteforhøjelser for at forsvare fastkurspolitikken og udenlandske investorerers salg af danske realkreditobligationer.
4. Spændudvidelsen og stigningen i realkreditrenten medførte, at der skete en afkobling mellem realkreditrenten og den rente, der bruges til at beregne værdien af forsikrings- og pensionsselskabers forpligtelser. Økonomi- og Erhvervsministeriet og pensionssektoren indgik derfor den 31. oktober 2008 en aftale, der gav selskaberne muligheder for at bruge en højere diskonteringsrente for deres forpligtelser.
5. Spændet mellem stats- og realkreditrenter faldt månederne efter og lå i en del af 2009 under det tilsvarende spænd i f.eks. Tyskland, Frankrig og Holland.
6. Danske realkreditinstitutter kunne udstede realkreditobligationer gennem efteråret 2008, hvor markedet for udenlandske covered bonds brød sammen.
7. Danske realkreditinstitutter genbelånte i stor stil egne obligationer i Nationalbanken gennem efteråret 2008. Det kan skyldes afsætningsmæssige problemer for visse institutter, men kan også skyldes spekulation i renteforskellen mellem realkreditobligationsrenten og Nationalbankens udlånsrente. Salget af realkreditobligationer under den finansielle uro i efteråret 2008 skal også ses i lyset af denne genbelåning.

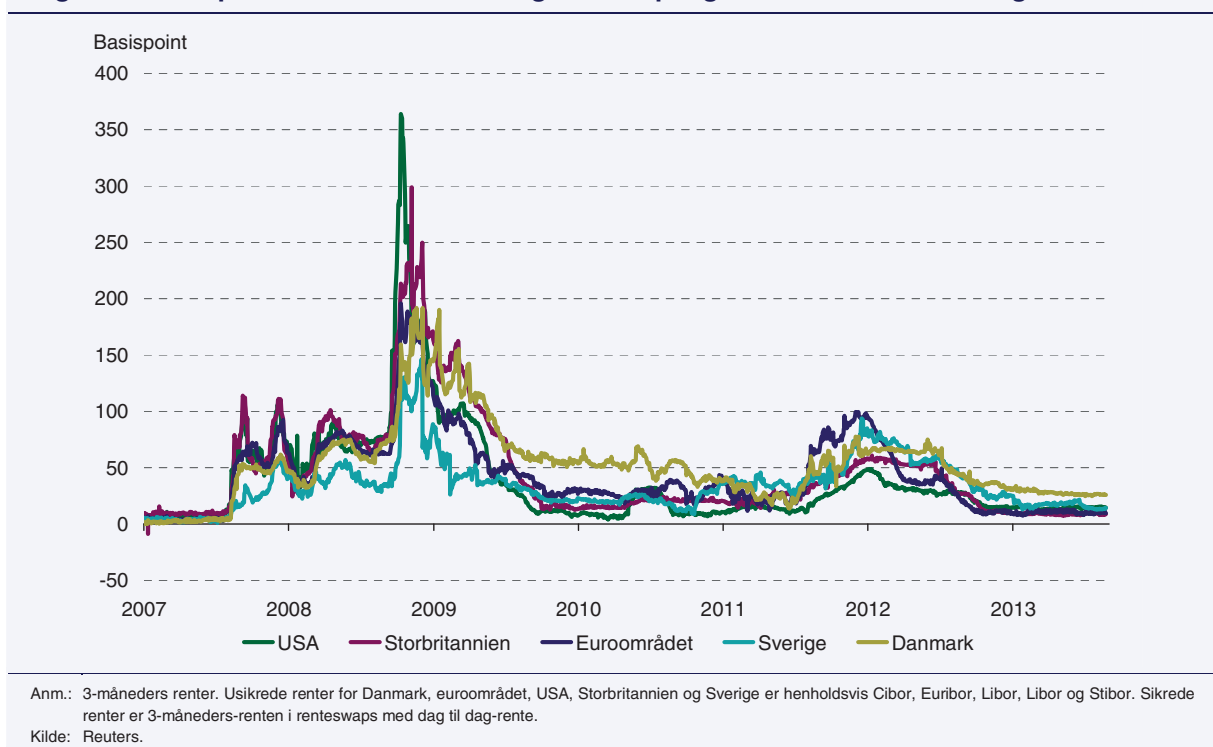
9.1 Likviditetskrisens effekt på danske kreditinstitutter

Uroen på de finansielle markeder begyndte i august 2007, hvor der opstod usikkerhed om låntageres betalingsevne på dele af markedet for amerikanske boliglån (subprime), jf. kapitel 4. En bred kreds af investorer i både USA og andre lande, herunder bl.a. tyske banker, blev ramt af tab på strukturerede finansielle produkter, der indeholdt subprimelån. På baggrund af usikkerheden omkring, hvilke pengeinstitutter, der var eksponeret over for risikoen for tab, blev det vanskeligere og dyrere at hente likviditet på pengemarkederne. Henover sommeren 2008 blev forholdene på kapitalmarkederne lettere stabiliseret, men der var dog stadig stor usikkerhed. Efter Lehman Brothers' konkurs i september 2008 eskalerede den finansielle uro og blev til en finansiell krise.

Konsekvenserne af Lehman Brothers konkurs kunne umiddelbart aflæses i en markant stigende volatilitet på de finansielle markeder, jf. figur 9.1.

Figur 9.1 **Udviklingen i volatiliteten på de finansielle markeder**

Efter Lehman Brothers konkurs i september 2008 frøs pengemarkedet fast, hvilket kom til udtryk i øgede spænd mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter, jf. figur 9.2, og pengeinstitutterne blev meget tilbageholdende i deres indbyrdes kreditgivning.

Figur 9.2 **Spænd mellem usikrede og sikrede pengemarkedsrenter i udvalgte lande**

Krisen på finansmarkederne udviklede sig i 2. halvår 2008 til en alvorlig realøkonomisk krise med betydelige aktivitetsfald. Pengepolitikken blev lempet markant over

det meste af verden, og en række lande gennemførte finanspolitiske vækstpakker for at sætte gang i økonomierne. I foråret 2009 mildnedes krisestemningen. Tilliden til økonomien voksede, aktierne steg, og den finansielle volatilitet aftog. I løbet af 2. halvår 2009 begyndte den økonomiske aktivitet at stige igen. Den var dog i vid udstrækning drevet af midlertidige effekter fra de lempelige penge- og finanspolitikker.

Boks 9.2 Fordele og ulemper ved frie kapitalbevægelser i lyset af den finansielle krise

Kapitalmarkederne er blevet mere og mere åbne, og bruttomængden af de globale kapitalbevægelser er øget kraftigt gennem de seneste par årtier. For eksempel viser IMF (2012), hvordan de samlede kapitalbevægelser før midt-1990'erne udgjorde mindre end 5 pct. af globalt BNP for derefter at vokse kraftigt derfra. Bruttokapitalbevægelserne toppede omkring 20 pct. af globalt BNP i 2007, dvs. lige inden krisen.

Der er mange fordele ved åbne kapitalmarkeder. Åbne kapitalmarkeder medfører, at opsparing kan kanaliseres til de investeringer, hvor afkastet er størst, hvilket bidrager til at øge den samlede økonomiske velstand. Derudover vil mængden af et lands investeringer ikke være begrænset af mængden af den indenlandske opsparing, hvis landet kan låne fra udlandet. Yderligere bidrager muligheden for internationale investeringer til en højere grad af risikospredning, hvilket er til gavn for opsparingsbeslutninger. Åbne kapitalmarkeder medfører også, at lande kan låne fra udenlandske investorer i økonomisk dårlige tider og derigennem mindske forbrugsfluktuationer over tid, ligesom åbne kapitalmarkeder øger konkurrencen om finansielle ydelser, hvilket sikrer lavere priser og mere innovation i den finansielle sektor. Endelig kan muligheden for, at kapital forlader landet, hvis den økonomiske politik ikke er troværdig, have en disciplinerende effekt på den førte økonomiske politik i et land.

Der er dog også nogle aspekter af den øgede liberalisering af kapitalbevægelserne, der kan trække i den anden retning. En øget grad af international finansiell integration kan medføre, at udsving på de finansielle markeder forstærkes, da til- og afstrømning af kapital til de finansielle markeder kan blive øget i forhold til en situation, hvor landet er afskærmet fra de internationale finansielle markeder. Dette kan via eksempelvis formueeffekter i forbruget øge udsvingene i realøkonomien. På samme måde vil udsving i globale aktivpriser i højere grad påvirke indenlandske aktivpriser i forhold til en situation, hvor et lands finansielle markeder er afskærmet fra de udenlandske. Derudover påpeger Reinhart & Rogoff (2012), at der internationalt var få finansielle kriser under Bretton Woods-perioden fra 1945 til starten af 1970'erne, hvilket var en periode med begrænsede internationale kapitalbevægelser. Denne periode er dog tillige sammenfaldende med en forholdsvis stærk økonomisk vækst i de fleste udviklede lande i 1960'erne. Derved er det sandsynligt, at det i højere grad var de gunstige økonomiske betingelser, og i mindre grad kapitalrestriktionerne, der var årsagen til fraværet af signifikante finansielle kriser i denne periode.

I litteraturen har det været svært at påvise en direkte empirisk sammenhæng mellem graden af åbenhed af kapitalmarkeder og økonomisk vækst, mens der er klarere belæg for, at en øget åbenhed af aktiemarkederne medfører en øget økonomisk vækst; se f.eks. oversigtsartiklen af Kose et al. (2009). Derudover viser Kose et al. (2009), at der tyder på at være en mere indirekte positiv sammenhæng mellem åbenheden af kapitalmarkederne og økonomisk vækst. IMF (2012) vurderer overordnet, at frie kapitalbevægelser kan medvirke til at øge den økonomiske velstand, men også at de positive effekter af åbne kapitalmarkeder er større i lande, der har veludviklede finansielle markeder og sektorer. Danmark har veludviklede finansielle markeder og sektorer.

I en større analyse for Danmark vurderede Det Økonomiske Råd i 1994 effekterne af liberaliseringen af kapitalmarkederne gennem 1980'erne. DØR (1994) konkluderede, at "Ændringerne på de finansielle markeder er som helhed gavnlige for økonomien. Imidlertid ser fordelene ikke ud til at være fremkommet helt uden omkostninger i form af periodevis større ustabilitet i den økonomiske udvikling".

De danske pengeinstitutters direkte krediteksponering over for subprime-markedet var begrænset ved udbruddet af finanskrisen.¹ De var dog ligesom pengeinstitutterne i en række andre lande eksponerede over for udviklingen på de internationale penge- og kapitalmarkeder. Det skyldes, at de var afhængige af finansiering i valuta, især

¹ Jf. Danmarks Nationalbank (2008), Finansiell Stabilitet 2008, boks 2.

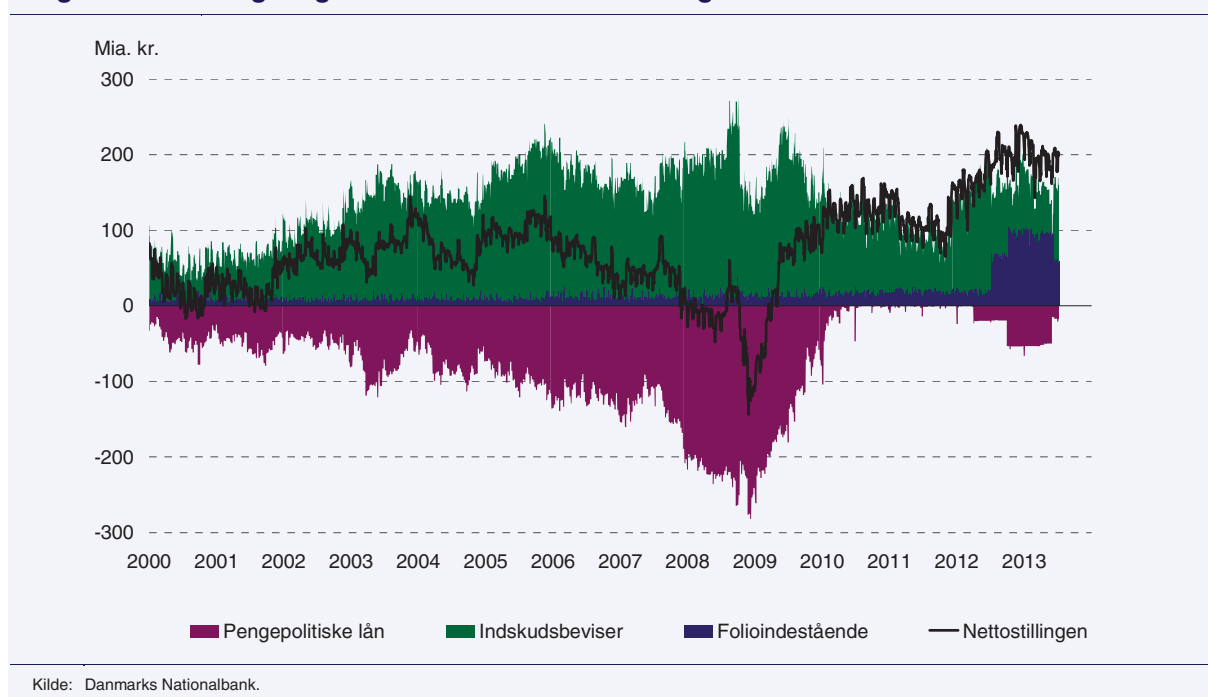
US dollar og euro, der i stort omfang var kortfristede lån i andre pengeinstitutter og gældsudstedelser. Den store afhængighed af finansiering på tværs af de internationale markeder betød, at problemerne hurtigt spredte sig fra det amerikanske marked til markederne i euroområdet og Danmark. Danske pengeinstitutters US dollar-lån var i august 2008 – umiddelbart inden Lehman Brothers gik konkurs – knap 400 mia. kr. I lyset af pengeinstitutternes eksponering over for udviklingstræk på de internationale finansmarkeder, er der efter krisen opstået en diskussion af fordelene versus ulemperne ved åbne kapitalbevægelser, jf. boks 9.2.

Enkelte af de største danske pengeinstitutter havde forud for krisen afdækket rente- og valutarisici hos Lehman Brothers. Nettingaftaler og løbende sikkerhedsstillelse på baggrund af marginkrav begrænsede i stort omfang tabene på disse afdækningsforretninger, da Lehman Brothers gik konkurs. Konkursen betød dog, at Lehman Brothers' modparter, herunder også danske pengeinstitutter, pludselig stod tilbage med en række åbne positioner, som de havde behov for at få afdækket hurtigst muligt.

9.2 Det danske pengemarked

Krisens påvirkning af det danske pengemarked kan illustreres med spændet mellem de usikrede og sikrede pengemarkedsrenter, der, ligesom i en række lande, blev kraftigt udvidet, jf. figur 9.2. Det danske spænd var i begyndelsen af krisen i høj grad drevet af likviditetsforhold. I løbet af 2009 blev spændet hovedsageligt udtryk for en kreditpræmie, jf. Jørgensen m.fl. (2011). Udviklingen svarer til den, som fandt sted på f.eks. euroområdet og det amerikanske pengemarked, og afspejler, at krisen gik fra at være en likviditetskrise til at være en kreditkrise.

Omsætningen på pengemarkedet faldt under finanskrisen, og det blev koncentreret i den helt korte ende af markedet. Desuden skiftede omsætningen fra usikrede udlån til sikrede, da de større kredit- og likviditetsrisici afholdt pengeinstitutter fra at yde længere usikrede udlån. Institutterne øgede deres lån og indskud i Nationalbanken i slutningen af 2008, og mellemværenderne med Nationalbanken erstattede delvist det korte interbankmarked. Bruttoopbygningen toppede i december 2008, hvor penge- og realkreditinstitutternes indlån i form af indskudsbeviser oversteg deres nettostilling over for Nationalbanken med godt 280 mia. kr., jf. figur 9.3. Bruttoopbygningen blev herefter gradvis nedbragt. Fra oktober 2008 understøttede Bankpakke I institutternes indbyrdes likviditetsudveksling. Indførelsen af rentemarginalen mellem renten på Nationalbankens udlån og indskudsbeviser i juni 2009 medvirkede også til reduktionen. Marginalen blev indført for at give institutterne et incitament til i højere grad at udligne likviditetsforskelle indbyrdes frem for at benytte Nationalbankens faciliteter.

Figur 9.3 Penge- og realkreditinstitutternes lån og indlån i Nationalbanken

Der var også tegn på, at nogle små og mellemstore institutter i perioder var hæmmede i deres likviditetsudveksling i pengemarkedet. Præmien, som de betalte på usikrede lån, steg markant. Sammenlignet med store institutter betalte de små i slutningen af 2008 i gennemsnit en merrente på 0,25-0,5 procentpoint for lån i dag-til-dag pengemarkedet, der er centralt for institutternes løbende likviditetsstyring. I enkelte tilfælde var præmien for nogle af de små institutter på 2-3 procentpoint, jf. Jørgensen m.fl. (2011). De små institutter blev ramt af, at de mellemstore lukkede for deres sædvanlige udlån, da de selv blev ramt af finansieringsproblemer. Spredningen på de enkelte institutters dag-til-dag rente blev øget betragteligt. Små institutters problemer med at opnå likviditet i pengemarkedet under krisen viste sig også ved, at de omtrent fordoblede antallet af modparter til usikrede dag-til-dag lån. De var nødt til at sikre deres finansiering gennem flere kilder. De små og mellemstore institutter øgede også deres lån i Nationalbanken. Nogle af de store institutter havde imidlertid også udfordringer, jf. kapitel 8.

Nationalbanken oprettede ekstraordinære ordninger for at understøtte især de mindre pengeinstitutters adgang til likviditet. I maj 2008 var der åbnet op for belåning af en ny type obligationer, såkaldte låneobligationer, for at lette den træge udveksling af likviditet i pengemarkedet. Låneobligationerne kunne udstedes af et pengeinstitut i Danmark og sælges til et andet institut, der kunne rejse likviditet ved at belåne låneobligationen i Nationalbanken. I september 2008 fik penge- og realkreditinstitutter adgang til at låne et beløb (låneramme), der afhang af deres overskydende lovmæssige solvens. Lånerammen kunne, ligesom låneobligationerne, medregnes i institutternes likviditet ifølge lov om finansiel virksomhed. Formålet var at hindre, at solvente institutter fik likviditetsproblemer, fordi de manglede aktiver, der kunne belånes i Nationalbanken. Renten på udlån var højere end ved Nationalbankens markedsoperationer. Der blev desuden foretaget forskellige midlertidige udvidelser af sikkerhedsgrundlaget. Omfanget af lån i forbindelse med Nationalbankens ekstraordinære tiltag

var meget begrænset, men de var vigtige for, at pengeinstitutterne kunne opfylde kravene til likviditet i henhold til § 152 i lov om finansiel virksomhed.

9.3 Pengeinstitutternes finansieringssituation

Årene op til den finansielle krise var for de danske pengeinstitutter, ligesom for mange europæiske og amerikanske banker, kendetegnet ved høje udlånsvækstrater og øget gearing af egenkapitalen, jf. kapitel 8.

Institutternes udlånsvækst var langt kraftigere end væksten i deres indlån fra andre end kreditinstitutter og pengemarkedsfonde (der normalt betragtes som en stabil finansieringskilde). Det resulterede i, at pengeinstitutterne opbyggede et betydeligt indlånsunderskud, jf. afsnit 8.1.2, der skulle finansieres på penge- og kapitalmarkederne. De store danske pengeinstitutter stod for størstedelen af indlånsunderskuddet i efteråret 2008, men også små og mellemstore institutter havde betydelige indlånsunderskud.

Det var især korte indlån fra andre kreditinstitutter og pengemarkedsfonde, der finansierede det stigende indlånsunderskud i perioden frem til den finansielle krise, hvor disse indlån faldt kraftigt. Udlændinge ophørte i vidt omfang med at yde lån til de danske pengeinstitutter i kølvandet på Lehman Brothers' betalingsstandsning. Derudover bragte det Danmark i et uheldigt fokus på de internationale finansielle markeder, da Roskilde Bank i august 2008 blev nødlidende og blev overtaget af Nationalbanken og de private pengeinstitutter i Danmark gennem Det Private Beredskab². Samtidig reagerede danske pengeinstitutter ved at begrænse den indbyrdes likviditetsudveksling.

US dollar stod, sammen med kroner, i høj grad for de danske pengeinstitutters øgede finansiering på penge- og kapitalmarkederne frem til oktober 2008. Dollarfinansieringen skete i stort omfang via korte gældsudstedelser. Denne forretningsmodel indebærer, at pengeinstitutterne var sårbare over for udviklingen på det amerikanske pengemarked, når gælden skulle refinansieres. Som krisen skred frem, blev det vanskeligere for europæiske banker at skaffe US dollar, fordi de amerikanske banker blev mere tilbageholdende med at låne ud til bl.a. de europæiske banker. De blev i stigende grad nødt til i stedet at låne US dollar indirekte ved at låne i andre valutaer og swappe til dollar ved brug af valutaswaps. Det pressede renten på finansiering med valutaswaps kraftigt op i forhold til direkte lån i dollar, som visse markedsdeltagere fortsat havde adgang til. Det indebærer store afvigelser fra den dækkede renteparitet.³

Lån i centralbanker og korte gældsudstedelser tog i høj grad over som finansieringskilde, da krisen på de finansielle markeder kulminerede i efteråret 2008. Fed og ECB

² Det Private Beredskab er en forening stiftet af Finansrådet 13. juni 2007. Det er et beredskab, der har til formål at medvirke til, at nødlidende pengeinstitutter – som alternativ til konkurs – kan afvikles ved, at et andet pengeinstitut overtager eller viderefører det nødlidende institut.

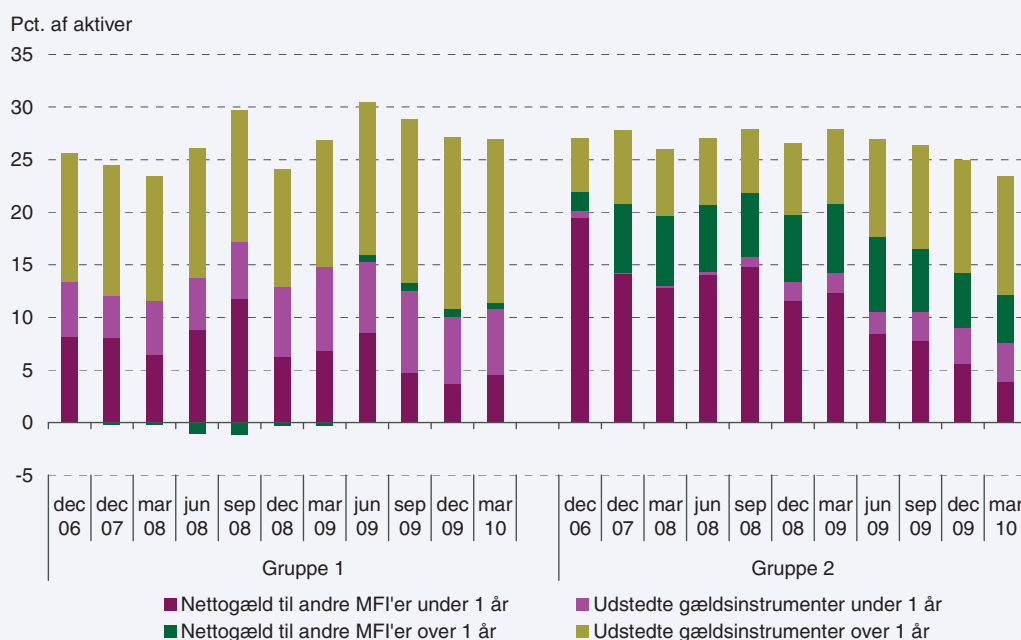
³ Den dækkede renteparitet udtrykker, at omkostningen ved at låne direkte i hjemlandets valuta, f.eks. kroner, er den samme som omkostningen ved at optage et lån i valuta, f.eks. US dollar, og samtidig indgå en FX swap, hvor dollareksponeringen afdækkes (omdannes til kroneeksponering). Normalt vil arbitrage udligne forskellen, men de europæiske banker var i stort omfang afskåret fra direkte finansiering på det amerikanske pengemarked og dermed fra at kunne foretage arbitragen.

oprettede swapfaciliteter med en række centralbanker, herunder Nationalbanken, for at afhjælpe knapheden på US dollar og euro. Dollarudlånet via swapfaciliteten med Fed toppede i slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009, hvor mængden af udestående lån udgjorde knap 90 mia. kr. Det største udestående af lån via swapfaciliteten med ECB var på over 40 mia. kr. i begyndelsen af 2009. Aftalerne forbedrede likviditetsforholdene i dollar og euro mærkbart for danske pengeinstitutter. Empiriske analyser viser, at swapaftalen med Fed reducerede forskellen mellem dollarrenten i valutaswaps med kroner og renten på direkte lån i det amerikanske pengemarked med i alt knap 70 basispoint, jf. Jørgensen m.fl. (2011). Afvigelsen var i efteråret på over 300 basispoint. Tilsvarende reducerede aftalen med ECB forskellen mellem eurorenten i valutaswaps med kroner og renten på direkte lån i euroområdet med godt 60 basispoint. Det afspejler, at markedsdeltagerne blev beroliget af Feds og ECB's opbakning til at sikre dollar- og eurofinansieringen. Resultatet er i tråd med lignende undersøgelser for andre lande.

Bankpakke I blev annonceret den 5. oktober 2008 og indebar en ubegrænset statsgaranti for alle indskydere og andre simple kreditorers tilgodehavender i pengeinstitutterne. Bankpakken var med til at understøtte det danske pengemarked og institutternes finansieringsmuligheder. I slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009 vendte indlånene fra udenlandske kreditinstitutter og pengemarkedsfonde gradvis tilbage, og institutterne udstedte i stigende omfang gældsinstrumenter med længere løbetid.

Indlånsunderskuddet blev reduceret i løbet af 2009, og institutterne øgede løbetiden på deres markedsbaserede finansiering, jf. figur 9.4.

Figur 9.4 Netto­gæld til andre kreditinstitutter og udstedte gælds­instrumenter

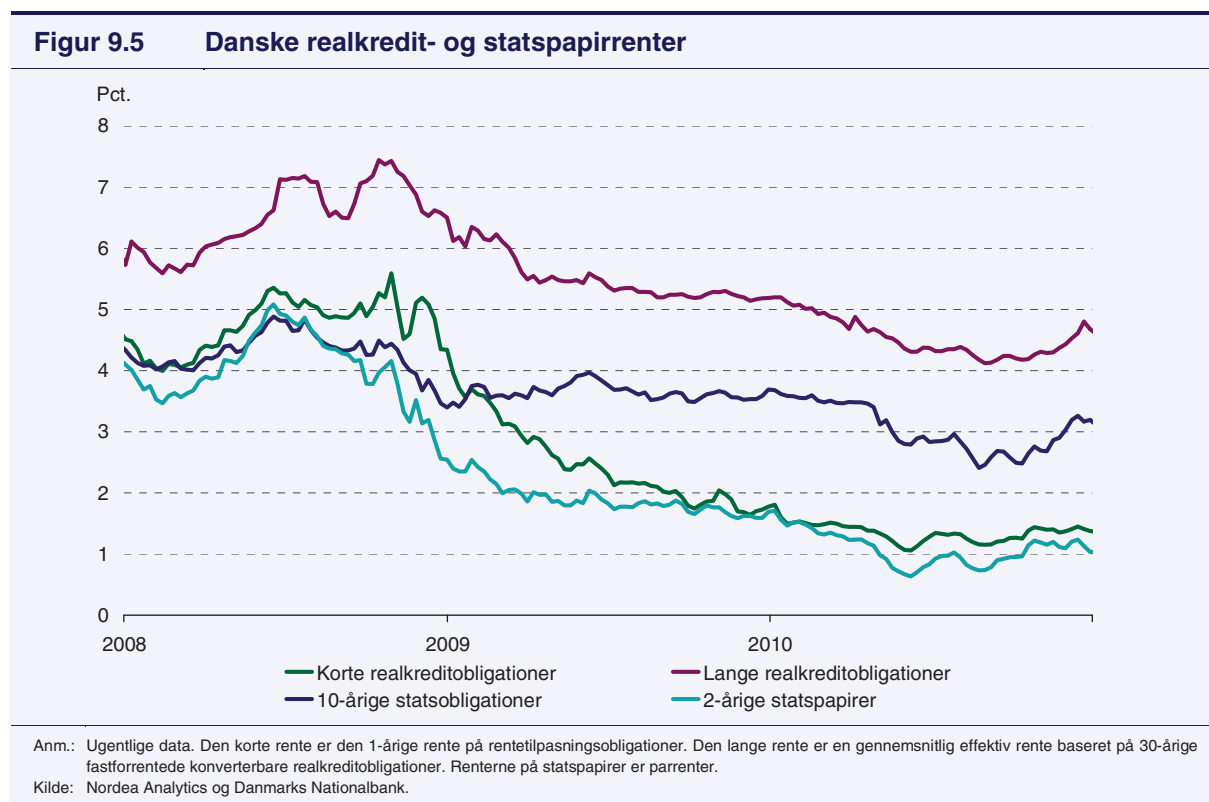


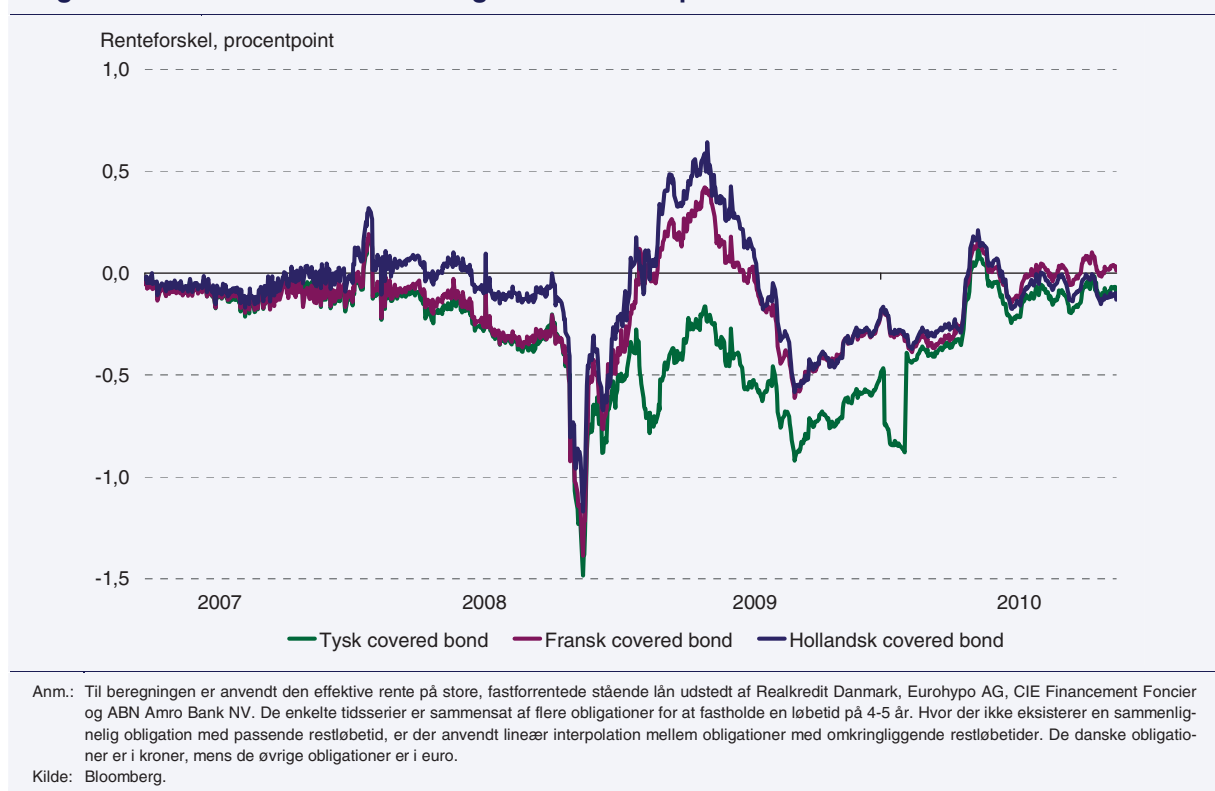
Anm.: Ekskl. udenlandske filialer og datterselskaber. Der henvises til Finanstilsynets gruppeopdeling af pengeinstitutter baseret på størrelsen af den arbejdende kapital

Kilde: Danmarks Nationalbank. MFI-indberetninger.

9.4 Realkreditmarkedet

De danske realkreditrenter steg hen mod kulminationen af finanskrisen i efteråret 2008 og nåede deres højeste niveau i oktober, jf. figur 9.5. Renten på danske realkreditobligationer med kortere løbetider lå særligt i perioderne september 2008-januar 2009 og medio 2009-medio 2010 højere end på sammenlignelige europæiske obligationer, jf. figur 9.6. For at imødegå presset på kronen i efteråret 2008 foretog Nationalbanken ensidige renteforhøjelser, jf. afsnit 12.1. Den pengepolitiske rente i Danmark blev dermed højere end i euroområdet, hvilket også afspejlede sig i renten på korte danske statsobligationer.



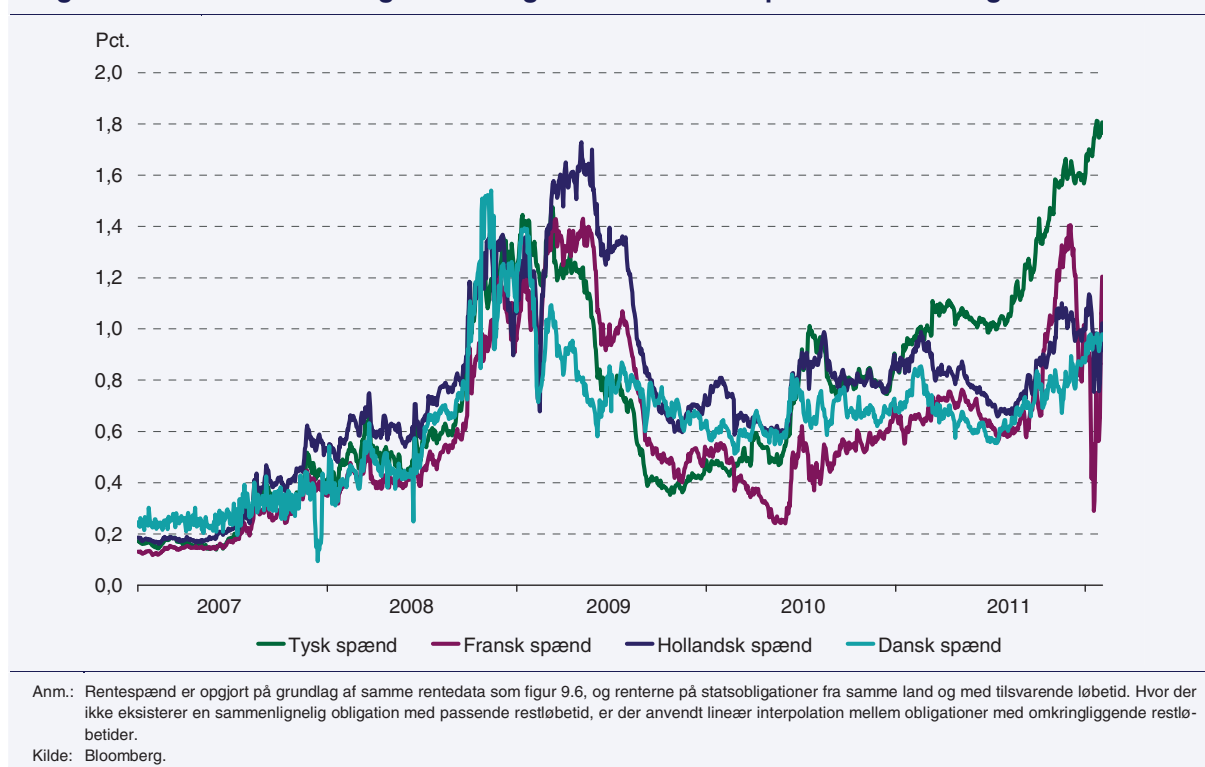
Figur 9.6 Danske realkreditobligationers rentespænd til udenlandske covered bonds

I lighed med andre lande steg spændet mellem lange danske realkreditobligationer og statsobligationer ligeledes kraftigt i oktober 2008, jf. figur 9.7.⁴ En medvirkende årsag var udenlandske investorers salg af danske realkreditobligationer som følge af, at det danske marked i forhold til andre markeder fortsat var likvidt. Spændudvidelsen og stigningen i realkreditrenten medførte, at der skete en afkobling mellem realkreditrenten og den rente, der bruges til at beregne værdien af forsikrings- og pensionsselskabernes fremtidige forpligtelser.⁵ Afkoblingen betød, at lange realkreditobligationer ikke i så høj grad kunne afdække forsikrings- og pensionsselskabers forpligtelser, og mens markedsværdien af de lange danske realkreditobligationer faldt betydeligt, faldt værdien af de fremtidige forpligtelser ikke tilsvarende.

Den 31. oktober 2008 blev der indgået en aftale mellem Økonomi- og Erhvervsministeriet og pensionssektoren, som gav pensionsselskaberne mulighed for at bruge en højere diskonteringsrente for deres forpligtelser. Målet var at sikre, at spændudvidelsen mellem statsobligationer og realkreditobligationer ikke bragte pensionsselskabernes solvens i fare. Spændudvidelsen kunne potentielt have tvunget pensionssektoren – som historisk har været blandt de største investorer – til at afhænde realkreditobligationer. Et stort frasalg ville kunne få alvorlige konsekvenser for pensionsopsparende og boligejere i form af faldende kurser og stigende renter.

⁴ I lande med høj kreditværdighed er spændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer en indikation for markedets pris på kreditrisiko, i det omfang statsobligationerne tilnærmelsesvis opfattes som et risikofrit aktiv.

⁵ Værdien af pensionsselskabernes fremtidige forpligtelser beregnes på baggrund af en rentekurve, som fastsættes af Finanstilsynet, og som afspejler de aktuelle markedsforskel.

Figur 9.7 Realkreditobligationers og covered bonds' spænd til statsobligationer

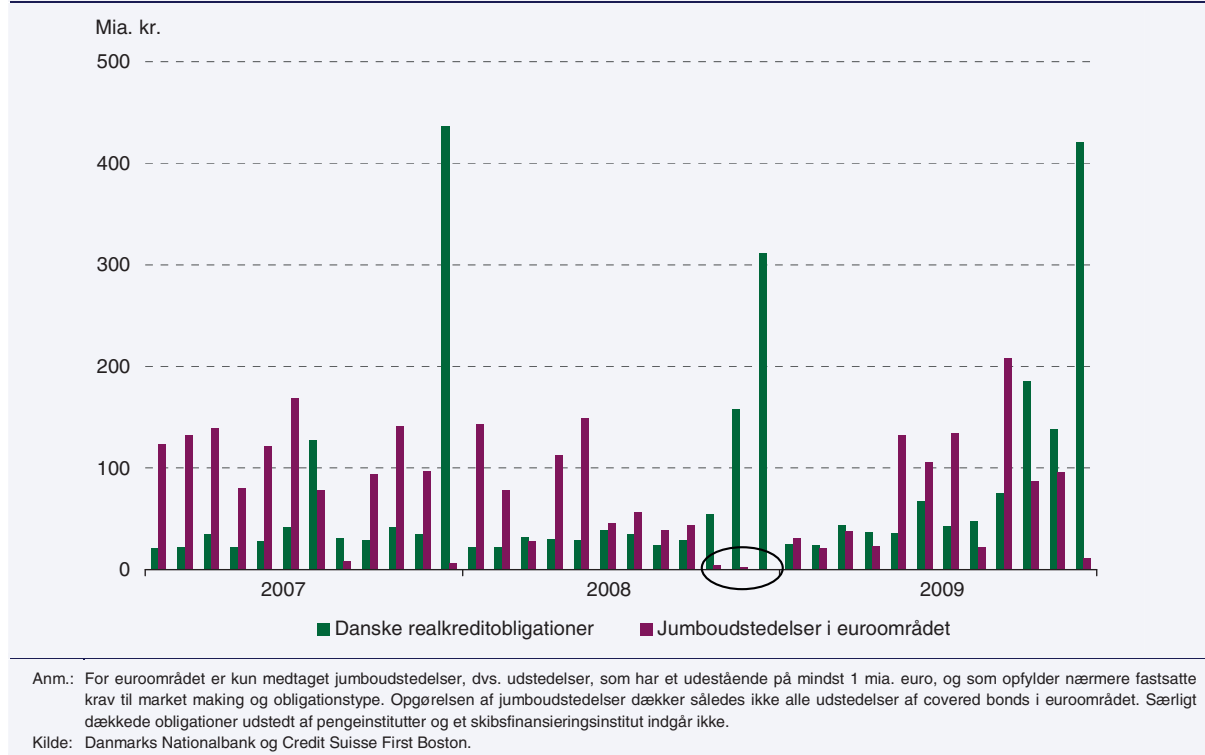
I begyndelsen af november 2008 annoncerede Den Sociale Pensionsfond (DSP), som administreres af Danmarks Nationalbank på vegne af staten, at den ville investere ca. 22 mia. kr. i obligationer bag variabelt forrentede lån. Formålet var at afdekke en del af statens renterisiko på finansiering af almennyttige boliger. Tiltaget blev blandt markedsdeltagerne tolket som et signal om, at staten var klar til at understøtte obligationsmarkedet i tilfælde af yderligere uro, og det bidrog til at styrke investorernes tillid, da krisen var på sit højeste.

Spændet mellem danske stats- og realkreditrenter faldt kraftigt i månederne efter. I en del af 2009 var spændet således under det tilsvarende spænd i f.eks. Tyskland, Frankrig og Holland.

Det danske realkreditmarked er et af verdens største og har i mange år tiltrukket internationale investorer. Danske realkreditobligationer bevarede gennem hele den finansielle krise markedsadgangen. I 2. halvår 2008 og 1. halvår 2009 faldt udstedelsesniveauerne for europæiske covered bonds betydeligt, mens der fortsat blev udstedt danske realkreditobligationer i sædvanligt omfang, jf. figur 9.8. Det var mest markant under kulminationen af den finansielle krise i de sidste tre måneder af 2008. I den periode udgjorde udstedelserne af jumbo⁶ covered bonds blot 2 pct. af mængden udstedt i samme periode det foregående år. Det danske udstedelsesniveau i samme periode var lidt større end det foregående år.

⁶ Europæiske jumboudstedelser er udstedelser, som har et udestående på mindst 1 mia. euro og som opfylder nærmere fastsatte krav til market making og obligationstype.

Figur 9.8 Udstedelse af realkreditobligationer i Danmark og jumbo covered bonds i euroområdet

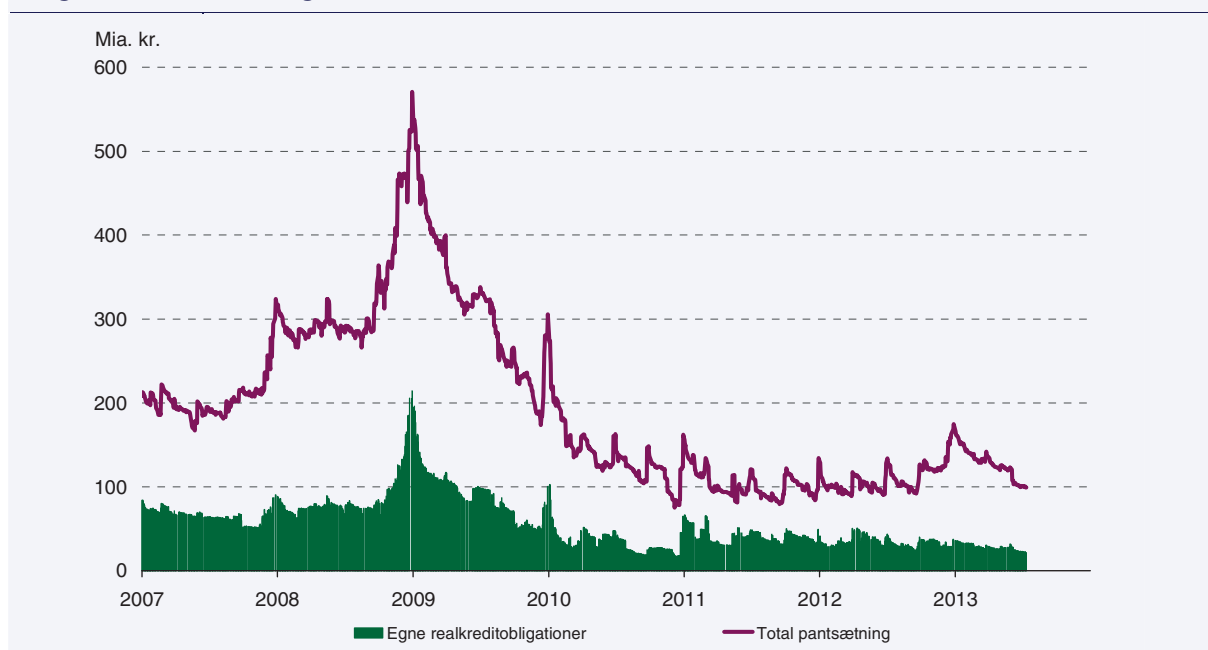


En væsentlig del af forklaringen på, at omsætteligheden af danske realkreditobligationer blev bevaret under krisen, er, at investorer opfattede danske realkreditobligationer som værende blandt de mest sikre aktiver med lav kreditrisiko og høj likviditet. Danske realkreditobligationers likviditet er generelt i samme størrelsesorden som likviditeten i danske statsobligationer i perioder med uro på de finansielle markeder, jf. Buchholst m.fl. (2010).

En væsentlig del af udstadelserne på omkring 450 mia. kr. var refinansieringen af variabelt forrentede lån på auktioner i november og december 2008, der forløb uden væsentlige problemer.

Realkreditobligationer inkl. institutternes egne obligationer indgår i Nationalbankens belåningsgrundlag. Det likvide danske marked for realkreditobligationer under hele krisen skal dog også ses i lyset af belåningsmuligheden i Nationalbanken. Hen mod slutningen af 2008 blev omfanget af egne obligationer, som blev pantsat i Nationalbanken, øget med godt 100 mia. kr., jf. figur 9.9. Det kan der være flere grunde til. Det kan skyldes afsætningsmæssige problemer for visse institutter, men kan også være en investeringsmæssig beslutning. Realkreditinstitutterne kunne opnå et højere afkast på obligationerne end omkostningerne ved finansieringen af købet i Nationalbanken (carry-trade). Denne strategi indebærer umiddelbart en renterisiko, bl.a. fordi den pengepolitiske rente kunne stige.

Siden 4. kvartal 2008 har markedet maker-ordningen i lange konvertérbare realkreditobligationer været suspenderet, mens ordningen i korte realkreditobligationer fortsatte.

Figur 9.9 Belåning i Nationalbanken

Anm.: Figuren viser belåningsgraden (dvs. efter haircut) af værdipapirer pantsat via traditionel pantsætning for kredit. Disse værdipapirer kunne også anvendes som sikkerhed i forbindelse med de midlertidige valutaswap med FED og ECB.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

10. Danske kreditinstitutter efter udbruddet af krisen

Den finansielle krise fik umiddelbar betydning for danske kreditinstitutters finansieringsforhold. Med tiden fik den finansielle krise desuden realøkonomiske konsekvenser, jf. kapitel 5, hvilket førte til øgede nedskrivninger særligt i pengeinstitutterne. En del af de danske pengeinstitutter blev i væsentlig grad presset på indtjeningen. I realkreditsektoren er fokus på bl.a. refinansiering, rentefølsomhed og behovet for supplerende sikkerhed blevet skærpet efter krisen, men risiciene har ikke i væsentlig grad materialiseret sig. Realkreditinstitutterne har i nogen grad tilpasset deres forretningsmodeller, men realkreditsektoren har ikke i samme grad som store dele af pengeinstitutsektoren været under pres.

I dette kapitel beskrives, hvordan den danske kreditinstitutsektor overordnet har været påvirket af den finansielle krise, og der sammenlignes med andre lande. Penge- og realkreditinstitutter behandles ligesom i kapitel 8 særskilt. De pengeinstitutter, som blev nødlidende under krisen er beskrevet i kapitel 11.

Boks 10.1 Sammenfatning

1. De hidtidige nedskrivninger under finanskrisen ligger på niveau med forrige bankkrise, men spredningen er væsentlig større. Nedskrivningerne i de store pengeinstitutter (gruppe 1) har ikke forholdsmæssigt været specielt store, mens en gruppe mindre og mellemstore pengeinstitutter har haft endog meget store nedskrivninger.
2. De samlede nedskrivninger i pengeinstitutterne har i perioden 2008-12 været 174 mia. kr. Nedskrivningerne er særligt sket på ejendomsrelaterede engagementer – særligt byggeprojekter – og landbrug. I 2012 udgjorde nedskrivningerne på disse typer engagementer 11,9 mia. kr. svarende til 40,4 pct. af de samlede nedskrivninger.
3. Boligprisfaldet efter boligboblen har ikke medført væsentlige nedskrivninger på privatkunder i penge- og realkreditinstitutterne. De lave renter efter krisen og den store udbredelse af variabelt forrentede lån samt lån med afdragsfrihed har medvirket til at begrænse nedskrivninger på boligrelaterede udlån.
4. Bortset fra Irland og Storbritannien er Danmark det land med de højeste nedskrivninger blandt kreditinstitutter. Det skal også ses i lyset af, at dansk økonomi generelt har været forholdsvis hårdt ramt af den finansielle krise.
5. Både i Danmark og internationalt tyder der på at være en sammenhæng mellem høj udlånsvækst og med et par års forsinkelse højere nedskrivninger. Det konstateres således, at danske pengeinstitutters udlånsvækst i årene inden krisen var høj i et internationalt lys, og det samme har nedskrivningerne efter krisen været.
6. Omkring halvdelen af de danske kreditinstitutter har haft en negativ forrentning af egenkapitalen i perioden 2008-11. Blandt de lande, som indgår i den internationale sammenligning er det kun irske kreditinstitutioner, der har været hårdere ramt.
7. Mængden af udlån fra de danske kreditinstitutter har været stort set uændret siden udbruddet af finanskrisen, mens der samlet set har været et egentligt fald i de danske pengeinstitutters udlånsvækst.
8. De udfordringer, som finanskrisen har ført med sig, har hidtil ikke været mere alvorlige for realkreditinstitutterne, end at realkreditinstitutterne har formået at håndtere dem. Nedskrivningerne i realkreditinstitutterne har været lavere end under krisen i starten af 1990'erne. Det er bemærkelsesværdigt, da det økonomiske tilbageslag har været kraftigere under denne krise. De forholdsvis lave nedskrivninger skyldes bl.a. at lave renter og nye låneformer har medført forholdsvis lave ydelser for låntagerne. Den finansielle krise har dog betydet, at realkreditinstitutterne i nogen grad er begyndt at tilpasse deres forretningsmodeller. Institutterne arbejder på at reducere refinansieringsrisikoen på variabelt forrentede lån og på – bl.a. med differentierede bidragssatser – at påvirke låntagere til i mindre omfang at optage lån med afdragsfrihed og/eller variabelt forrentede lån med korte tidsrum mellem rentefastsættelserne.

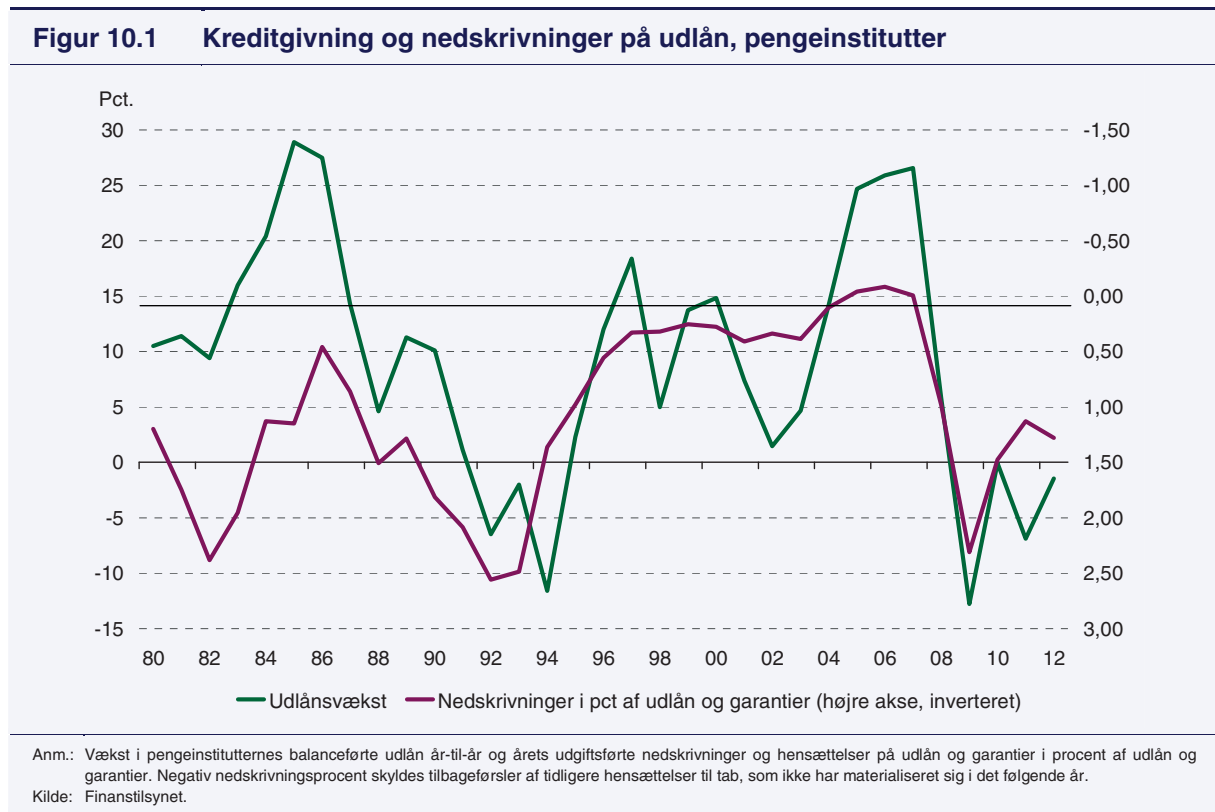
10.1 Pengeinstitutter

Inden krisen var der stor udlånsvækst i de danske pengeinstitutter, jf. kapitel 8. Historisk har det vist sig, at nedskrivninger ofte stiger efter perioder med stor udlånsvækst. Denne sammenhæng har også vist sig i dette kriseforløb.

Stigning i nedskrivningerne og stigende finansieringsomkostninger som følge af højere risikopræmier har efter den finansielle krises indtræden ført til en generelt lavere egenkapitalforrentning blandt pengeinstitutterne. Der er dog en betydelig spredning blandt pengeinstitutterne, som bl.a. afspejler forskelligheden i institutternes forretningsmodel og risikoeksponering i perioden op til udbruddet af den finansielle krise, jf. kapitel 11.

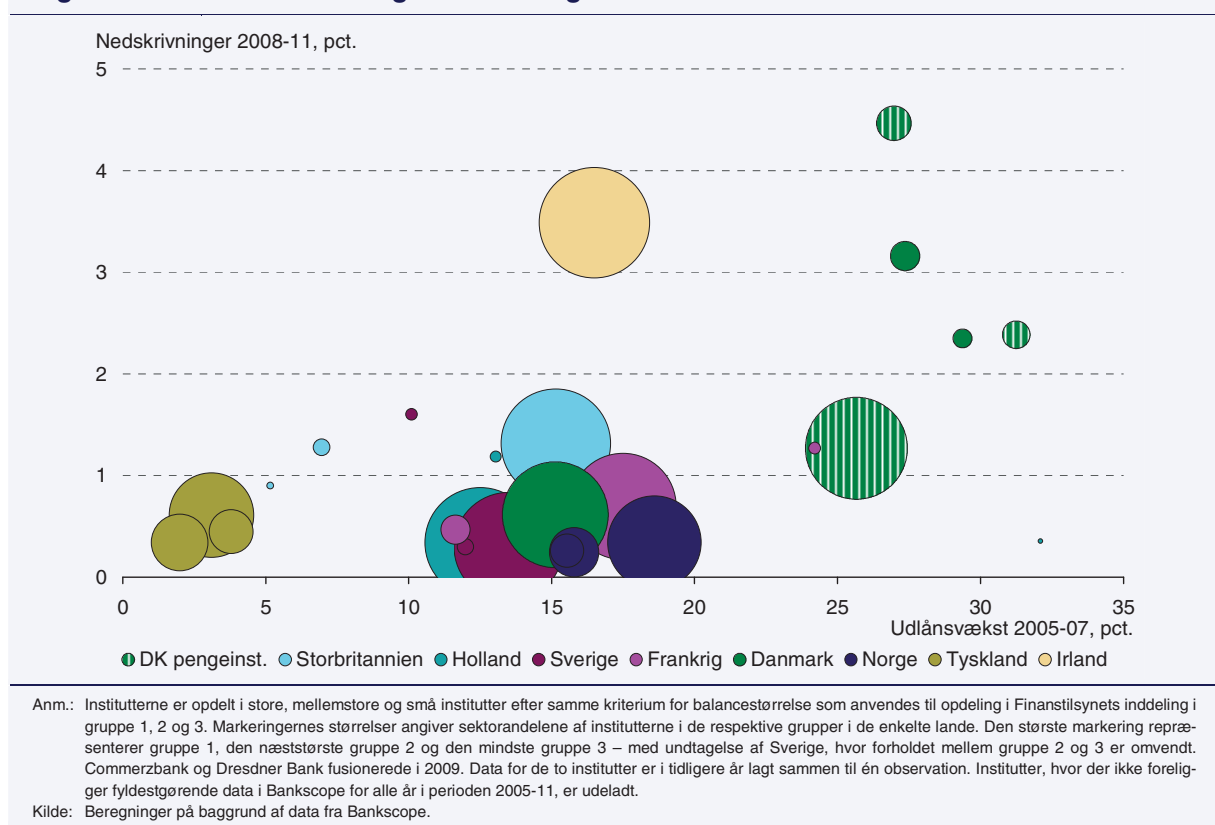
10.1.1 Udlånsvækst og nedskrivninger

Stærk udlånsvækst øger generelt risikoen for, at der slækkes på kreditkvaliteten, og pengeinstitutterne derved får flere marginale og sårbare udlån på bøgerne. Historisk har perioder med en stærk udvidelse af kreditgivningen med en vis tidsforskydning været efterfulgt af stigende nedskrivninger i pengeinstitutterne. Dette karakteriserer også det aktuelle konjunkturforløb, jf. figur 10.1. Samtidig forstærkes nedskrivningerne af, at konjunkturtilbageslaget i Danmark har været forholdsvis kraftigt, jf. kapitel 5.



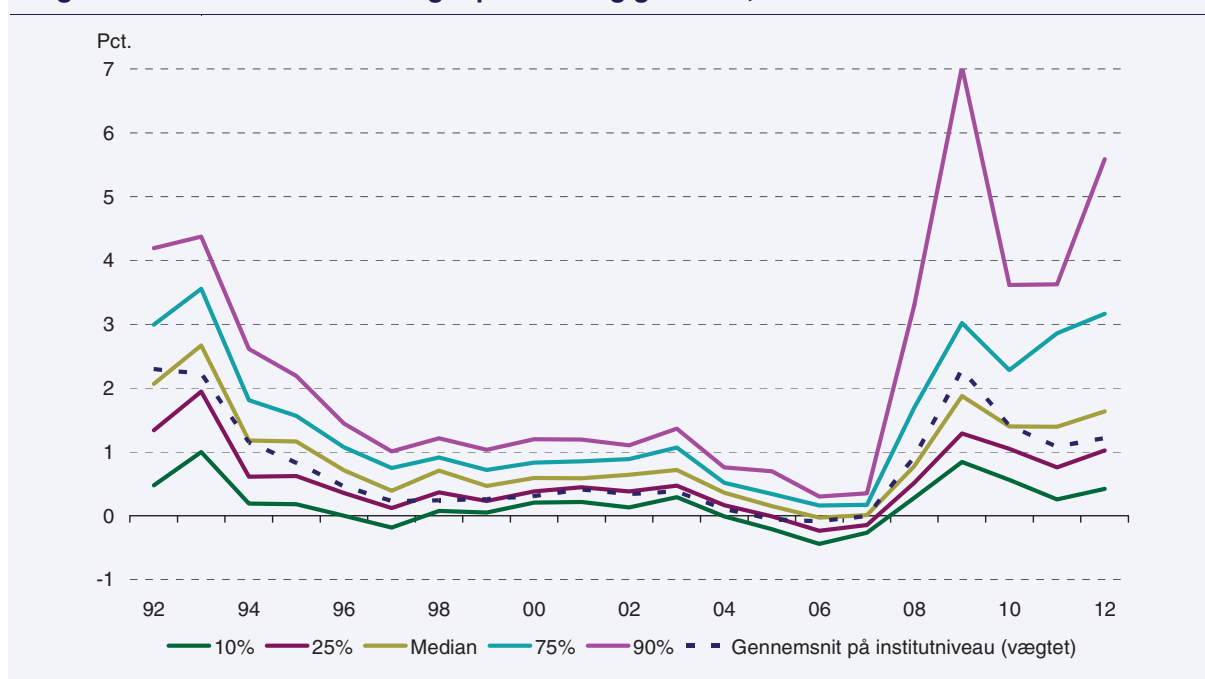
Internationale data for udlånsvækst før krisen og nedskrivninger efter krisens begyndelse bekræfter en positiv sammenhæng mellem udlånsvækst og efterfølgende nedskrivninger, jf. figur 10.2.

Betragtes kreditinstitutterne under ét (dvs. inkl. danske realkreditinstitutter), er udviklingen i Danmark i gruppe 1 ikke markant anderledes end i Storbritannien, Holland, Norge, Sverige og Frankrig. Sammenlignes alene danske pengeinstitutter med udenlandske kreditinstitutter har udlånsvæksten og nedskrivningerne været forholdsvis høje. Gruppe 2- og 3-institutter i Danmark har haft en betydelig udlånsvækst og betydelige nedskrivninger sammenlignet med andre lande. Den forholdsvis høje udlånsvækst i danske pengeinstitutter har således været fulgt af nedskrivninger – som ligeledes i et internationalt lys – har været forholdsvis høje.

Figur 10.2 Udlånsvækst og nedskrivninger fordelt efter institutstørrelse

10.1.2 Spredning i nedskrivninger

Gennemsnitligt ligger institutternes nedskrivninger under den aktuelle krise på niveau med krisen i starten af 1990'erne. Spredningen har imidlertid været større, og der er pengeinstitutter, som har betydelige nedskrivninger målt i forhold til udlån og garantier. De 10 pct. hårdest ramte institutter har haft nedskrivninger på over 7 pct., mens de 10 pct. hårdest ramte institutter i 1992 og 1993 havde hensættelser på mere end 4 pct. af udlånene, jf. figur 10.3. Omvendt har de 10 pct. af institutterne med de laveste nedskrivninger haft nedskrivninger under 1 pct., hvilket svarer til niveauet under krisen i starten af 1990'erne.

Figur 10.3 Årets nedskrivninger på udlån og garantier, fraktiler

Anm.: Årets udgiftsførte nedskrivninger på udlån og garantier i procent af udlån og garantier for institutter i gruppe 1-3.
Kilde: Finanstilsynet.

Blandt de største pengeinstitutter er der en mindre spredning i størrelsen af nedskrivninger end for alle institutter generelt. Eksempelvis i 2009, hvor nedskrivningerne generelt var høje, lå de fem største pengeinstitutters nedskrivninger alle mellem 1 og 2 pct., jf. tabel 10.1. Disse fem institutter havde ydet omkring 84 pct. af de samlede udlån fra pengeinstitutter ultimo 2012.

Tabel 10.1 Nedskrivninger i de største pengeinstitutter, 2005-12

Pct.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Danske Bank	-0,10	0,00	0,00	0,70	1,60	0,80	0,90	0,80
Nordea	-0,12	-0,18	-0,02	0,31	1,00	0,64	0,60	1,00
Jyske Bank	0,00	-0,30	0,00	0,70	2,00	1,30	1,10	1,30
Sydbank	0,10	-0,20	-0,70	0,60	1,40	1,70	1,40	2,10
Nykredit Bank	0,00	-0,10	-0,10	0,90	1,50	1,60	0,40	0,50

Anm.: Nedskrivningerne er opgjort på institutniveau i pct. af udlån og garantier før nedskrivninger. Negativ nedskrivningsprocent skyldes tilbageførsler af tidligere hensættelser til tab, som ikke har materialiseret sig i det følgende år.
Kilde: Finanstilsynet.

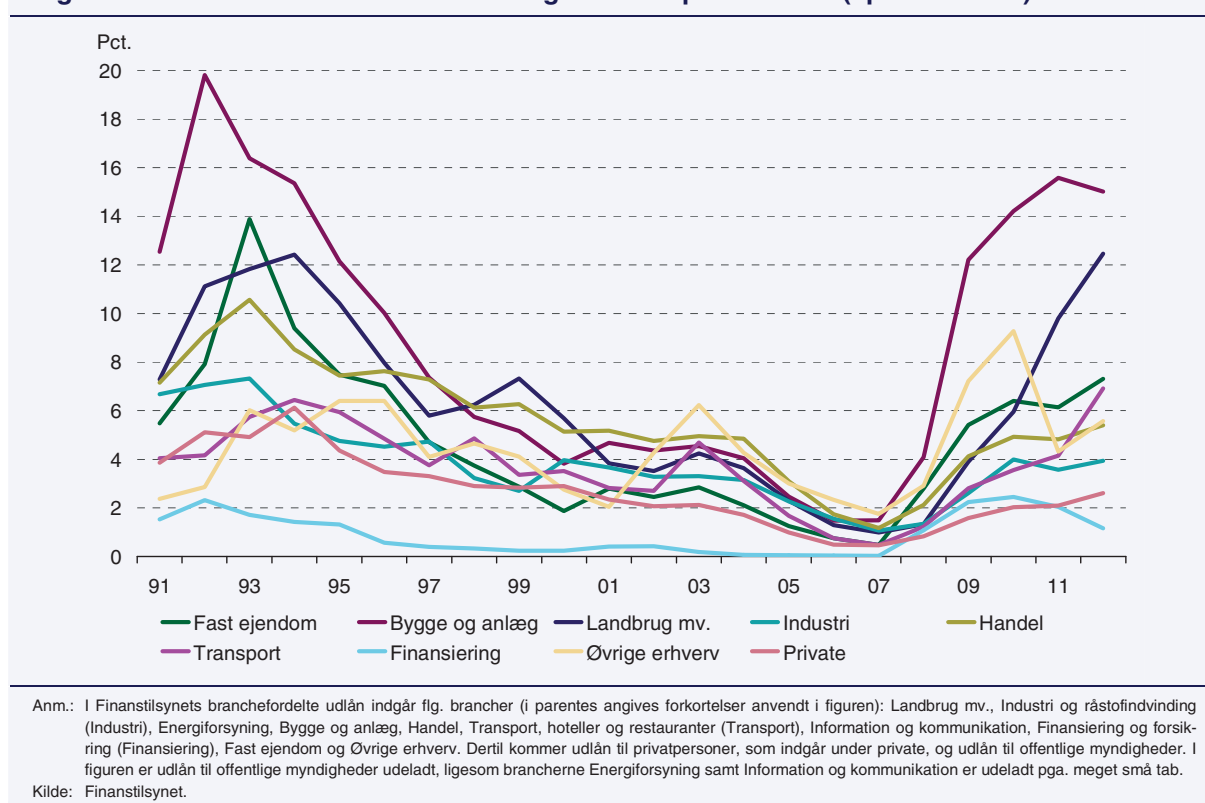
Af de fem største pengeinstitutter har Danske Bank haft de største nedskrivninger absolut set, jf. tabel 10.2. Samlet set har de fem største institutter nedskrevet for godt 90 mia. kr. over perioden 2005 til 2012.

Tabel 10.2 Nedskrivninger i de største pengeinstitutter, 2005-12

Mio. kr.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	I alt
Danske Bank ...	-1.162	-207	251	10.265	21.118	11.390	9.725	9.308	60.688
Nordea	-384	-666	-116	1.457	4.815	3.172	2.380	3.704	14.362
Jyske Bank	18	-323	59	1.021	2.540	1.703	1.451	1.805	8.274
Sydbank	61	-164	-611	620	1.369	1.556	1.195	1.745	5.771
Nykredit Bank	5	-52	-45	772	1.155	1.460	346	523	4.164

Anm.: Nedskrivningerne er opgjort på institutniveau. Negative nedskrivninger skyldes tilbageførsler af tidligere hensættelser til tab, som ikke har materialiseret sig i det følgende år.
Kilde: Finanstilsynet.

De akkumulerede nedskrivninger, der er de samlede nedskrivninger på de udlån, som fortsat indgår på institutternes balancer¹, viser en betydelig spredning mellem brancherne. Pengeinstitutterne havde ved udgangen af 2011 de største samlede akkumulerede nedskrivninger på ejendomsrelaterede engagementer, jf. figur 10.4.

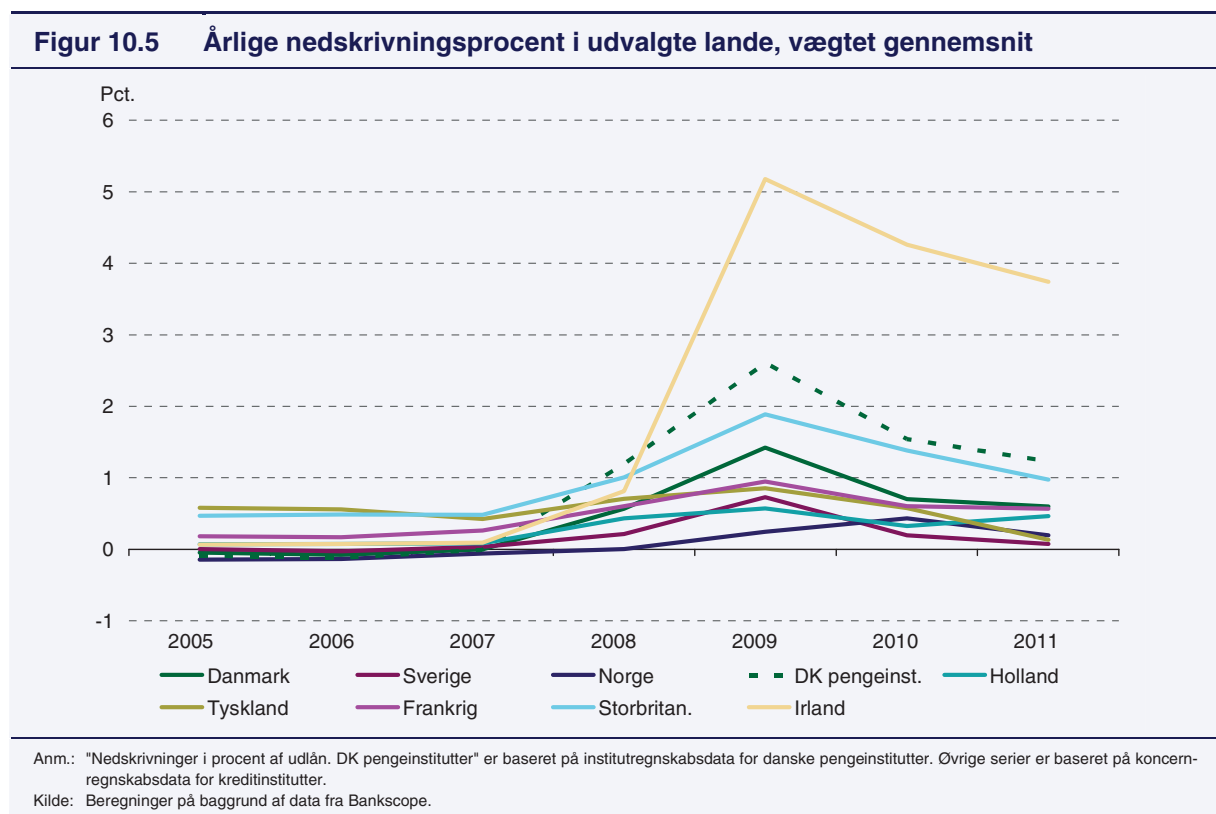
Figur 10.4 Akkumulerede nedskrivninger fordelt på brancher (i pct. af udlån)

Pengeinstitutternes akkumulerede nedskrivninger på lån til byggeprojekter var 30 pct. ved udgangen af 2011. De akkumulerede nedskrivninger på den resterende del af bygge- og anlægsbranchen udgjorde 7,3 pct. og byggeprojekter har i høj grad bidraget til de samlede nedskrivninger, jf. afsnit 11.5.

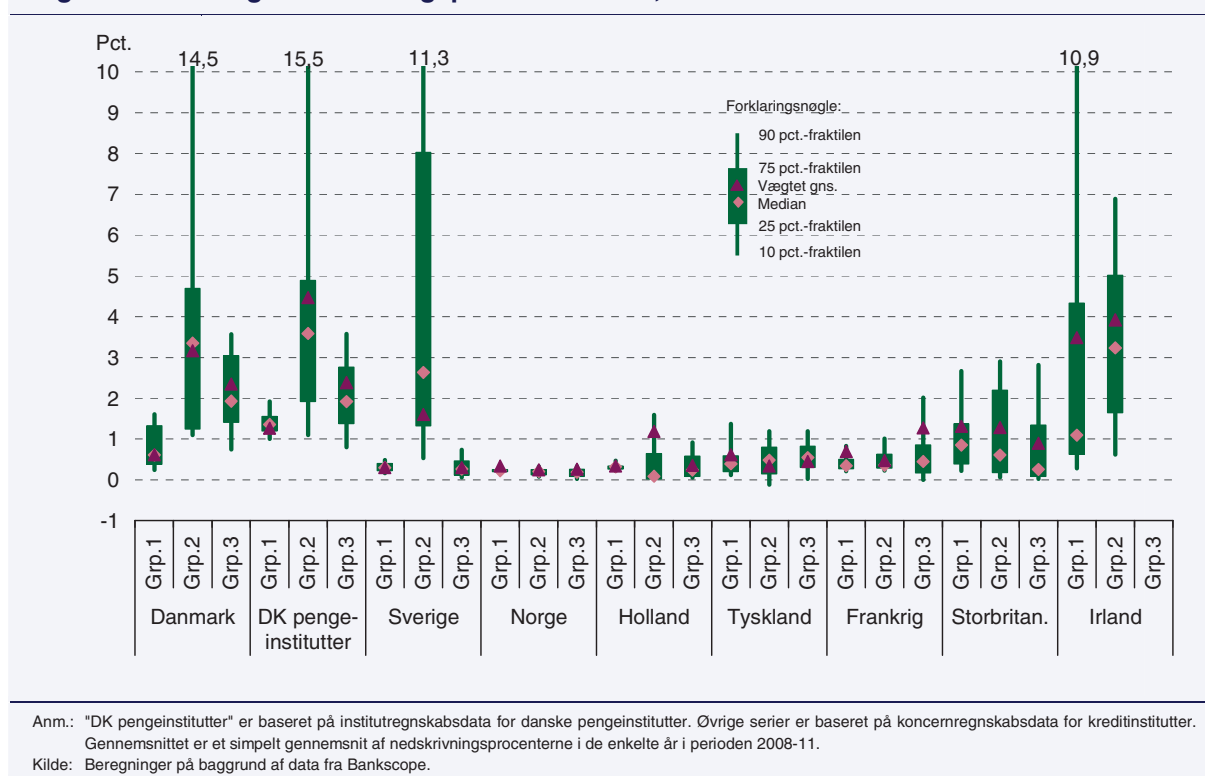
¹ Opgørelsen omfatter både akkumulerede nedskrivninger på udlån og hensættelser til tab på garantier. Garantier føres uden for balancen indtil der hensættes på en garantiforpligtelse, og derefter balanceføres som hensættelser til tab på garantiforpligtelser.

Udover fast ejendom samt bygge og anlæg har de akkumulerede nedskrivninger inden for landbrug været betydelige under finanskrisen, men er indtrådt med en vis forsinkelse i forhold til nedskrivninger i bygge- og anlæg, jf. også afsnit 11.5. Derimod har omfanget af nedskrivninger på husholdninger været begrænset, hvilket må ses i sammenhæng med den relativt lave arbejdsløshed og det lave renteniveau i perioden.

Siden 2009 har nedskrivningerne i danske kreditinstitutter været højere end i de øvrige lande i sammenligningen, bortset fra Irland og Storbritannien, jf. figur 10.5. Ser man på pengeinstitutterne alene er det kun de irske, der ligger højere end de danske med hensyn til den årlige nedskrivningsprocent efter krisens start. Det vægtede gennemsnit for nedskrivninger i danske kreditinstitutter trækkes op af de danske pengeinstitutter, der har haft markant højere nedskrivninger end realkreditinstitutterne. Det skyldes bl.a., at realkreditinstitutternes udlån typisk har en god sikkerhed i fast ejendom i forhold til andre typer udlån. Det har ikke været muligt at foretage en tilsvarende opdeling af udlånet fra institutterne i de øvrige lande.



Spredningen i niveauet for kreditinstitutternes nedskrivninger er også markant større i Danmark end i de øvrige lande i sammenligningen, bortset fra Irland, jf. figur 10.6. Der er således sammenfald mellem landene med de højeste gennemsnitlige nedskrivningsprocenter og landene med den største spredning i nedskrivningerne. Det er udtryk for, at en række kreditinstitutter i disse lande har haft en udlånsportefølje af en markant dårligere kreditkvalitet end gennemsnittet. Kreditinstitutterne i Tyskland, Sverige og Norge har – med enkelte undtagelser, særlig blandt mellemstore svenske institutter – haft væsentlig lavere nedskrivninger, og disse økonomier har samtidig været mindre påvirket af den internationale finanskrisen.

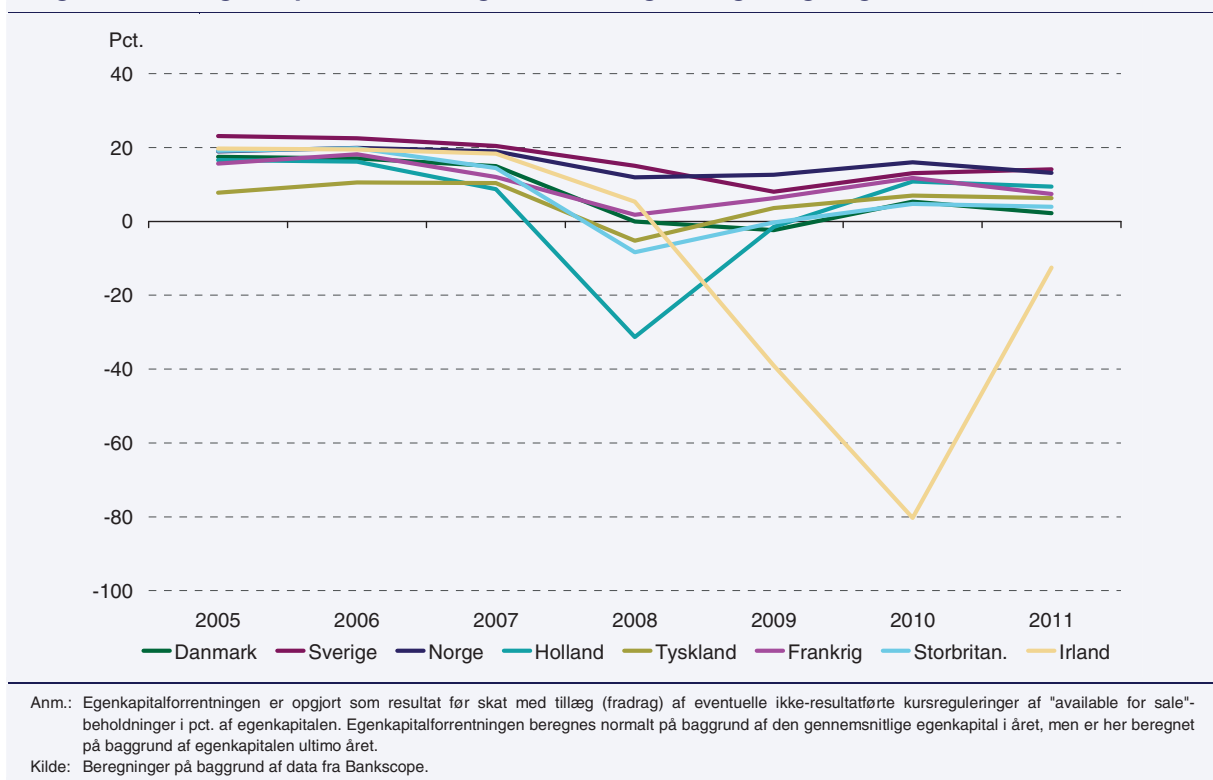
Figur 10.6 Årlig nedskrivningsprocent 2008-11, fraktiler

10.1.3 Egenkapitalforrentning

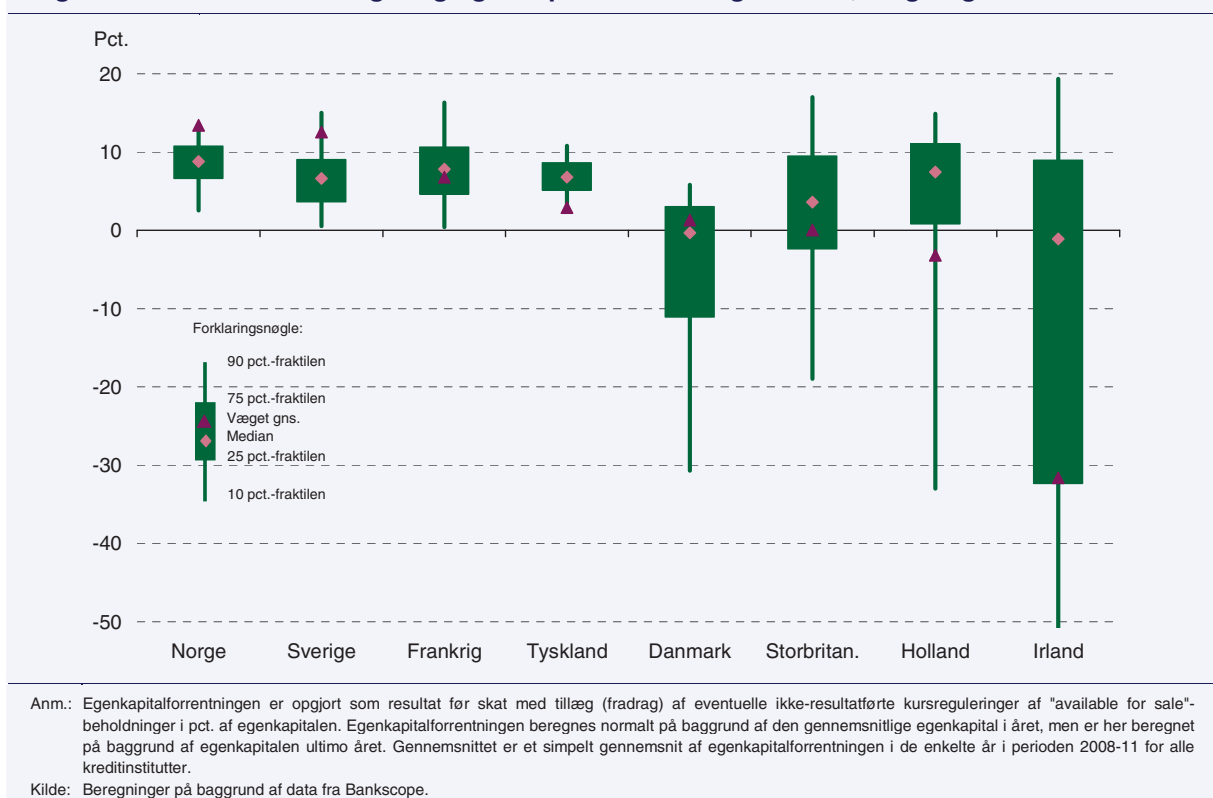
I 2008 var det vægtede gennemsnit for egenkapitalforrentningen i danske kreditinstitutter -1,8 pct., jf. figur 10.7. Det var højere end i landene uden for Norden, mens den gennemsnitlige egenkapitalforrentning forblev positiv i både Norge og Sverige.²

²

I figuren er der korrigeret for visse forskelle i regnskabspraksis på tværs af institutter og lande. Egenkapitalforrentningen er således opgjort som resultatet før skat med tillæg af kursreguleringer af "available for sale"-beholdninger (AFS-beholdninger) i pct. af egenkapitalen. Finansielle aktiver, der klassificeres som "available for sale" værdiansættes i regnskabet til dagsværdi, men den løbende værdiregulering påvirker normalt ikke resultatet, men alene egenkapitalen. Klassifikationen "available for sale" anvendes kun i begrænset omfang af institutterne i de nordiske lande, mens klassifikationen oftere anvendes i andre lande.

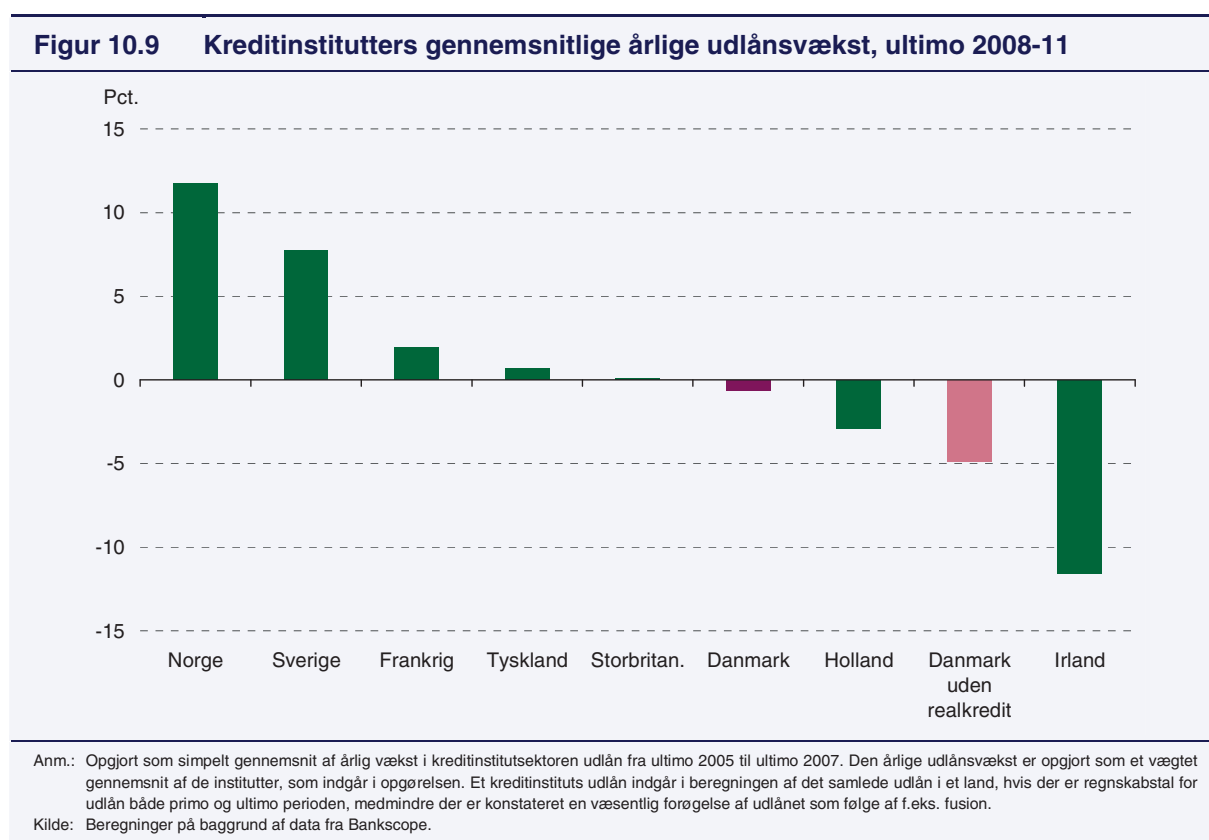
Figur 10.7 Egenkapitalforrentning inkl. kursregulering, vægtet gennemsnit

I perioden fra 2008 til 2011 har omkring halvdelen af de danske kreditinstitutter haft en gennemsnitlig årlig egenkapitalforrentning, der var negativ, jf. figur 10.8. Mange af de mindre og mellemstore danske institutter har haft store underskud, mens de større danske institutter har haft beskedne overskud.

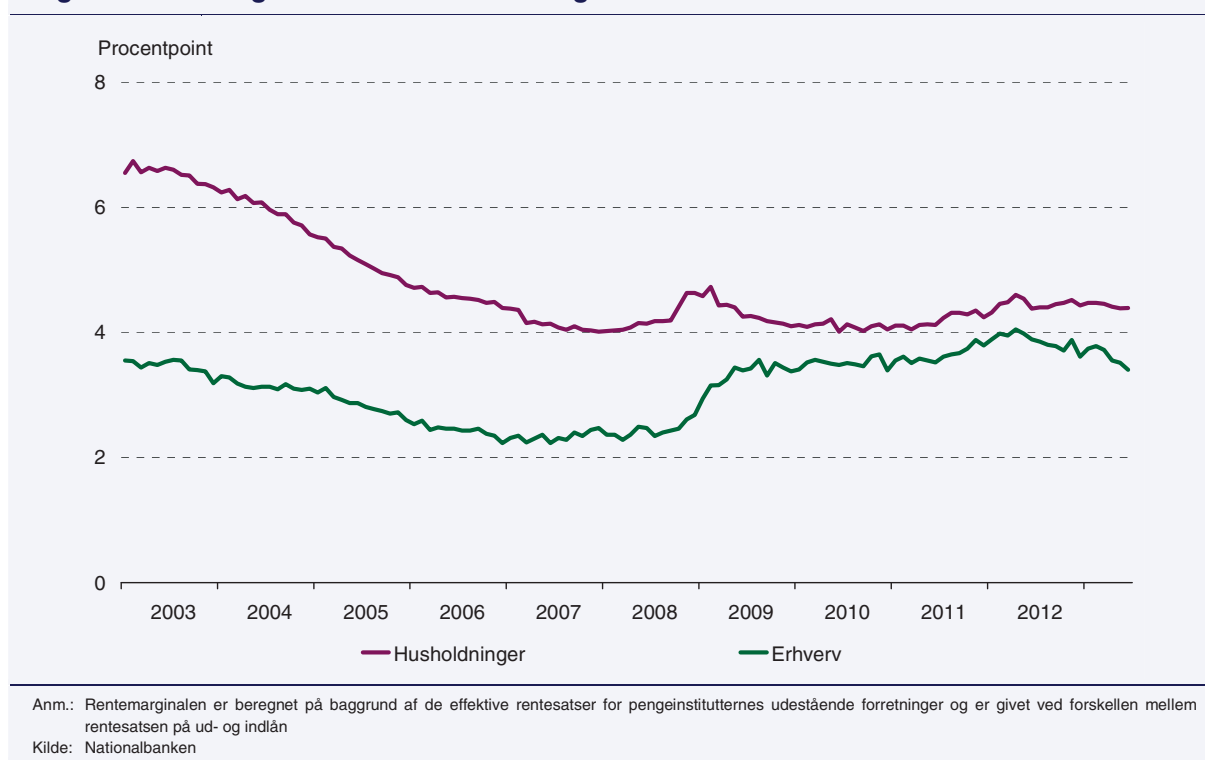
Figur 10.8 Gennemsnitlig årlig egenkapitalforrentning 2008-11, vægtet gennemsnit

Den gennemsnitlige egenkapitalforrentning har i denne periode været lav i Danmark i sammenligning med de øvrige lande. Det er især de mindre danske pengeinstitutter, der har været relativt hårdt ramt. Det vægtede gennemsnit er på niveau med Holland, Tyskland og Storbritannien, mens medianen er lav i Danmark, og som kun er lavere i Irland. Samtidig havde mere end 25 pct. af institutterne i Danmark en egenkapitalforrentning under -10 pct. I sammenligningen er kun Irland hårdere ramt.

Den finansielle krise har generelt medført en afmatning i udlånsvæksten, jf. figur 10.9. Faldet i kreditinstitutternes udlån i Danmark er forholdsvis stort i et internationalt perspektiv. I Irland er det samlede udlån til husholdninger og erhverv faldet med 12 pct. fra ultimo 2009 til 2011. I Danmark er et fald i udlånet fra pengeinstitutterne i høj grad blevet opvejet af en fortsat vækst i udlånet fra realkreditinstitutterne, men den samlede udlånsvækst er stadig forholdsvis lav i en international sammenligning.



Pengeinstitutternes rentemarginal for udlån til erhverv er øget siden efteråret 2008, mens den i al væsentlighed har været uændret for husholdninger, jf. figur 10.10. Det skyldes blandt andet, at det forventede tab er øget samtidig med, at pengeinstitutterne siden krisens start har strammet op i deres kreditpolitik. Herudover afspejler det pengeinstitutternes behov for at øge indtjeningen.

Figur 10.10 Pengeinstitutternes rentemarginaler

10.2 Realkreditinstitutter

Gennem 00'erne ændrede sammensætningen af ydede realkreditlån sig til i højere grad at være variabelt forrentede og afdragsfrie, jf. afsnit 8.2.2. Det betød dels, at låntagerne blev mere rentefølsomme, og dels, at de opbyggede mindre finansielle stødpuder i forhold til de ydede realkreditlån. Samtidig bidrog kraftigt stigende boligpriser til, at den samlede gæld i både penge- og realkreditinstitutter steg væsentligt. Endelig gik finansieringen af de ydede lån fra 2007 fra at ske med traditionelle realkreditobligationer til i stadig højere grad at ske med obligationer med status som særligt dækkede, jf. afsnit 8.2.2. Denne finansiering indebærer, at der skulle stilles supplerende sikkerhed i tilfælde af væsentlige boligprisfald.

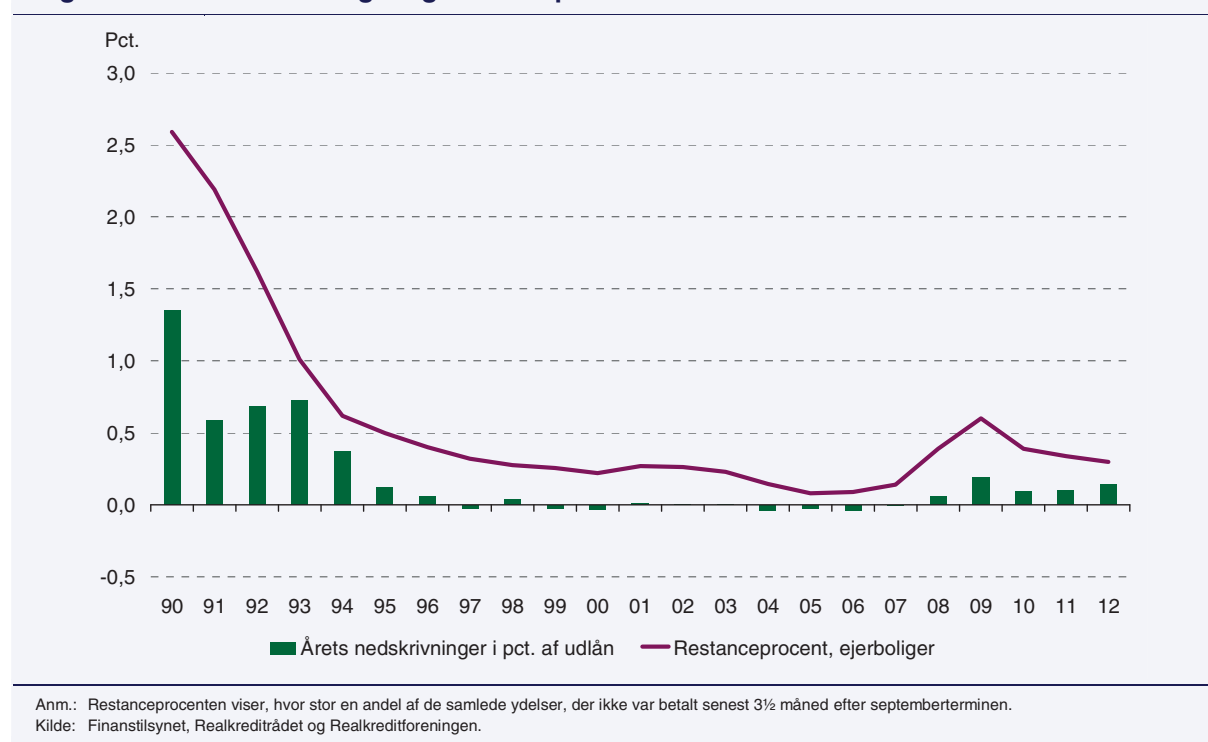
Selvom disse forhold øgede realkreditinstitutternes risici, materialiserede de sig ikke i væsentlig grad under krisen. De udfordringer, som denne krise har ført med sig, har derfor hidtil ikke været mere alvorlige, end at realkreditinstitutterne har formået at håndtere dem. Et enkelt realkreditinstitut havde dog høje nedskrivninger efter krisens udbrud sammenlignet med de øvrige.

Realkreditinstitutternes restanceprocenter og nedskrivninger efter krisens begyndelse har været væsentlig lavere end under den foregående krise i begyndelsen af 90'erne. Nedskrivningerne toppede i 2009 med ca. 0,2 pct. og har således generelt ligget på et niveau, som kunne finansieres med den løbende indtjening fra bidragsbetalinger, jf. figur 10.11. Der har også blandt realkreditinstitutterne været en vis spredning i omfanget af nedskrivninger, jf. tabel 10.3.

Da tilbageslaget efter denne krise har været kraftigere end under krisen i 1990'erne, er det bemærkelsesværdigt, at nedskrivningerne har været lavere under dette kriseforløb. Medvirkende årsager til de relativt lave nedskrivninger er de generelt lave ren-

ter i perioden, muligheden for afdragsfrihed og overvægten på udlån til husholdninger, der pga. den forholdsvis lave arbejdsløshed kun i begrænset i omfang har oplevet indkomstbortfald. Dertil kommer, at realkreditinstitutternes risiko på låntagere op gennem 00'erne er reduceret som følge af, at pengeinstitutterne i stigende grad har stillet tabsgarantier ved formidling af realkreditlån. Derved er en del af risikoen flyttet fra realkreditinstitutterne til pengeinstitutterne.

Figur 10.11 Nedskrivnings- og restanceprocent for realkreditinstitutter



Tabel 10.3 Nedskrivninger i udvalgte realkreditinstitutter, 2005-12

Pct.	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nykredit realkredit	-0,06	-0,07	0,00	0,00	0,22	0,12	0,09	0,17
Totalkredit	0,00	0,00	0,00	0,14	0,12	0,04	0,09	0,10
Realkredit Danmark ...	0,00	0,00	0,00	0,10	0,20	0,10	0,10	0,20
Nordea Kredit	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,03	0,07	0,12
BRF Kredit	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,60	0,20	0,20	0,20

Anm.: Nedskrivninger opgjort på institutniveau i pct. af udlån og garantier før nedskrivninger. Negativ nedskrivningsprocent skyldes tilbageførsler af tidligere hensættelser til tab, som ikke har materialiseret sig i det følgende år. Totalkredit er en del af Nykredit-koncernen.
Kilde: Finanstilsynet.

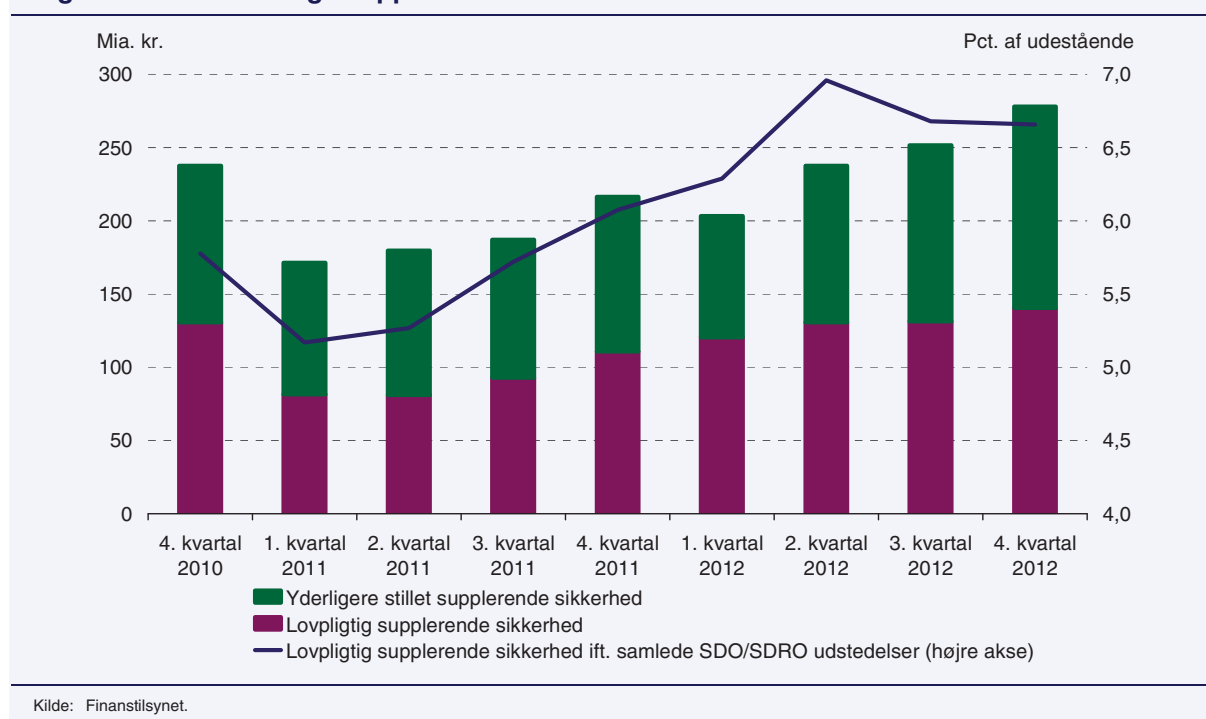
Andelen af realkreditlån, som er finansieret ved udstedelse af særligt dækkede obligationer/særligt dækkede realkreditobligationer (SDO/SDRO), er, siden muligheden blev etableret i 2007, steget til over 70 pct. Faldet i ejendomspriserne i samme periode har betydet, at realkreditinstitutterne har været lovmæssigt forpligtede til at stille en betydelig supplerende sikkerhed, jf. figur 10.12. Realkreditinstitutterne har til det formål fået adgang til at udstede en særlig type seniorgæld (JCB, Junior Covered Bonds) med sekundær fortrinsstilling til sikkerhederne bag de udstedte obligationer.

Denne mulighed indebærer, at instituttet skal genplacere provenuet fra udstedte JCB i sikre aktiver. Forskellen på finansieringsrenten og genplaceringsrenten indebærer en løbende udgift for institutterne. Udgiften for det enkelte institut afhænger desuden af det samlede behov for at stille supplerende sikkerhed ved udstedelse af JCB.

Da betydelige ejendomsprisfald kan være sammenfaldende med, at realkreditinstitutterne er pressede, og at der er uro på de finansielle markeder, kan der opstå en situation, hvor det ikke er muligt for instituttet at udstede JCB og dermed opfylde sin forpligtelse til at stille supplerende sikkerhed. For at reducere disse risici har Nykredit Realkredit i 2012 valgt at indføre tolagsbelåning, hvorved lån op til 75 pct. af lånegrænsen for realkreditlån finansieres ved udstedelse af obligationer med status som særligt dækkede, mens den øvrige del finansieres ved udstedelse af traditionelle realkreditobligationer. Det betyder, at ejendomsprisfald op til 25 pct. af lånegrænsen på tidspunktet for optagelsen af lånet – alt andet lige – ikke indebærer lovgivningsmæssigt krav om behov for at stille supplerende sikkerhed. Ratingbureauer kan dog stille krav herom, som instituttet føler sig forpligtet til at følge for at opretholde "ratingen" (kreditvurderingen).

Alle institutter har under krisen kunnet opfylde deres forpligtelse til at stille supplerende sikkerhed, men har i mindre grad været påvirket af omkostningerne ved at rejse supplerende sikkerhed ved udstedelse af JCB.

Figur 10.12 Udvikling i supplerende sikkerhedsstillelse



Den store udbredelse af variabelt forrentede lån har medført et betydeligt refinansieringsbehov for realkreditinstitutterne. En stor del af refinansieringen af rentetilpasningsobligationerne var samtidig koncentreret i årlige auktioner i december, der indebærer en særlig risiko for, at usædvanlige markedsforhold kunne påvirke auktionerne. I slutningen af 2008, da uroen på de finansielle markeder var på sit højeste, var der betydelig usikkerhed om, hvordan refinansieringen af variabelt forrentede lån ville forløbe. Auktionerne blev dog gennemført planmæssigt. Enkelte institutter købte dog

betydelige mængder af egne obligationer og belånte dem i Nationalbanken, jf. afsnit 9.4.

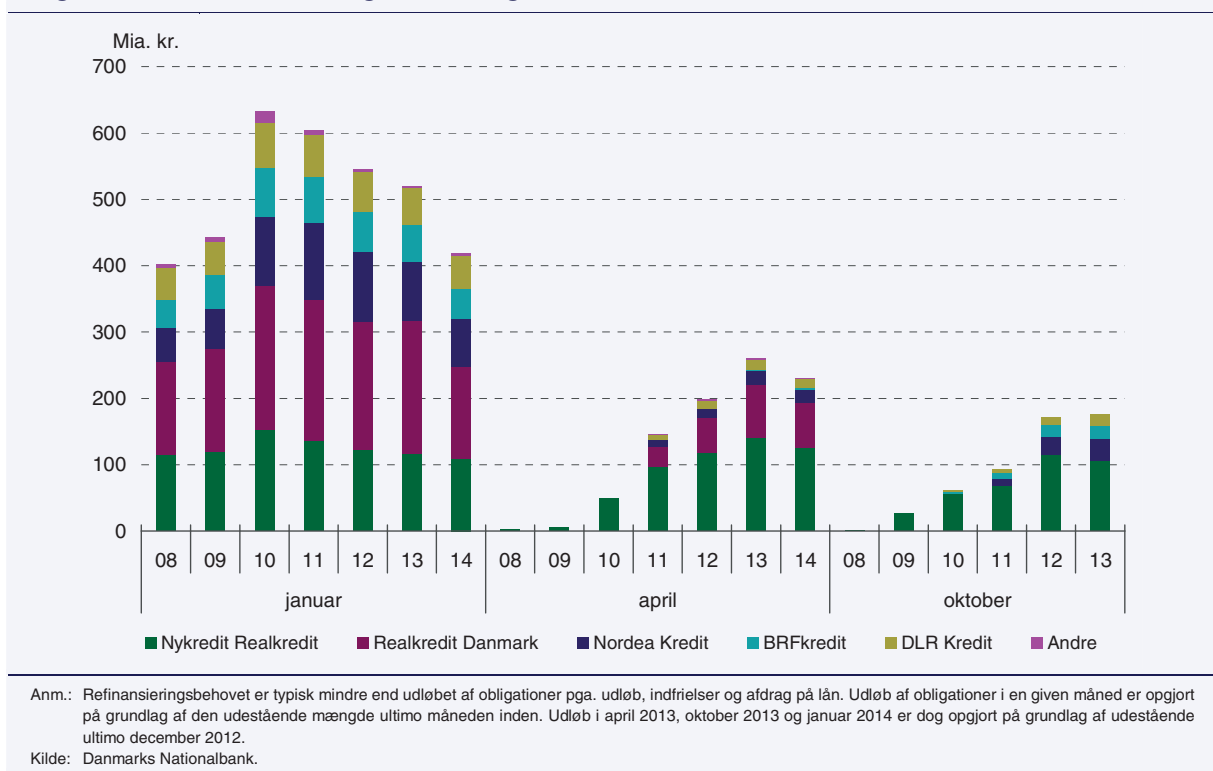
Selvom salget af obligationer bag variabelt forrentede lån omkring årsskiftet 2008/09 forløb planmæssigt, var erfaringen fra den finansielle krise, at markedsforholdene hurtigt kan ændre sig, og at markeder i værste fald helt kan forsvinde. Det indebærer risici for både låntagerne og for instituttet.

Den rente, som obligationen sælges til, overvæltes direkte på låntageren pga. den direkte sammenhæng mellem de ydede lån og de udstedte obligationer. Det er derfor i første omgang låntagerne, der bærer risikoen hvis markedsforholdene forværres og renten derved bliver høj. Hvis låntagerne bliver ude af stand til at servicere lånet, overgår risikoen imidlertid til realkreditinstituttet. Overtager instituttet mange lån til en høj rente med sikkerheder, som er faldet i værdi, kan det medføre væsentlige nedskrivninger.

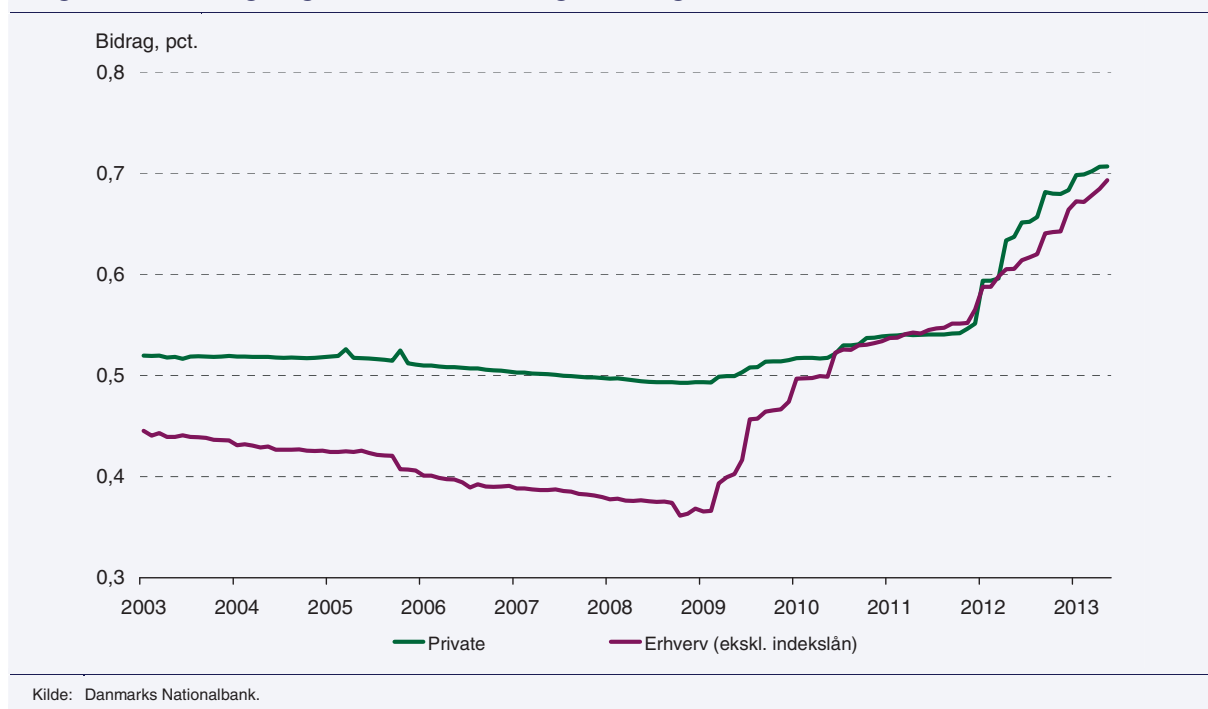
Instituttet bærer ligeledes risikoen for, at markedet helt forsvinder, og de variabelt forrentede lån kan derfor ikke refinansieres. I så fald kan instituttet ikke umiddelbart honorere kravet fra ejere af obligationer, som udløber. Usikkerhed har stor betydning for aktørerne på de finansielle markeder, og selv en beskeden sandsynlighed for at ikke alle krav honoreres rettidigt kan have stor betydning for opretholdelsen af et marked. Blandt andet derfor kan skiftet fra et velfungerende marked til et ikke-eksisterende marked ske hurtigt.

I yderste konsekvens kan refinansieringsrisikoen indebære, at en krise på de finansielle markeder fører til solvensproblemer eller akutte likviditetsproblemer i et realkreditinstitut. Hvis realkreditlånene blev finansieret med obligationer med samme løbetid som lånene – f.eks. traditionelle 30-årige obligationer – ville denne risiko ikke være til stede. Langt de fleste kreditinstitutter påtager sig imidlertid i et vist omfang likviditetsrisiko som led i løbetidstransformation. Det er dog vigtigt, at den refinansieringsrisiko, som realkreditinstitutterne påtager sig, har et omfang, som ikke i sig selv udgør en trussel mod den finansielle stabilitet.

Udbredelsen af variabelt forrentede lån har øget refinansieringsrisikoen i realkreditsektoren. I erkendelse af en betydelig koncentration i refinansieringsbehovet omkring årsskiftet har realkreditinstitutterne siden 2008 arbejdet på en mere jævn fordeling af refinansieringsbehovet over året, jf. figur 10.13. Spredningen fjerner ikke refinansieringsrisikoen, men reducerer sandsynligheden for, at korterevarende uro på de finansielle markeder medfører finansiell ustabilitet.

Figur 10.13 Udløb af obligationer bag variabelt forrentede lån

Realkreditinstitutterne har hævet bidragssatserne på realkreditlån efter krisen, jf. figur 10.14. Bidragsforøgelserne skyldes formentlig både ændret tabsrisiko på kunderne som følge af konjunkturskiftet, stigende krav til supplerende sikkerhed, udsigt til generelt skærpede regulatoriske kapital- og likviditetskrav og ratingbureauernes øgede fokus på refinansieringsrisiko og deraf følgende krav til overkollateralisering (sikkerhed udover det lovpligtige) for at opretholde en given rating. Samtidig er bidragssatserne i højere grad differentierede, så der betales en højere bidragssats ved høje belåningsniveauer, brug af variabelt forrentede lån og brug af afdragsfrihed. Det tilskynder låntagerne til at vælge låntyper, som indebærer en mindre risiko for dem selv og for instituttet, hvilket bidrager til at gøre realkreditinstitutterne mere robuste. Forøgelsen af bidragssatserne efter udbruddet af krisen har dog haft en uønsket mæssig konjunkturmedløbende effekt.

Figur 10.14 Vægtet gennemsnit af bidragsbetalinger til realkreditinstitutter

11. Danske nødlidende pengeinstitutter

I dette kapitel kortlægges de pengeinstitutter, som blev nødlidende efter finanskrisens begyndelse. I alt 62 pengeinstitutter er ophørt fra 2008 og frem til august 2013. Heraf er 19 institutter ophørt efter kapitalkrav fra Finanstilsynet, idet de ikke kunne rejse den krævede kapital. Af disse er 12 institutter overført til Finansiell Stabilitet A/S, der blev oprettet i forbindelse med Bankpakke I med henblik på at afvikle nødlidende pengeinstitutter, jf. kapitel 12. For de øvrige syv institutter er der fundet løsninger udenom Finansiell Stabilitet A/S. For en stor del af de øvrige 43 ophørte institutter har deres forretningsmodeller formodentlig været uholdbare på kortere eller længere sigt. Blandt disse institutter er dog også 19 små (gruppe 4) institutter og fem institutter, som afgav deres licens i forbindelse med koncerninterne transaktioner.

Det var især høj udlånsvækst, eksponering mod ejendomsbranchen, store engagementer og indlånsunderskud, der gjorde institutterne sårbare. Resultaterne af en ny økonometrisk analyse af de faktorer, som kan medføre, at et pengeinstitut bliver nødlidende, beskrives ligeledes. Analysen bekræfter overordnet set, at de ovennævnte faktorer havde signifikant betydning for, at institutterne blev nødlidende.

Endelig beskrives en række forhold omkring børsnoterede pengeinstitutters corporate governance, herunder ejerstrukturen, incitamentsafklønning, fratrædelsesordninger, bestyrelsessammensætning og opfyldelse af anbefalinger vedrørende god selskabsledelse. På alle områder findes der forhold, som i nogen grad kan bidrage til at forklare, hvorfor en række pengeinstitutter i perioden op til den finansielle krise påtog sig betydelige risici.

Boks 11.1 Sammenfatning

1. Fra begyndelsen af 2008 og frem til august 2013 ophørte i alt 62 pengeinstitutter, hvoraf i alt 19 institutter ophørte efter kapitalkrav fra Finanstilsynet. De ophørte institutter var hovedsagligt små. Det største institut var Roskilde Bank, med en andel af sektorens balance på 0,8 pct. De 19 nødlidende institutters andel af sektorens samlede balance var ca. 4,5 pct., mens andelen for de 62 ophørte institutter var 6,6 pct.
2. De institutter, som blev nødlidende under krisen, var typisk kendetegnet ved høj udlåns-vækst, ofte med en høj funding ratio til følge, store ejendomseksponeringer og en høj andel af store engagementer, som ofte ikke blev tilstrækkeligt styret. Eksempelvis øgede de i gennemsnit deres udlån med over 40 pct. i årene 2005 og 2006, hvilket skal ses i lyset af en generel udlånsvækst i sektoren på ca. 25 pct. i årene 2005 og 2006. Der var også en tendens til, at institutterne i årene op til krisen reducerede deres egentlige kernekapital (målt i forhold til de risikovægtede aktiver), så deres modstandsdygtighed blev reduceret.
3. En økonometrisk model af danske pengeinstitutters sandsynlighed for at blive nødlidende bekræfter, at de nævnte faktorer i høj grad er relevante for, om et institut bliver nødlidende. Tilsynsdiamanten, som bl.a. er udarbejdet på baggrund af erfaringerne fra krisen, og som fremadrettet bruges som pejlemærke for hensigtsmæssige forretningsmodeller, inddrager alle disse forhold undtagen kapitaloverdækningen.
4. De nødlidende pengeinstitutter har haft forskellig eksponering, men de har, set under et, haft væsentlige nedskrivninger på ejendomsengagementer, herunder engagementer som involverede pantebreve og landbrugsengagementer.
5. Udlånet til ejendomsbranchen fra institutter i gruppe 2 og 3 blev seksdoblet i 00'erne frem mod krisen, og udlånet til ejendomsbranchen fra disse (forholdsvis små) institutter oversteg udlånet fra gruppe 1-institutter med næsten 70 pct. i 2007. Særligt de sidste år op til krisen blev der etableret mange nye ejendomsselskaber, og gearingen i de selskaber var højere end den havde været hidtil. Da ejendomspriserne begyndte at falde, gik mange ejendomsselskaber konkurs.
6. En mindre gruppe ejendomsspekulanter handlede indbyrdes ejendomme til stadig højere priser, som kom til at ligge langt over markedsprisen. I forbindelse med handlerne blev der udstedt pantebreve, som blev belånt i særligt mindre og mellemstore pengeinstitutter. Provenuet blev brugt til servicering af gæld, udbetaling på nye ejendomshandler og til at finansiere de involverede ejendomsspekulanter forbrug. Da ejendomsmarkedet vendte, stoppede finansieringsmulighederne, og pengeinstitutterne realiserede store tab.
7. En begrænset personkreds (17 personer) er gennem forskellige selskaber (ca. 1.700 selskaber) blevet bevilget en ganske betydelig andel af de samlede udlån i de pengeinstitutter, som siden er overtaget af Finansiell Stabilitet A/S. Der har været tale om store engagementer, der efterfølgende har medført forholdsvis store nedskrivninger, særligt indenfor fast ejendom og ejendomsudvikling.
8. Stigende jordpriser og øget långivning til landbruget karakteriserede 00'erne. Landbrugets gæld i forhold til den gennemsnitlige bruttofaktorindkomst for 2000-11 steg fra 7 til 15. Antallet af tvangsauktioner og pengeinstitutternes nedskrivninger på landbrug har været stigende i 2009-11, og er således kommet senere end i andre brancher. Finansieringen med schweizerlån steg gennem 00'erne frem til 2009, hvor lån for 35 mia. kr. var finansieret på denne måde. Landbrugets akkumulerede tab ved denne form for lån var ved udgangen af 2010 på godt 10 mia. kr. Til sammenligning udgjorde de samlede udlån fra pengeinstitutter til landbrug på det tidspunkt ca. 60 mia. kr.
9. Corporate governance i en del af de børsnoterede pengeinstitutter har været præget af, at aktionærernes reelle indflydelse har været begrænset, bl.a. som følge af ejer- og stemme-retsbegrænsninger, og at bestyrelsernes kompetencer har været utilstrækkelige til at kontrollere bankens ledelse. Det har givet bankdirektøren en betydelig magt. Disse forhold har medvirket til, at der i visse pengeinstitutter blev indført incitamentsaflønning og fratrædelsesordninger, som kan have forstærket visse bankdirektørers tilbøjelighed til at forfølge en kortsigtet og risikobetonet bankdrift.

10. En stor del af de nødlidende institutter udviste ligeledes dårlig kredithåndværk og corporate governance-strukturer.
11. Erfaringerne fra de nødlidende institutter har vist, at revisorerne i varierende grad har udvist manglende professionel skepsis og afsløret manglende revisorkompetencer, særligt i forhold til udlånsområdet.

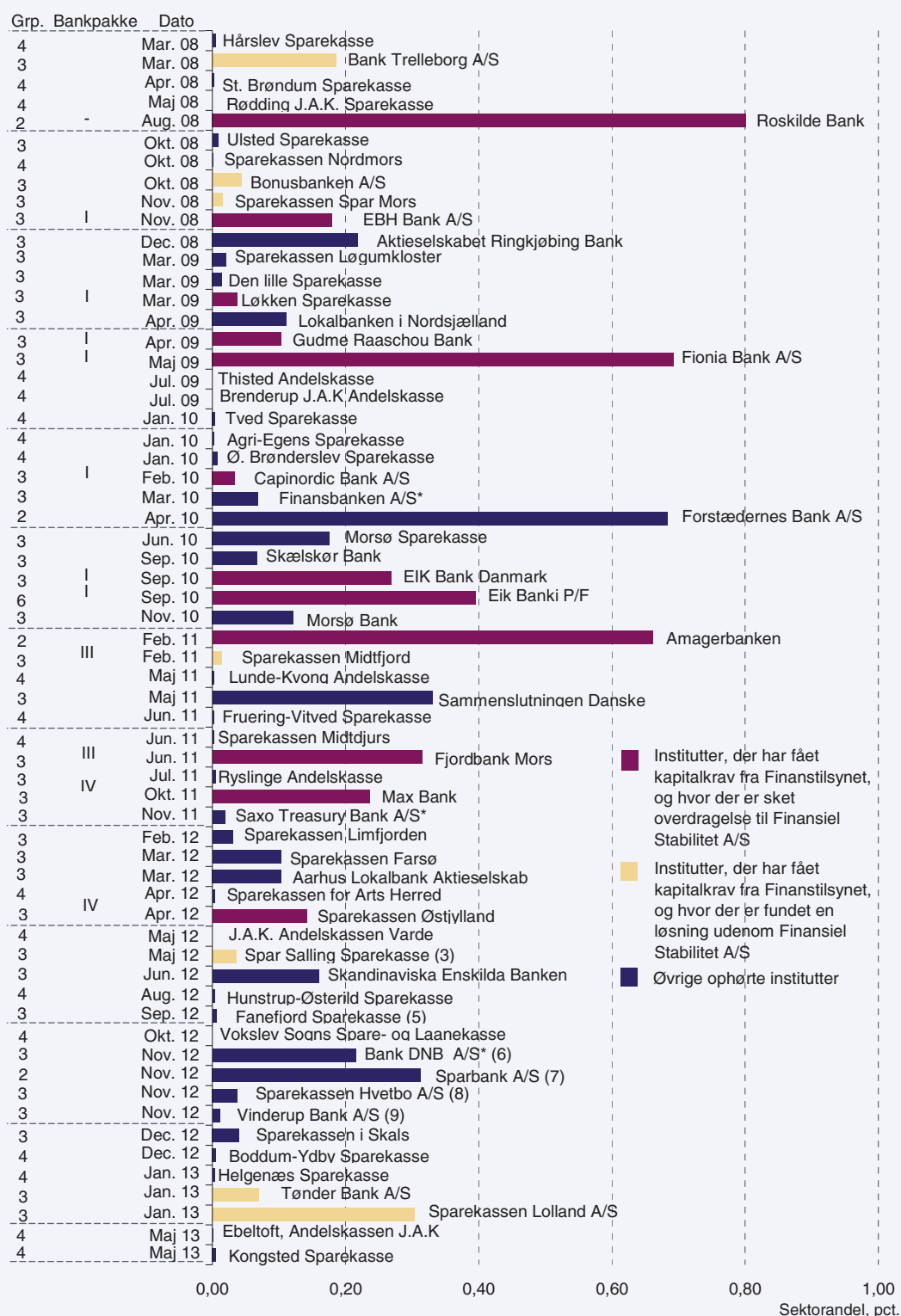
11.1 Indledning om de nødlidende institutter

De pengeinstitutter, der siden begyndelsen af 2008 er blevet nødlidende, er kendetegnet ved bl.a. en større vækst i kreditgivningen (på bekostning af kreditkvaliteten), optimistiske vurderinger af kreditrisici (især i forhold til ejendomseksponeringen) og utilstrækkelig styring af store engagementer. Det samme mønster er set under tidligere kriser, jf. kapitel 13.

De pengeinstitutter, som er overført til Finansiell Stabilitet A/S, har haft højere vækst i kreditgivningen, større koncentration af store lån og på ejendomsrelaterede engagementer og har opbygget et større underskud af stabil finansiering end de øvrige institutter i sektoren.

19 – overvejende mindre – institutter ophørte fra begyndelsen af 2008 og frem til august 2013 efter kapitalkrav fra Finanstilsynet, jf. figur 11.1. De udgjorde tilsammen en beskedent andel, ca. 4,5 pct., af sektorens balance. Roskilde Bank, der var det største blandt disse institutter, udgjorde ca. 0,80 pct. af sektorens balance. De øvrige ophørte institutter (fraregnet ophør ved koncerninterne transaktioner) udgjorde 2,1 pct. af sektorens balance.

Figur 11.1 Ophørte pengeinstitutter, 2008 – august 2013



Anm.: Sektorandelene er opgjort kvartalet før annonceringen på grundlag af det enkelte instituts balance i forhold til den samlede sektors balance. Ophørstidspunktet er opgjort efter indlevering af banklicensen. Dette tidspunkt kan ligge efter en evt. fusion. Markering med stjerne (*) angiver, at der er tale om en koncernintern transaktion. Der er ikke data for Cantobank A/S og Sparekassen Faaborg A/S i figuren, da institutterne ikke er ophørt. Derimod er institutternes ejerforhold ændret i 2013. I marts 2013 overtog Finansiel Stabilitet A/S Cantobank A/S med baggrund i at Finansiel Stabilitet A/S overtog et udlån fra det tidligere Eik Bank A/S, der var ydet til Porteføljinvest med sikkerhed i den fulde aktiekapital i Cantobank. Eik Bank A/S blev overdraget til afvikling i Finansiel Stabilitet i september 2010. Porteføljinvest blev taget under konkursbehandling i januar 2012. Konkursboet har forsøgt at sælge aktierne i Cantobank, men det har ikke været muligt at opnå en tilfredsstillende løsning. For Cantobank A/S vedkommende var der således ikke tale om, at Finansiel Stabilitet A/S overtog en nødlidende bank efter en statslig bankpakke. I slutningen af juni 2013 købte PFA banken fra Finansiel Stabilitet A/S. I august 2013 meddelte Sparekassen Sjælland, at Sparekassen Faaborg A/S fremover bliver drevet som et datterselskab i Sparekassen Sjælland. Begge institutter fortsætter efter ændringen i ejerforholdene, dvs. ændringen i ejerforholdene medfører ikke fusion af de to institutter.

Kilde: Finanstilsynet.

11.2 Karakteristik af de nødlidende pengeinstitutter

Forholdene i Roskilde Bank, Løkken Sparekasse og Amagerbanken illustrerer de faktorer, der generelt var afgørende for, at pengeinstitutter blev nødlidende. Det beskrives i dette afsnit, hvordan disse tre institutter havde en voldsom udlånsvækst, store engagementer, stor ejendomskoncentration i deres udlån og en tvivlsom kreditstyring.

I afsnit 1.3 kortlægges de væsentligste fælles karakteristika for alle de nødlidende institutter. I afsnit 1.4 opstilles en økonometrisk model, som bekræfter den systematiske tendens til, at netop disse faktorer har været afgørende for, om et institut blev nødlidende. I afsnit 1.5 kortlægges en række udvalgte tabsgivende engagementstyper, mens afsnit 1.6 omhandler pengeinstitutternes corporate governance.

11.2.1 Case 1: Roskilde Bank

I august 2008 gik Roskilde Bank konkurs, og konkursboets aktiviteter blev overdraget til Bankaktieselskabet af 24. august 2008, som i anledningen deraf blev stiftet af Danmarks Nationalbank og Det Private Beredskab. Betydelige og hastigt forværrede engagementer i ejendomssektoren var den primære årsag til, at Roskilde Bank ultimo august ikke havde mulighed for at opfylde solvenskravet.

Roskilde Bank var i årene inden dens konkurs kendetegnet ved en voldsom vækst, jf. tabel 11.1. Denne vækst var samtidig betydelig højere end væksten i andre, i øvrigt hurtigvoksende, pengeinstitutter af tilsvarende størrelse, og Roskilde Bank afveg generelt på flere områder væsentligt fra gennemsnittet i sektoren. Den voldsomme vækst var sammenfaldende med en betydelig satsning og eksponering i ejendomssektoren samt et voksende indlånsunderskud. Denne vækststrategi kombineret med en lav kapitaloverdækning og høj risikoprofil betød, at banken stod meget svagt allerede ved første krisetegn.

Tabel 11.1 Nøgletal for Roskilde Bank

	2003	2004	2005	2006	2007
Udlån i mio. kr.	7.028	9.750	14.974	23.765	32.551
Udlånsvækst, pct.	12,6	38,7	54,4	58,7	37,0
Likviditetsoverdækning, pct.	105,7	59,9	29,2	46,3	69,3
Store engagementer, pct. af basiskapital ..	213,0	280,1	350,2	186,6	186,4
Ejendomskoncentration, pct. af udlån	18,5	28,3	31,3	34,2	35,6
Udlån/indlån	1,4	1,5	1,6	1,9	1,9
Egenkapitalforrentning før skat	28,7	25,5	42,8	33,0	12,3
Solvensprocent	12,8	11,7	11,5	12,8	11,9

Anm.: På grund af databrud i 2005 er ejendomskoncentrationen i 2005 udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006.
Kilde: Finanstilsynet.

I Finanstilsynets § 352a-redegørelse¹ bliver der redegjort nærmere for forløbet op til at banken blev nødlidende, og der omtales bl.a. en række forhold vedrørende bankens kreditorganisation og -styring. I redegørelsen rettes opmærksomheden blandt andet på, at *"(...) bankens ledelse ikke forholdte sig til den ønskede størrelse af engagementer med højrisiko debitorer"*, og at store engagementer *"(...) kun sjældent blev forelagt bestyrelsen, inden de blev bevilget"*. Endvidere benyttede banken *"(...) utilstrækkelige ressourcer til udarbejdelse af risikovurderinger af bevillinger, (...) også i brancher, hvor bankens eksponering var kraftigst"*. Finanstilsynet vurderer, at overstående forhold var medvirkende til, at Roskilde Bank tiltrak mange nye, dårlige kunder, og, at kunderne var meget koncentrerede indenfor sårbare segmenter. Forholdene i og omkring Roskilde Bank og dens ledelse er også beskrevet i en række andre sammenhænge.

Finansiel Stabilitet A/S vurderede i en meddelelse af 4. februar 2011, at *"såfremt tabet på Roskilde Bank blev opgjort efter tilsvarende principper som det afsluttende regnskab for Bankpakken, ville statens tabsgaranti vedrørende Roskilde Bank skønsmæssigt kunne opgøres til 10,5 mia. kr. pr. 30. september 2010."* I tillæg hertil mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

11.2.2 Case 2: Løkken sparekasse

Den 1. marts 2009 indgik Løkken Sparekasse en rammeaftale med Finansiel Stabilitet A/S og ophørte med at fungere som selvstændigt pengeinstitut. I årene forinden havde sparekassen haft en meget høj udlånsvækst, hovedsageligt opnået ved en kraftig forøgelse af sparekassens erhvervsudlån, i særdeleshed til ejendomssektoren. Disse forhold bevirkede, at sparekassen blev særdeles hårdt ramt, da konjunkturerne vendte og ejendomsmarkedet stagnerede med store nedskrivninger og tab til følge. I februar 2009 meddelte sparekassen, at den ikke længere opfyldte solvenskravene.

Indtil 2006 var Løkken Sparekasse en lokal sparekasse, hvis primære forrentningsgrundlag var at servicere kunder i og omkring Løkken. Fra 2005-06 indførte ledelsen en mere risikobetonet strategi for udlån, som resulterede i, at sparekassens indlånsoverskud (udlån/indlån < 1) blev vendt til et underskud i løbet af få år, jf. tabel 11.2. Således havde Løkken Sparekasse i perioden 2003 til 2007 næsten dobbelt så høj udlånsvækst som den øvrige sektor. Den høje udlånsvækst, kombineret med en moderat indlånsvækst var en hovedårsag til, at sparekassens likviditetsmæssige situation udviklede sig til at blive meget kritisk gennem 2007 og i begyndelsen af 2008.

¹ I FIL § 352a står der, at i tilfælde, hvor en finansiel virksomhed er erklæret konkurs, størstedelen af den finansielle virksomheds drift er ophørt eller overdraget, udarbejder Finanstilsynet en redegørelse for årsagerne hertil, hvis Finansiel Stabilitet A/S har medvirket ved overdragelsen af virksomheden, staten har lidt tab på kapital indskudt i virksomheden eller på ejerbeviser, som staten har erhvervet som led i konverteringen af sådan kapital eller staten i øvrigt har ydet garanti eller stillet midler til rådighed for virksomheden, dens kreditorer eller en erhverver af hele eller dele af virksomheden. Redegørelsen skal beskrive Finanstilsynets rolle under forløbet op til konkursen mv., og Finanstilsynet skal offentliggøre redegørelsen.

Tabel 11.2 Nøgletal for Løkken Sparekasse

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Udlån i mio. kr.	389	475	686	1.135	1.510	1.475
Udlånsvækst, pct.	14,3	22,2	44,1	65,3	33,1	-2,3
Likviditetsoverdækning, pct.	302,1	313,9	166,9	8,9	8,7	36,4
Store engagementer, pct. af basiskapital	11,9	72,5	144,2	256,3	128,6	219,2
Ejendomskoncentration, pct. af udlån	7,6	9,2	14,7	20,2	28,3	34,4
Udlån/indlån	0,6	0,6	0,6	1,1	1,3	1,0
Egenkapitalforrentning før skat	7,1	3,8	19,8	15,2	9,9	-
Solvensprocent	18,6	16,3	14,3	14,9	17,1	-

Anm.: På grund af databrud i 2005 er ejendomskoncentrationen i 2005 udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006. "-" betyder, at de indberettede data ikke er korrekte.
Kilde: Finanstilsynet.

Af Finanstilsynets § 352a-redegørelse fremgår det, at en stor del af sparekassens "(...) høje udlånsvækst skyldtes stigende engagement og eksponering overfor ejendomssektoren, hvoraf en betydelig del var komplekse ejendomsengagementer udenfor nærområdet. Der var især tale om ejendomsrelaterede udlån til storentreprenører, ejendomsdevelopere, pantebrevsselskaber samt andre spekulative ejendomsinteresser. Disse kunders økonomiske styrke forringedes kraftigt i løbet af 2008, hvor konjunkturerne vendte, og ejendomsmarkedet stagnerede, hvilket i sidste ende medførte, at en stor del af disse kunder gik konkurs".

Sparekassen havde samtidig "(...) en meget svag kreditstyring", karakteriseret ved "(...) manglende indhentning af oplysninger" og "(...) utilstrækkelig vurdering af kundernes økonomiske styrke, inden lån blev bevilget". Kombination af ekspansiv kreditgivning og utilstrækkelig kreditstyring bevirkede, ifølge redegørelsen, at "(...) sparekassens største udlån var væsentlig ringere og større end i sammenlignelige institutter".

Finansiell Stabilitet A/S vurderede i en meddelelse af 4. februar 2011, at det samlede tab for Bankpakke I vedrørende statens tabsgaranti til dækning af simple kreditorer i EBH Bank (inkl. Løkken Sparekasse) pr. 30. september 2010 skønnedes at være 5,1 mia. kr. Tabets størrelse var substantielt i begge institutter, men kan ikke splittes op og henføres til hhv. EBH Bank og Løkken Sparekasse; tabet var dog sandsynligvis størst i EBH. I tillæg hertil mistede garanter og efterstillede kreditorer deres penge.

11.2.3 Case 3: Amagerbanken

Den 6. februar 2011 oplyste Amagerbankens ledelse, at banken ville indgive konkursbegæring og overdrage aktiviteterne til Finansiell Stabilitet A/S. Nye og betydelige forværringer i en række af Amagerbankens store engagementer var den afgørende årsag til, at banken ikke kunne opfylde solvenskravet. Banken havde været presset gennem længere tid, blandt andet som følge af omslaget i ejendomsmarkedet i 2008, og havde ved flere lejligheder udvidet sit kapitalgrundlag både med statslig hybridkapital under Bankpakke II og med to kapitaludvidelser i hhv. 2009 og 2010.

Amagerbanken ekspanderede kraftigt i årene fra 2005-08 og opbyggede en risikofyldt portefølje med mange store engagementer koncentreret om ejendomssektoren, jf. tabel 11.3. Nedgangen på ejendomsmarkedet resulterede derfor i meget store nedskrivninger på Amagerbankens udlån. Nedskrivningsprocenten på bankens udlån var i perioden fra 2008 til 2010 over dobbelt så høj som sektorgennemsnittet. Samtidig havde Amagerbanken ubalance mellem indlån og udlån og deraf stor afhængighed af markedsbaseret finansiering. Banken fik derfor store likviditetsproblemer, da finanskrisen nåede Danmark i 2008, men blev midlertidigt reddet af den generelle statsgaranti under Bankpakke I.

I efteråret 2009 fastsatte Finanstilsynet et forhøjet solvenskrav for Amagerbanken på 13,8 pct. Amagerbanken opfyldte ikke længere solvenskravet, men det lykkedes ledelsen at rejse ca. 1 mia. kr. i privat kapital i løbet af efteråret, og banken fik efterfølgende – som en del af Bankpakke II – tilført 1,1 mia. kr. i form af hybrid kernekapital fra staten. Den 28. juni 2010 aftalte Finansiell Stabilitet A/S med Amagerbanken at stille statsgaranti for bankens udstedelse af obligationslån for indtil 13,5 mia. kr., blandt andet på betingelse af, at banken øgede sin kapital med 750 mio. kr., at Finansiell Stabilitet A/S fra den 28. juni 2010 skulle godkende alle væsentlige beslutninger i banken, og at Finansiell Stabilitet A/S i september 2010 fik indvalgt to bestyrelsesmedlemmer. Det lykkedes banken ved ny aktietegning at opnå et provenu på 878 mio. kr.

Tabel 11.3 Nøgletal for Amagerbanken		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Udlån i mia. kr.	7,1	8,3	13,3	18,3	24,7	25,7	23,9	17,8	
Udlånsvækst, pct.	-4,1	16,9	60,2	37,5	35,3	4,1	-7,2	-25,6	
Likviditetsoverdækning, pct.	123,0	126,6	62,0	52,2	71,9	101,0	208,7	178,4	
Store engagementer, pct. af basiskapital ...	194,7	219,9	470,5	294,5	349,1	416,3	180,4	-	
Ejendomskoncentration pct. af udlån	16,5	22,0	24,8	27,6	34,7	40,7	38,5	35,6	
Udlån/indlån	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	1,8	2,3	
Egenkapitalforrentning før skat	22,7	27,8	39,4	36,0	22,7	-39,5	-35,5	-	
Solvensprocent	14,5	14,9	12,2	12,6	12,5	10,1	17,2	-	
Anm.: På grund af databrud i 2005 er ejendomskoncentrationen i 2005 udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006. "-" betyder, at de indberettede data ikke er korrekte.									
Kilde: Finanstilsynet.									

I Finanstilsynets § 352a-redegørelse er der redegjort for forløbet op til, at banken blev nødlidende, og det fremgår heraf, at det vurderes, at "(...) *Amagerbankens ekspansive strategi, der desuden var kombineret med en betydelig risikoappetit og mangler i risikostyringen*", var blandt årsagerne til bankens sammenbrud. Banken valgte for eksempel i nogle tilfælde, at "*engagementer blev videreført for bankens egen risiko, idet banken udvidede engagementerne for at undgå et finansielt sammenbrud hos debitor*". Derved forøgedes eksponeringen mod bankens svage kunder yderligere.

I Amagerbanken, der blev afviklet efter udløbet af den generelle statsgaranti under Bankpakke I, måtte de simple kreditorer lide et tab. Det var første gang siden finanskrisens start, at simple kreditorer led tab. I Finansiell Stabilitet A/S' årsrapport for 2012 opgøres de udækkede simple kreditorers tab på Amagerbanken til 15,6 pct. af tilgodehavenderne, svarende til en initial dividende på 84,4 pct. På baggrund af den initiale dividende² blev de simple kreditorers (inkl. statens og garantifondens) tab i forbindelse med afviklingen af Amagerbanken opgjort til ca. 4 mia. kr. Tabet kan blive reduceret, hvis afviklingen af selskabet forløber bedre end forudsat ved fastlæggelsen af initialdividenden, hvorved statens og garantifondens tab mindskes. Endelig mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge. Da aktionærernes og de efterstillede kreditorers penge blev tabt, ville Amagerbanken ikke have været solvent, selv hvis dividenden ender med at blive 100 pct.

11.3 Sektorbeskrivelse

Til at belyse de karakteristika, der kendetegnede de nødlidende institutter, er der foretaget følgende sektorudsnit:

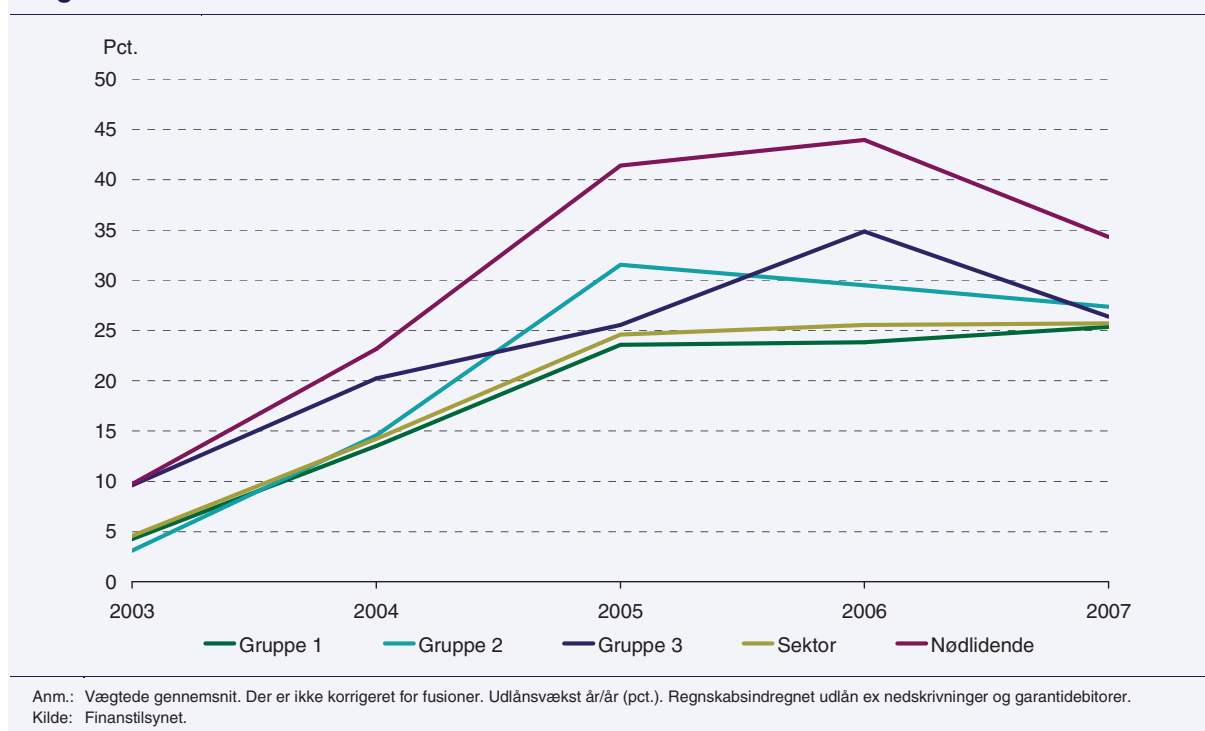
- Gruppe 1 (de fem største pengeinstitutter)
- Gruppe 2 (ti mellemstore pengeinstitutter)
- Gruppe 3 (89 mindre pengeinstitutter)
- Sektoren total (gruppe 1-3 samlet)
- Nødlidende institutter (overgået til Finansiell Stabilitet A/S – de røde bjælker i figur 11.1).

De nødlidende institutter, som behandles i dette afsnit, er dem, som ophørte som følge af kapitalkrav fra Finanstilsynet, jf. figur 11.1, dog fraregnet de to nichebanker Capinordic og Gudme Raaschou. De mindste institutter (gruppe 4) og udenlandske banker (herunder Eik Banki P/F) indgår ikke i den følgende analyse. Gruppefordelingen er fastholdt efter institutternes tilhørsforhold i 2007. De nødlidende institutter er dermed ikke fjernet fra de grupper, som de oprindeligt tilhørte. Opgørelserne er baseret på instituttal, hvilket bl.a. betyder, at andre aktiviteter – f.eks. realkreditlån – ikke indgår i opgørelserne.

11.3.1 Udlånsvækst

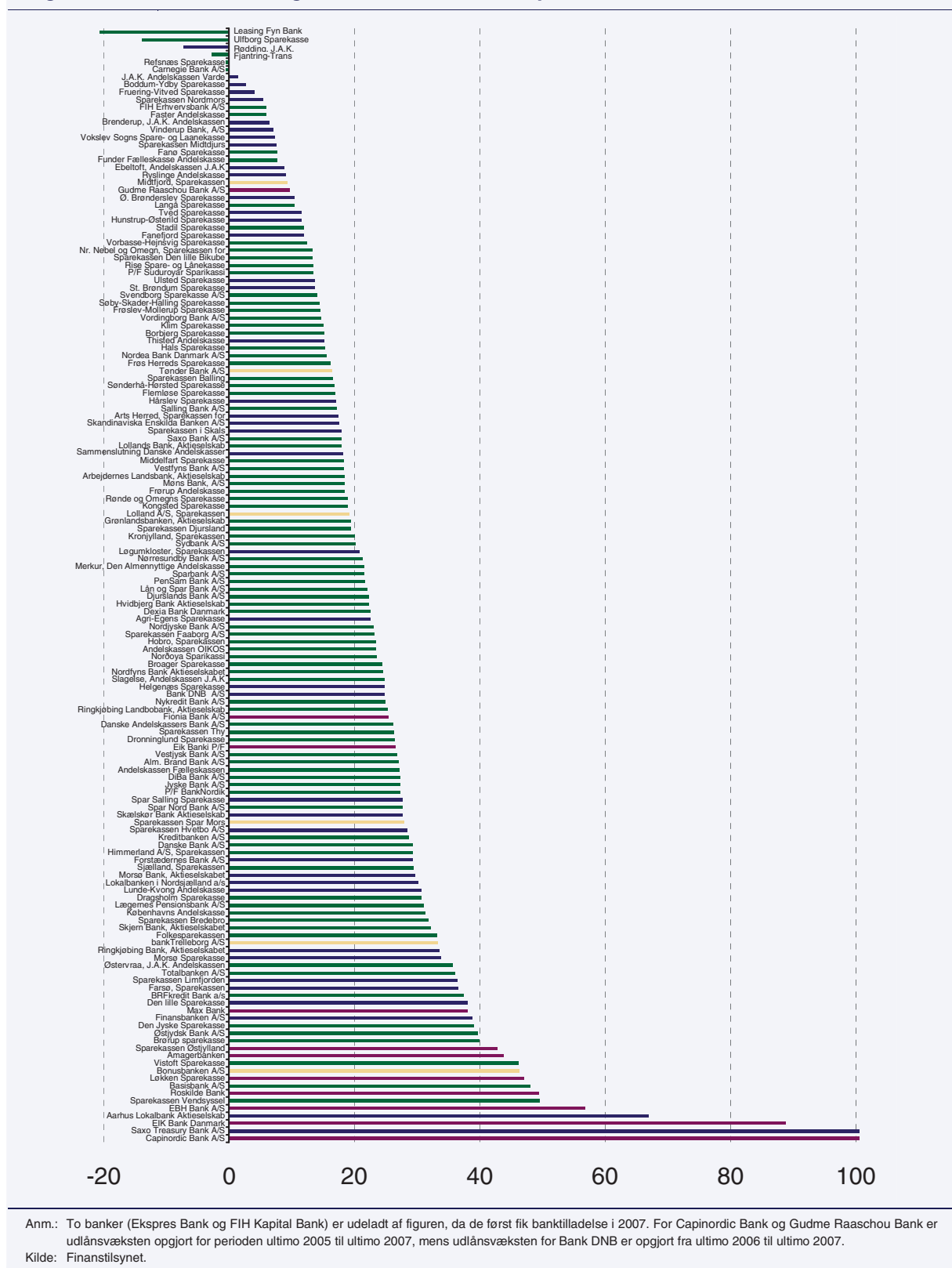
Finanstilsynets erfaringer viser, at høj udlånsvækst er en væsentlig risikoindikator. Høj udlånsvækst stiller krav til udbygning af kreditstyringsfunktionerne i pengeinstitutterne, herunder også til kendskab til geografiske områder eller brancher, der tidligere har haft ubetydeligt omfang i pengeinstitutternes lånebøger. Utilstrækkelig kreditstyring ses ofte i kombination med høj udlånsvækst, fordi det oftest tager tid at opbygge en kompetent kreditstyringsfunktion.

² Umiddelbart efter overtagelsen af Amagerbanken blev der udbetalt en foreløbig dividende på 58,8 pct., der indeholdt en forsigtighedsstødpude (fastlagt af Garantifondens værdiansættelsesråd). Dividenden efter vurderingsrevisorernes gennemgang af aktiverne, kaldet den initiale dividende, blev senere fastsat til 84,4 pct.

Figur 11.2 Udlånsvækst

De nødlidende institutter har i perioden i gennemsnit haft en markant højere udlånsvækst end resten af sektoren. Eksempelvis øgede de sidenhen nødlidende institutter i gennemsnit deres udlån med over 40 pct. i årene 2005 og 2006, jf. figur 11.2. Dette er en meget høj udlånsvækst – også målt i forhold til den øvrige del af sektoren, som også havde høj udlånsvækst i et historisk perspektiv.

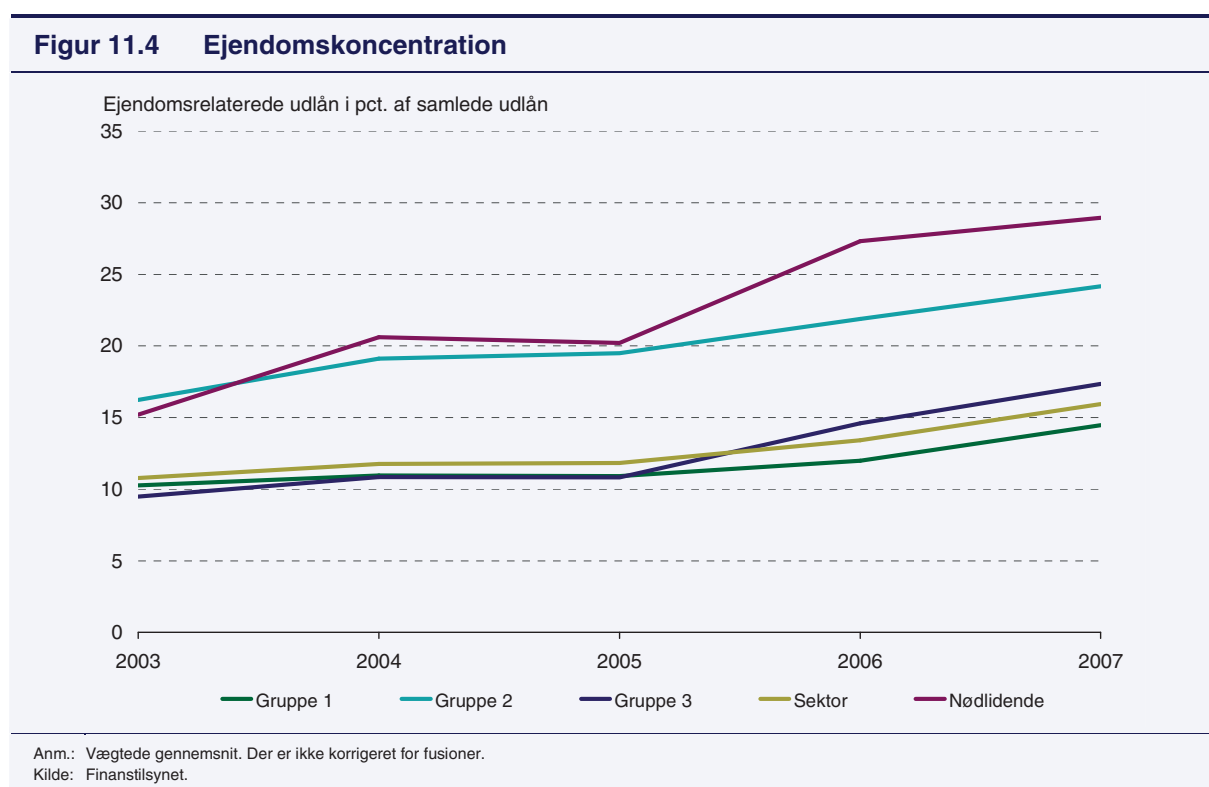
Der var dog nogle af de nødlidende institutter, som i perioden 2004-07 havde en mere moderat udlånsvækst, jf. figur 11.3. Spredningen i udlånsvæksten illustrerer, at høj udlånsvækst er karakteristisk for nødlidende institutter, men at høj udlånsvækst i et enkelt år ikke nødvendigvis medfører, at et pengeinstitut bliver nødlidende ligesom udlånsvækst over sektorgennemsnittet ikke er en forudsætning for at blive nødlidende.

Figur 11.3 Gennemsnitlig udlånsvækst 2004-07 i pct.

11.3.2 Ejendomskoncentration

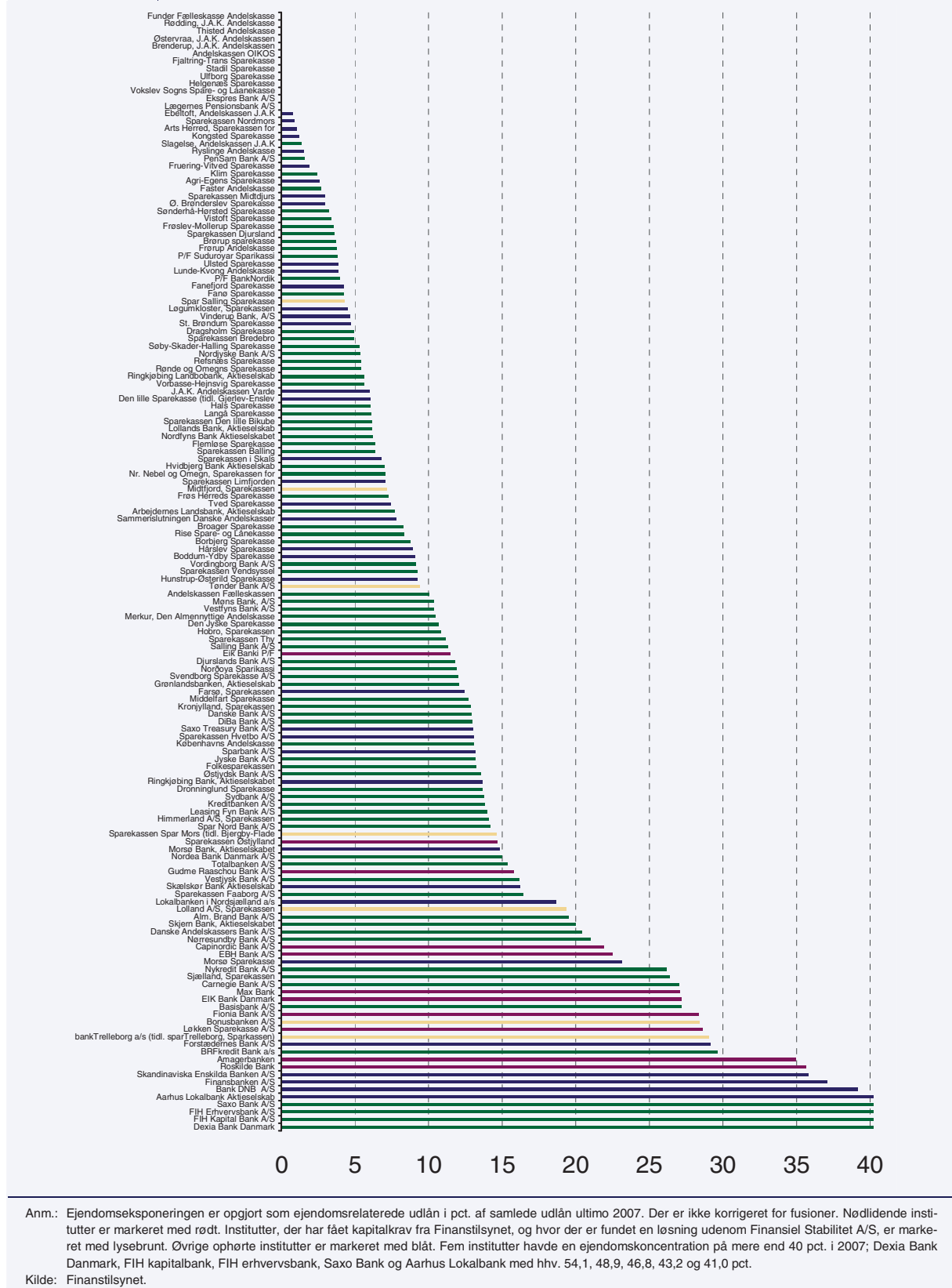
I årene op til finanskrisen opbyggede en række pengeinstitutter en høj koncentration af ejendomsengagementer, typisk i store erhvervsejendomme og boligudlejnings-ejendomme, hvor pantsikkerheden og indtjeningen tilsyneladende var attraktiv pga. stadigt stigende priser. Erfaringen fra institutter med stor ejendomskoncentration er, at de er vanskelige at afvikle eller komme ud af uden betydelige tab til følge. Ejen-

domseksponeringer er derfor et af de områder, hvor risici for nedskrivninger har materialiseret sig stærkest under finanskrisen, jf. kapitel 10.



De nødlidende institutter har i perioden haft en væsentligt højere ejendomseksponering end sektoren generelt, jf. figur 11.4. Forskellen er endvidere øget over perioden. Gruppe 2 har desuden højere ejendomseksponering end gruppe 1 og 3. En stor del af de nødlidende tilhørte netop gruppe 2.

De nødlidende institutter har overvejende haft en høj ejendomskoncentration, og 12 ud af 15 nødlidende institutter havde ejendomseksponeringer på mere end 20 pct. i 2007, jf. figur 11.5.

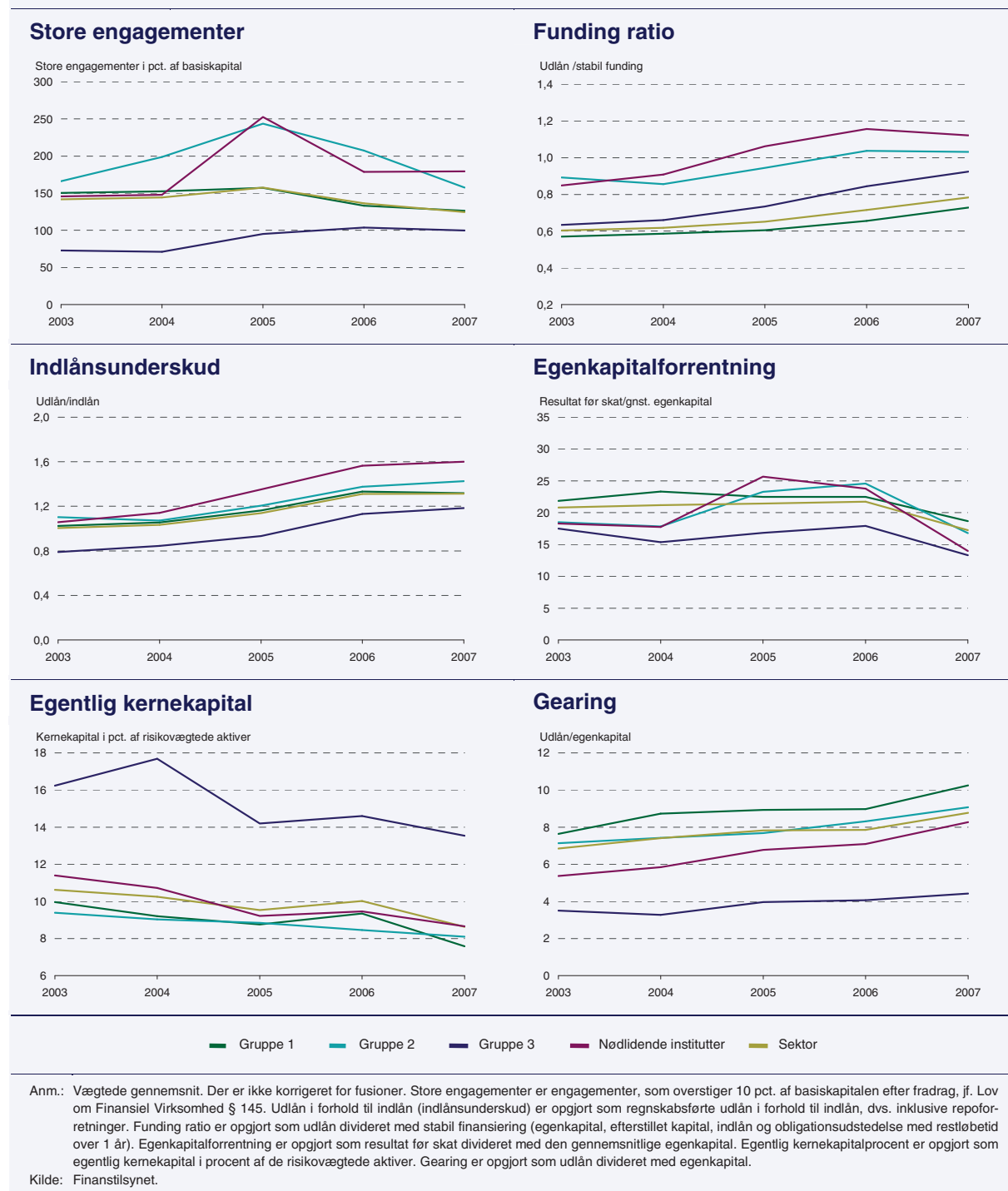
Figur 11.5 Ejendomseksponering ultimo 2007

11.3.3 Andre nøgletal

I det følgende analyseres en række andre nøgletal, som i forskellige udstrækning vurderes at have betydning for pengeinstitutterne, jf. figur 11.6. Betydningen er tydeligst blandt de tre første nøgletal (store engagementer, funding ratio og indlånsunderskud), som sammen med de netop gennemgåede nøgletal indgår i tilsynsdiaman-

ten. Tilsynsdiamanten er Finanstilsynets pejlemærke for hensigtsmæssige forretningsmodeller, jf. kapitel 13. Store engagementer, finansiering og likviditet har erfaringsmæssigt haft stor betydning for pengeinstitutternes overlevelsesmuligheder både i den nuværende og i tidligere bankkriser, jf. kapitel 13.

Figur 11.6 Institutternes risikooopbygning



Store engagementer

Få store engagementer³, som udvikler sig i en uheldig retning, kan bevirke, at et pengeinstitut bliver nødlidende. Det gælder især for forholdsvis små institutter, hvor enkelte engagementer kan udgøre en forholdsmæssig stor andel af udlånsporteføljen. Ét af

³ Store engagementer er defineret som engagementer, der udgør mere end 10 procent af basiskapitalen.

problemerne ved store engagementer er, at instituttet får vanskeligere ved at sige fra overfor store kunder, der kommer i vanskeligheder, pga. de store, potentielle, tab for instituttet. I nogle tilfælde har institutter derfor opretholdt store engagementer i stedet for at tage de nødvendige skridt til afvikling. De nødlidende institutter har i perioden haft flere store engagementer end sektoren generelt, jf. figur 11.6. Kun få af de nødlidende institutter har ikke haft en høj koncentration på store engagementer.

Funding ratio

Det voksende indlånsunderskud i årene op til finanskrisen medførte, at pengeinstitutterne havde behov for at skaffe likviditet (finansiering) via kapitalmarkederne. Finansieringsbehovet var betydeligt, bl.a. fordi en væsentlig del af finansieringen havde kort løbetid. Det var ikke et problem i årene op til finanskrisen, hvor finansiering var nemt tilgængelig, og selv mindre pengeinstitutter kunne skaffe finansiering via interbankmarkedet.

I takt med stigende markedsuro blev det sværere at skaffe finansiering, og løbetiden blev kortere. Da krisen kulminerede, kunne kun de største pengeinstitutter skaffe finansiering via de internationale kapitalmarkeder. De øvrige pengeinstitutter blev derved stillet over for væsentlige udfordringer, fordi kreditinstitutterne både i Danmark og i udlandet blev meget tilbageholdende med at yde hinanden lån.

De nødlidende institutter har set under et haft et større underskud (funding ratio mindre end én) af stabil finansiering (egenkapital, efterstillet kapital, indlån og obligatonsudstedelse) i hele perioden end resten af sektoren, jf. figur 11.6. Ud af 19 nødlidende institutter havde otte underskud af stabil finansiering.

Indlånsunderskud

De nødlidende institutter har i hele perioden op til 2007 ligget med et større (gennemsnitligt) indlånsunderskud end resten af sektoren, jf. figur 11.6. Fra 2005 bevæger alle grupperne og sektoren sig gennemsnitligt mod et indlånsunderskud. Særligt gruppe 3 ændrede fra 2005 fundamentalt forretningsmodel ved at gå fra indlånsoverskud til indlånsunderskud, jf. kapitel 8.

Egenkapitalforrentning, egentlig kernekapital og gearing

I årene 2005 og 2006 har de nødlidende institutters indtjening (egenkapitalforrentning) ligget højere end sektoren generelt, jf. figur 11.6. I 2007 falder indtjeningen imidlertid mere end i sektoren generelt som følge af bl.a. nedskrivninger på udlån. Denne udvikling hænger formentlig sammen med, at disse pengeinstitutters udlån indebar en større risiko end udlån fra andre institutter. Det gav mulighed for at etablere udlån med høj margin, som dog viste sig ikke at være tilstrækkelig til at kompensere for instituttets risici.

Det er ikke tydeligt, at de nødlidende institutter generelt har været mindre kapitaliserede end andre institutter. De nødlidende institutter har på den ene side i perioden op til 2007 haft en (gennemsnitlig) kernekapitalprocent som var ca. 1 procentpoint mindre end sektoren samlet set, jf. figur 11.6. På den anden side har de nødlidende institutter haft en kernekapitalprocent, der har været højere end institutterne i både grup-

pe 1 og gruppe 2 generelt. De mindre institutter, dvs. institutter i gruppe 3, havde samlet set betydelig højere kernekapitalprocenter i hele perioden.

Inden finanskrisen var de nødlidende institutters gearing generelt ikke højere end de øvrige institutter, jf. figur 11.6. Gearing giver tilsyneladende ikke en klar indikation af, om et institut bliver nødlidende.

11.4 Økonometrisk undersøgelse af faktorerne

Karakteristikken af de institutter, som blev nødlidende, giver en indikation af, hvilke faktorer der bidrog til at gøre institutterne sårbare. Ved at opstille en økonometrisk model for sandsynligheden for, at et institut bliver nødlidende, baseret på regnskabsmæssige oplysninger svarende til dem i det foregående afsnit, er det muligt mere præcist at vurdere væsentligheden af de enkelte parametre og samspillet mellem dem. Afgrænsningen af nødlidende institutter afviger fra afsnit 11.3. For nærmere beskrivelse af modellen se Buchholst og Rangvid (2013).

Den anvendte model ligner modeller, som anvendes af bl.a. Deutsche Bundesbank, Norges Bank, Østrigs Bank og Federal Reserve som indikator for sundhedstilstanden i kreditinstitutter. Tilgangen er beskrevet i en lang række artikler i internationale tidsskrifter, jf. boks 11.2.

Modellen estimerer konkurssandsynligheder for pengeinstitutter indenfor det kommende år på baggrund af regnskabsdata fra Finanstilsynet. Modellen estimeres for perioden 2006-12 for institutter i gruppe 1, 2 og 3. I perioden er der i alt 26 institutter, som indgår i modellen som nødlidende. I analysen er ikke medtaget pengeinstitutter i gruppe 4 (19 ophørte), og udenlandske institutter og nicheinstitutter (i alt fire ophørte).⁴ De øvrige institutter er med henblik på analysen klassificeret som nødlidende eller ikke nødlidende. Blandt de ophørte institutter i perioden 2008-12 er der ti pengeinstitutter⁵, som ikke betragtes som nødlidende, fordi der ikke var tegn på, at deres forretningsmodel var uholdbar på kort sigt. Sparekassen Lolland ophørte i januar 2013 og indgår ligeledes ikke i analysen som nødlidende.

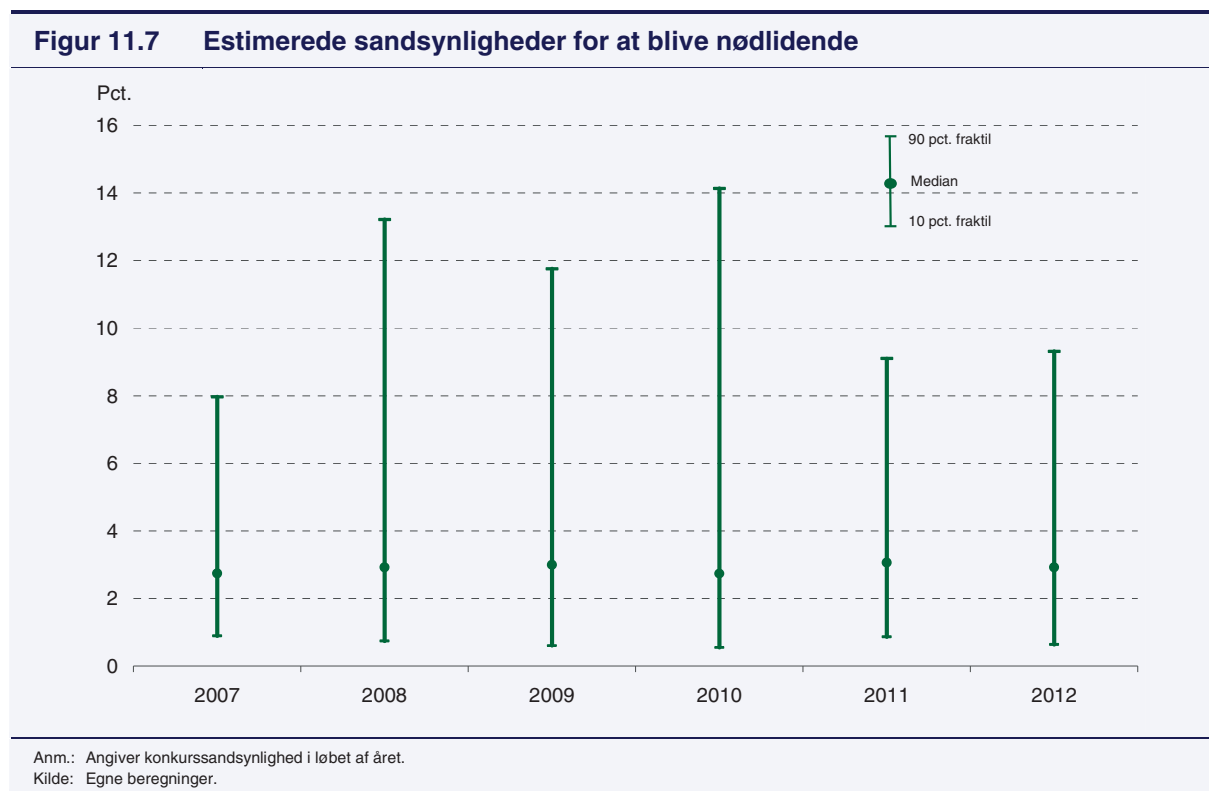
Modellen identificerer de nødlidende pengeinstitutter forholdsvis præcist. De estimerede koefficienter er signifikante på 5 pct.-niveau og deres relation til konkurssandsynligheden er som forventet. Modellen virker således velspecificeret. De variable, som sammen bedst beskriver konkurssandsynlighederne gennem perioden, er pengeinstitutternes:

- kapitaloverdækning i forhold til risikovægtede aktiver,
- 3-årig gennemsnitlig udlånsvækst, lagget 2 år,
- ejendomseksponering og
- funding ratio.

⁴ Nicheinstitutterne omfatter FIH Kapitalbank, Ekspres Bank, Bank DNB Nord, SEB Bank, Saxo Treasury Bank, Etrade Bank og Carnegie Bank. De førstnævnte to institutter har ingen indlån, de næste to er en norsk, henholdsvis svensk datterbank, som begge har afleveret deres banklicenser i 2012 og er fusioneret ind i deres moderselskab. Saxo Bank, som købte E-trade Bank i 2009, og Carnegie Bank er primært investeringsbanker. Den ophørte færøske EIK Banki P/F indgår ligeledes ikke i analysen.

⁵ Disse institutter omfatter Ulsted Sparekasse, Sparekassen Løgumkloster, Den Lille Sparekasse, Morsø Sparekasse, Sammenslutningen Danske Andelskasser, Fanefjord Sparekasse, Sparbank A/S, Sparekassen Hvetbo A/S, Vinderup Bank A/S og Sparekassen i Skals.

De estimerede konkurssandsynligheder ligger på omkring 3 pct. for medianinstituttet og er forholdsvis stabile over tid, jf. figur 11.7. Det betyder, at konkurssandsynligheden for en stor del af pengeinstitutterne ifølge modellen var uændret. For de institutter med de højeste konkurssandsynligheder var der en stigende tendens frem til 2010, hvilket formentlig hænger sammen med den kraftige udlånsvækst, der fandt sted i perioden 2005-08. Den påvirker især 2010, da den gennemsnitlige treårige udlånsvækst er lagget to år.



Den økonometriske model udpeger klart nogle institutter, som har risiko for at blive nødlidende. Eksempelvis peger modellen på, at Eik Bank Danmark havde en konkurssandsynlighed på over 20 pct. i årene 2007, 2008 og 2010. Eik Bank Danmark blev overdraget til Finansiell Stabilitet A/S i 2010. Omvendt udpeger modellen eksempelvis ikke Tønder Bank, hvilket kan skyldes misvisende regnskabstal.⁶ Modellen udpeger således nogle risikofyldte forretningsstrategier, men ikke nødvendigvis alle nødlidende institutter.

⁶ Revisorernes rolle i forbindelse med corporate governance og erfaringerne med utilstrækkelig revision er nærmere beskrevet i afsnit 11.6.7.

Boks 11.2 Modelvalg og -specifikation

I litteraturen anvendes der forskellige modeller som indikator for kreditinstitutters sundhedstilstand, især hazard modeller og logit/probit. Sigtet med modellerne er typisk at kunne identificere problembanker for at undgå egentlige konkurser.

I Shumway (2001) og Cole (2009) argumenteres for, at en hazard rate-model er at foretrække frem for en logit model, primært fordi man i en hazard-model ikke kommer i konflikt med antagelsen om, at observationerne er uafhængige. I Hazard-modeller er det tiden til konkurs, der modelleres. Svagheden ved denne type modeller er således, at det antages, at alle pengeinstitutter vil gå konkurs (det er overlevelsesteori), jf. Cole og Gunther (1995). I denne analyse opstilles derfor en multipel logistisk regressionsmodel.

Logit modellerne estimeres typisk for et år og anvendes så som tjek på næste års data. Ved valg af forklarende variable tages der ofte udgangspunkt i regnskabsvariable opstillet efter CAMELS rating system, i nogle tilfælde suppleret med makrovariable. CAMELS rating system er det amerikanske finanstilsyns metode til at rate kreditinstitutters overordnede sundhedstilstand på og er en forkortelse af Capital adequacy, Asset quality, Management, Earnings, Liquidity og Sensitivity to market risk. Tesen er, at ovennævnte faktorer er afgørende for et kreditinstituts sundhedstilstand.

I de forskellige analyser er en lang række variable signifikante, især udlånsvækst, ejendomseksponering, indtjening, kapital m.fl., jf. f.eks. Whalen (1991), Thomson (1991), Logan (2001) og Andersen (2008). Se Demirgüç-Kunt (1989) og Kumar og Ravi (2007) for oversigter over studierne på området.

Den valgte model er en logistisk regressionsmodel:

$$P_{i,t} = \frac{\exp(\alpha + \beta_j \cdot x_{t-1,i,j} + e_i)}{1 + \exp(\alpha + \beta_j \cdot x_{t-1,i,j} + e_i)} \Leftrightarrow \ln\left(\frac{p_{i,t}}{1 - p_{i,t}}\right) = \alpha + \beta_j \cdot x_{t-1,i,j} + e_i$$

for pengeinstitut i på tidspunkt t , hvor x er en vektor af j forklarende variable for pengeinstitut i til tidspunkt $t-1$, α er konstantleddet og β er parameterestimerne for hver af de j forklarende variable og e angiver fejleddet.

Modellen estimerer sandsynligheden for, om pengeinstitut i går konkurs i løbet af næste periode. Da visse af de forklarende variable i høj grad er korrelerede, og enkelte næsten fuldstændig korrelerede giver det ikke mening at opstille en model med alle forklarende variable og efterfølgende reducere den. Det er især de forskellige kapitalvariable, variable for udlånsvækst og indtjeningsvariable, der er tæt korrelerede.

Der estimeres derfor først en simpel model for hver enkelt forklarende variabel. Disse univariate regressioner benyttes til at udvælge, hvilke variable der skal med i den endelige model. Som kriterier herfor ses om variabelen er signifikant i den simple univariate model ved et niveau på 5 pct. og om variabelen giver en korrekt indikation på, om institutter bliver nødlidende. Efterfølgende er modeller med flere variable opstillet og estimeret med de forskellige forklarende variable.

På grundlag af erfaringerne med nødlidende institutter under den finansielle krise har Finanstilsynet opstillet en række pejlemærker for, hvad Finanstilsynet som udgangspunkt anser som værende pengeinstitutvirksomhed med forhøjet risiko – den såkaldte tilsynsdiamant, jf. afsnit 13. Tilsynsdiamanten fastsætter pejlemærker for summen af store engagementer (< 125 pct. af basiskapitalen), udlånsvækst (< 20 pct. om året), ejendomseksponering (< 25 pct. af samlede udlån), funding ratio (< 1) og likviditetsoverdækning (> 50 pct.). Eventuelle overskridelser indgår i Finanstilsynets tilrettelæggelse af tilsynsvirksomheden.

Den økonometriske analyse understøtter overordnet set fastsættelsen af pejlemærker. Eksempelvis er funding ratio, ejendomseksponering og særligt udlånsvækst blandt de vigtigste forklarende variable i modellen. Instituttets kapitaloverdækning er dog også en af de vigtigste forklarende variable i modellen, og den indgår ikke i tilsynsdiamanten, men den spiller en central rolle i Finanstilsynets overvågning af pengeinstitutterne. Modellen tilsiger således, at risikoen for at blive nødlidende var mar-

kant større, når instituttets kapitaloverdækning var lille. Fortolkningen her er, at en lav solvensoverdækning gør det sværere for et institut at imødegå uforudsete begivenheder, hvilket må konstateres at være uhensigtsmæssigt.

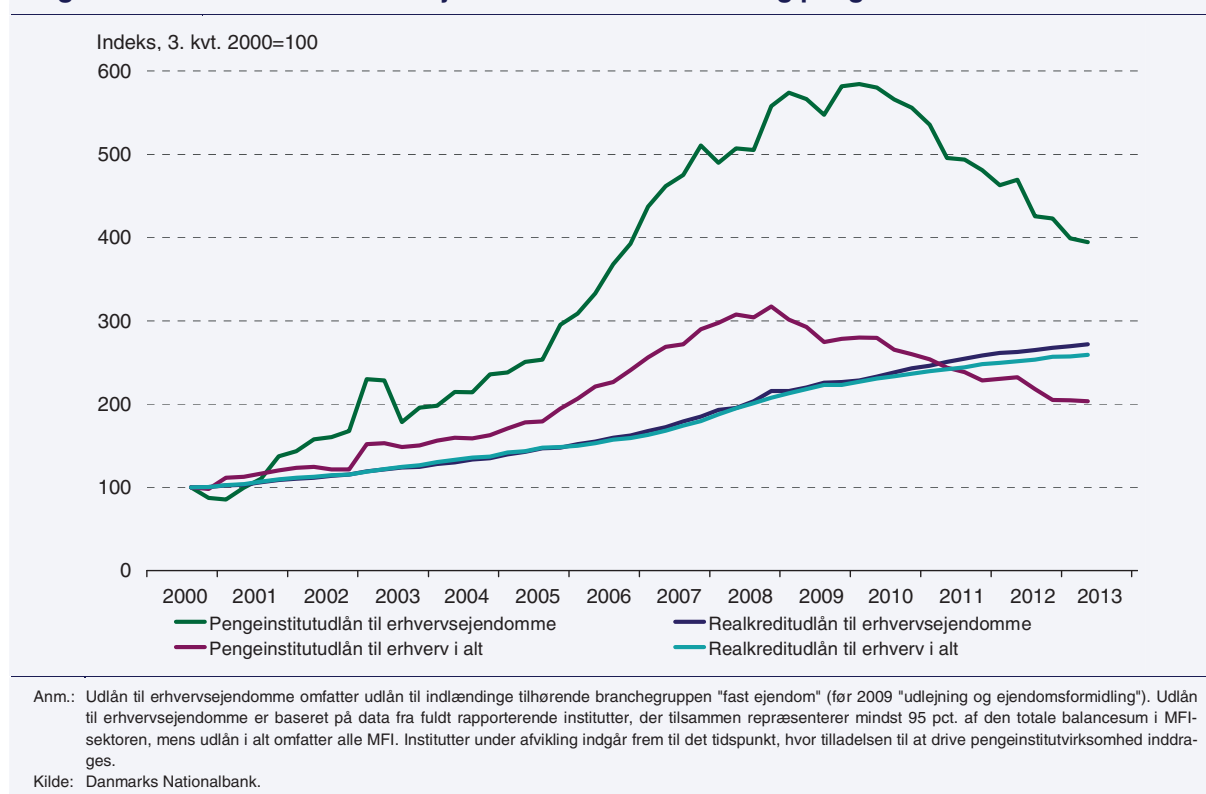
11.5 Udvalgte tabsgivende engagementstyper

En del af de nødlidende institutter har haft væsentlige nedskrivninger på engagementer, som involverede erhvervsejendomme, pantebreve eller landbrug. Nedenfor beskrives baggrunden for de betydelige nedskrivninger, som hvert af disse områder har givet anledning til. Den overordnede udvikling på markedet for erhvervsejendomme og landbrugsejendomme er beskrevet i hhv. afsnit 6.2 og 6.3.

11.5.1 Erhvervsejendomme

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til ejendomsbranchen i Danmark steg kraftigt i årene forud for den finansielle krise, jf. figur 11.8. For realkreditinstitutterne skete der fra 1. kvartal 2001 til 1. kvartal 2009 en fordobling af udlånet til ejendomsbranchen fra 192 mia. kr. til 404 mia. kr., mens der for pengeinstitutternes vedkommende var tale om mere end en seksdobling i samme periode fra 20 mia. kr. til 133 mia. kr. Væksten i pengeinstitutternes udlån til ejendomsbranchen var især høj i perioden 2005-07.

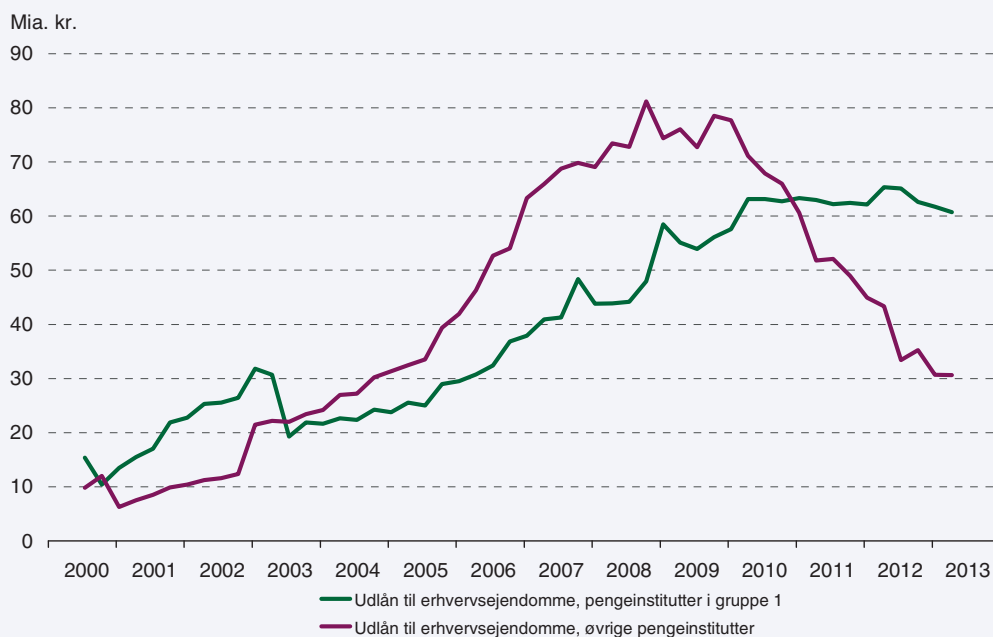
Figur 11.8 Udlån til erhvervsejendomme fra realkredit- og pengeinstitutter



Fordelt efter pengeinstitutternes størrelse finder man, at væksten var specielt udtalt for de rapporterende pengeinstitutter, der ikke er inkluderet i Finanstilsynets gruppe 1 i 2012, jf. figur 11.9. I slutningen af 2003 var udlånet fra de to grupper omtrent lige store. Herefter steg udlånet til ejendomsbranchen fra de mindre pengeinstitutter betragteligt mere end for de store pengeinstitutter. I slutningen af 2008 var udlånet fra

de mindre pengeinstitutter således 33 mia. kr., svarende til næsten 70 pct., højere end udlånet fra pengeinstitutterne i gruppe 1.

Figur 11.9 Udlån til erhvervsejendomme fra pengeinstitutter fordelt på institutgrupper



Anm.: Se anmærkning til figur 11.8. Pengeinstitutterne i gruppe 1 er givet ved Finanstilsynets inddeling pr. 2012. Øvrige pengeinstitutter dækker de pengeinstitutter, der ikke er i gruppe 1 og som indrapporterer data for udlån til ejendomsbranchen. Stigningen i udlånet fra øvrige pengeinstitutter i 1. kvartal 2003 skyldes, at ét pengeinstitut begynder at indrapportere udlånstal til denne branche. Faldet i udlån fra pengeinstitutter i gruppe 1 i 3. kvartal 2003 kan henføres til én bank, der i samme kvartal ændrer sine branchedefinitioner.

Kilde: Danmarks Nationalbank

Den kraftige vækst i kreditgivning til erhvervsejendomme muliggjorde en stigning i antallet af nystartede ejendomsselskaber i perioden op til krisen. Antallet af nystartede ejendomsselskaber steg fra 432 i 2004 til 770 i 2006, jf. figur 11.10. For nystartede selskaber var der en tendens til, at de øgede gearingen op til krisen. I 2004 udgjorde medianen for gældsgraden i ejendomsselskaber, der var etableret samme år, ca. 70 pct. I 2006 var dette tal steget til ca. 85 pct.

Figur 11.10 Antal nystartede ejendomsselskaber

De ejendomsselskaber, der er eller har været under konkursbehandling eller anden rekonstruktion, har generelt været højere gearede end de øvrige ejendomsselskaber.

11.5.2 Pantebreve

I løbet af få år havde en række ejendomsspekulanter frem til finanskrisens udbrud fået lån, som samlet beløb sig til flere milliarder. Lånene blev fortrinsvis ydet af små og mellemstore pengeinstitutter med sikkerhed i pantebreve i mere end 500 ejendomme, hvor lånene langt oversteg ejendommenes reelle markedsværdi. Der blev handlet i sindrigt konstruerede byttehandler, hvor priserne kunne stige betydeligt med få dages mellemrum. Pengeinstitutterne havde formentlig svært ved at gennemskue konstruktionen og risiciene og valgte at yde lån, fordi den høje margin i udgangspunktet gav en rigtig god indtjening. Da byttehandlerne blev afsløret, faldt markedet sammen og trak en række pengeinstitutter med sig i faldet. En meget stor del af de ydede lån er tabt.

Markedet for pantebreve

Pantebreve er dokumenter, hvor en ejer giver en anden sikkerhed i fast ejendom mv. Sådanne sælgerpantebreve giver pant i en ejendom og er et gældsbevis, hvor køber erkender at skyldes et beløb til kreditor. Sådanne ejerpantebreve indebærer, at ejeren af en fast ejendom reserverer et pant i sin ejendom og f.eks. håndpantsetter dette til sin bank. Sådanne skadesløsbreve indebærer, at en ejer af en fast ejendom giver en bestemt kreditor sikkerhed i sin ejendom for et bestemt beløb for et engagement, f.eks. en kassekredit. I dag er det mest almindelige, at sælgerpantebreve sælges til professionelle investorer (f.eks. forskellige pengeinstitutters pantebrevsafdelinger), som ved at have pantebreve i mange forskellige ejendomme opnår en hensigtsmæssig risikospredning.

Frem til midten af 1990'erne udarbejdede Realkreditrådet statistik over restfinansieringens fordeling på boliglån og pantebrevslån. Siden har der ikke været nogen officielle opgørelser heraf, hvorfor der ikke var noget videre overblik over området i årene op til krisen. Pantebrevsselskaberne var heller ikke forud for krisen underlagt Finanstilsynets tilsyn. Da Finanstilsynet offentliggjorde en redegørelse om pantebrevsmarkedet i marts 2008 (Finanstilsynet, 2008), havde brancheforeningen for de fleste af de store aktører på pantebrevsmarkedet – Dansk Pantebrevsforening – 48 medlemsvirksomheder. I 2013 er der 10 af de gamle medlemmer tilbage i Dansk Pantebrevsforening. Af de resterende 38 er 21 gået konkurs eller blevet overtaget af Finansiell Stabilitet A/S. Fire er lukkede med store underskud. De tilbageværende medlemmer af foreningen har siden Finanstilsynets redegørelse fra 2008 tabt i alt 1,3 mia. kr.

Uden for brancheforeningen var der en række pengeinstitutter, som blev ramt af meget store tab på lån til ejendomme, der i byttehandler var blevet handlet kraftigt op i pris. De omfatter Eik Bank, Ebh Bank, Roskilde Bank, Løkken Sparekasse, Fionia Bank, Forstædernes Bank, Bonusbanken, Alm. Brand Bank og Gudme Raaschou Bank, hvoraf en stor del er overført til Finansiell Stabilitet A/S eller er købt op af andre institutter.

Byttehandler med pantebreve i 00'erne

En af årsagerne til, at visse kreditinstitutter var villige til at finansiere ejendomme med stærkt opskruede priser, var formentlig, at priserne på det danske ejendomsmarked siden 1993 stort set kun var steget, jf. kapitel 6. Fra 2003 til udgangen af 2006 steg priserne på erhvervsejendomme særdeles kraftigt. Ejendomsmarkedet blev af visse pengeinstitutter set som en mulighed for at øge højmarginudlån. Institutterne havde paraderne nede i forhold til den potentielle risiko, og fokuserede formentlig mere på kommende prisstigninger end på værdien af de fremtidige lejeindtægter, som ellers normalt anvendes til værdiansættelse af erhvervsejendomme. Priserne blev derved begrundet med mulighederne ved ombygning, f.eks. udnyttelse af tagetager, udskiftning af lejere, byggemodning osv. Samtidig kan der have været mere fokus på ejendomsselskabet, som optog lånet, end på værdien af den specifikke ejendom. Endelig kan opdelingen af lån i en ejendom i en lang række pantebreve – som blev belånt i forskellige pengeinstitutter – have været med til at sløre billedet af den økonomiske situation.

Det, der efterfølgende i væsentlig grad var medvirkende til, at flere pengeinstitutter kom i alvorlige problemer, var byttehandler med pantebreve. Det var handler, hvor f.eks. A købte en ejendom af B til en mio. kr. over den skønnede markedspris, mens der blev solgt en eller flere ejendomme til en overpris på 2 mio. kr. den modsatte vej. Der var typisk tale om lukkede kredsløb mellem de samme partnere. Refusionsaftaler, hvor en ejendom blev handlet og belånt til en kunstig høj pris, hvorefter der blev refunderet et større beløb for ”mangler” ved den købte ejendom, var ikke ualmindeligt. Sådanne aftaler kunne give penge til udbetaling i den næste byttehandel.

Resultatet af sådanne byttehandler var stigende gældsbyrde, men også muligheden for at frigøre et stort kontant beløb. Det var en proces, hvor servicering af gælden

nødvendiggjorde, at der fortsat blev indgået nye handler til priser, som lå længere og længere fra markedsværdien i fri handel. For en del ejendomme blev processen gentaget både to og tre gange, og der blev placeret et nyt lag af dækningsløse pantebreve yderst i kreditten.

Så længe ejendomme kunne handles til en højere værdi og belånes tilsvarende, kunne en byttehandel tilføre likviditet til gruppen af ejendomsspekulanter. Denne likviditet kunne for en tid forhindre, at særligt gældsplagede ejendomsspekulanter blev presset ud i en betalingsstandsning og efterfølgende konkurs. De nye pantebreve fik samtidig tidligere udstedte pantebreve til at se mere sikre ud, fordi værdien af ejendommen tilsyneladende var steget. Tilsvarende kunne den højere værdiansættelse øge det beløb, som lå inden for belåningsgrænsen for realkreditlån og evt. kunne belånes i et realkreditinstitut eller ville blive betragtet som særligt sikre af udenforstående.

Disse byttehandler medvirkede således basalt set til, at ejendomme solgt til overpris blev forvandlet til ejendomme solgt til markedspris. Det fristede nogle pengeinstitutter til at låne ud til det professionelle ejendomsmarked, hvor der var udsigt til høj indtjening og marginale tab, mens markedet steg. Pengeinstitutters velvilje til at yde lån i pantebrev gav på denne måde grundlag for byttehandlerne.

Op til sammenbruddet af dette marked i 2008 var priserne steget så meget, at renteudgifterne i de tungt belånte ejendomme kunne være både fire, seks, otte og ti gange højere end indtægterne. Da prissætningen igen (efter 2008) blev baseret på de betalingsstrømme, som ejendomme kunne generere, førte det til meget store nedjusteringer i værdierne og dermed også i værdien af størstedelen af pantebrevene.

Boks 11.3 Eksempler på byttehandler med pantebreve

Niels Sandøe og Thomas Græsbøll Svaneborg har for Udvalget om finanskrisen årsager kortlagt en kæde af byttehandler på 71 ejendomme med deltagelse af 22 personer i perioden 2006-07 for at illustrere, hvordan byttehandler med pantebreve er foregået, jf. bilag E.

Efter sammenbruddet af markedet i 2008 er 70 af de 71 ejendomme endt i konkursboer. Med undtagelse af to fallenter i kædens yderste led har pantebreve været grundlaget for byttehandlerne. 52 af de 71 ejendomme var til sidst belånt for et beløb, som oversteg den seneste handelspris, som må formodes at ligge langt over markedsprisen.

De personer og selskaber, der var med i byttekæden, fik meget store tab. De samlede udækkede krav i konkursboerne er på over 8 mia. kr. Det samlede tab på alle kæder af byttehandler gennem 00'erne kendes ikke, men de må formodes være ganske betydelige.

En del af de pengeinstitutter, der finansierede ejendomskøbene, er overtaget af Finansiel Stabilitet A/S. Finansiel Stabilitet A/S har overtaget pantebreve med en restgæld opgjort til 8,3 mia. kr., hvoraf pantebreve for ca. 3 mia. lå i visse institutters egenbeholdning og pantebreve for ca. 5 mia. kr. lå i kundedepoter som sikkerhed for udlån, jf. tabel 11.4.

Tabel 11.4 **Oversigt over indgåede pantebreve**

	Antal pante- breve	Restgæld, kundedepot (mia. kr.)	Restgæld, egenbehold- ning (mia. kr.)	Restgæld, i alt (mia. kr.)
Gudme Raaschou Bank	5.100	1,2	2,6	3,8
EBH Bank	1.500	0,6	0,3	0,9
Nova Bank	5.700	1,5	-	1,5
Roskilde Bank	1.300	0,9	-	0,9
Eik Bank	1.700	0,8	-	0,8
Fjordbank Mors	350	0,1	0,1	0,2
Max Bank	80	0,0	-	0,0
Amagerbanken	400	0,2	-	0,2
I alt	16.130	5,3	3,0	8,3

Anm.: Opgørelsen omfatter ikke ejerpantebreve, som er stillet til sikkerhed for banklån. Antal og værdier er opgjort ved overgangen til central administration af pantebrevene i Finansiell Stabilitet-koncernen. Nova Bank er en dansk bank, der blev etableret i 2009 som følge af Finansiell Stabilitet A/S' salg af hovedpar-ten af Fionia Bank til Nordea. Nova Bank ejes af Finansiell Stabilitet A/S. Kunderne er alle tidligere erhvervskunder i Fionia Bank, som Nordea ikke overtog. Formålet med Nova Bank er at afvikle bankens aktiviteter ved at forbedre kundernes engagementer med henblik på at disse kan overgå til en anden bank. Nova Bank er ophørt og omdannet til FS Bank A/S.

Kilde: Finansiell Stabilitet A/S.

Der kan desuden være pengeinstitutter, der ikke er overtaget af Finansiell Stabilitet A/S, som har haft betydelige pantebrevsbeholdninger. Omfanget af nedskrivninger kan ligeledes være højere end pantebrevenes værdi, afhængig af om pantebrevene har spillet en central rolle i udlånet.

Eksposeringen mod pantebrevsmarkedet har således medført store tab for en del pengeinstitutter. En betydelig del af engagementerne afspejler dårligt kredithånd-værk. Det er uklart i hvilket omfang pengeinstitutternes forsøg på at indsamle infor-mationer har været utilstrækkelige, og i hvilket omfang der er afgivet ufuldstændige eller misvisende oplysninger fra låntagerne.

Retsligt efterspil

Statsadvokaten for Økonomisk Kriminalitet (SØK) har rejst tiltale mod nogle af de største ejendomsspekulanter bag handlerne i de 71 ejendomme omtalt i boks 11.3. Anklageskrifterne omfatter anklager om skyldnersvig, skattesvig og manglende beta-ling af bilafgifter. Anklagemyndigheden har derimod opgivet at få nogen dømt for kreditbedrageri over for de pengeinstitutter, realkreditinstitutter og andre, der belånte de værdiløse pantebreve.

11.5.3 Store engagementer overtaget af Finansiell Stabilitet A/S

Det kan ikke præcist opgøres i hvilket omfang udviklingen på erhvervsejendoms-mar-kedet og pantebrevskarruseller har påvirket danske pengeinstitutter. Der er imidlertid ikke nogen tvivl om, at udlån til erhvervsejendomme, herunder engagementer som involverede pantebreve, har haft helt afgørende betydning for, at visse pengeinstitut-ter måtte ophøre.

Finansiell Stabilitet A/S har overtaget i alt 12 pengeinstitutter. Det har vist sig, at en begrænset personkreds – gennem forskellige selskaber – har fået ydet en betydelig andel af de samlede udlån og har medført væsentlige nedskrivninger i institutterne. På baggrund af det kendskab, som Finansiell Stabilitet A/S har fået til de nødlidende pengeinstitutters udlånsporteføljer, har de identificeret 17 personer – og tilknyttede selskaber – som har haft særligt store engagementer. Disse engagementer har overvejende vedrørt fast ejendom og ejendomsudvikling. Identifikationen af udlånenes indbyrdes relation har i praksis været vanskeliggjort af, at de har været fordelt på i størrelsesordenen 1.700 selskaber, som ofte har haft engagementer i flere pengeinstitutter. De nødlidende pengeinstitutters registrering, herunder indbyrdes relationer, som er væsentlige for opgørelsen af store engagementer, har ofte været mangelfuld. Opgørelserne i tabel 11.5 og 11.6 er resultatet af et omfattende databehandlingsarbejde. På grund af den svingende kvalitet af de bagvedliggende data, vil der være en del usikkerhed forbundet med opgørelserne. Det overordnede billede vurderes dog at være retvisende.

Tabel 11.5 Udlån til mindre personkreds sammenlignet med øvrige udlån (inkl. garantier)					
Institut	Samlede udlån ultimo 2007 (mio. kr.)	Udvalgte udlån ultimo 2007 (mio. kr.)	Udvalgte udlåns andel af samlede (pct.)	Udvalgte udlån: Nedskr. '08-'11 / udlån ultimo '07 (pct.)	Øvrige udlån: Nedskr. '08-'11 / udlån ultimo '07 (pct.)
Roskilde Bank	44.972	12.003	26,7	49,6*	65,4
Amagerbanken	27.246	6.029	22,1	58,2	24,8
Fionia Bank	25.980	1.010	3,9	56,5	9,9
Fjordbank Mors	13.390	346	2,6	108,7	14,3
EBH Bank	9.525	323	3,4	263,8	87,1
Max Bank	8.163	295	3,6	54,2	12,1
Eik Bank	8.001	514	6,4	53,3	83,1
Sparekassen Østjylland ...	7.593	-	-	-	19,2
Gudme Raaschou Bank ...	4.861	552	11,4	3,4	3,2
I alt	149.730	21.072	14,1	73,9	37,3

Anm.: Den udvalgte udlånsportefølje vedrører udlån med tilknytning til en mindre personkreds (på 17 personer), som har haft særligt store engagementer, fortrinsvis vedr. fast ejendom og ejendomsudvikling. Opgørelsen af nedskrivninger på udlån i perioden 2008-11 omfatter endvidere lån ydet efter ultimo 2007. Pengeinstitutternes bruttoudlån faldt fra 2007 til 2008 fra 112,4 mia. kr. til 111,0 mia. kr., mens reduktionen de følgende år var langt kraftigere. På trods af faldet i bruttoudlån er der i visse institutter ydet betydelige nyudlån efter 2007. Havde der ikke været ydet nyudlån kunne afskrivningerne ikke overstige 100 pct. Opgørelsen for Eik Bank omfatter både Eik Banki P/F og Eik Bank Danmark. På grund af strukturrendringer under Finansiell Stabilitet A/S medio 2011 omfatter opgørelsen af nedskrivninger for Roskilde Bank i 2011 også engagementer fra Fionia Bank (i mellemtiden Nova Bank) og EBH Bank. Disse institutters nedskrivninger svarede i perioden 2008-10 til ca. 20 pct. af nedskrivninger i Roskilde Bank. Capinordic Bank og Løkken Sparekasse indgår ikke i ovenstående tabel grundet stor usikkerhed i datakvaliteten.

Kilde: Finansiell Stabilitet A/S.

Det samlede udlån til denne kundeportefølje udgjorde ultimo 2007 knap 21,1 mia. kr., jf. tabel 11.5. Det svarede til, at institutterne i gennemsnit havde ydet 14,1 pct. af deres samlede udlån til disse kunder, hvilket dog dækker over en betydelig spredning. Hver af enkeltpersonerne i opgørelsen havde således personligt, eller gennem forskellige selskaber, i gennemsnit lånt mere end 1 mia. kr. på tværs af de pengeinsti-

tutter, som er overtaget af Finansiell Stabilitet A/S. Dertil kommer de lån, som denne personkreds måtte have haft i andre pengeinstitutter.

Personkredsens andel af de samlede udlån er meget betydelig i flere institutter. Roskilde Bank og Amagerbanken havde begge en andel på over 20 pct. Det øgede institutternes sårbarhed overfor enkelte kunder.

Der er generelt tale om meget store gennemsnitlige nedskrivninger i institutterne for lån ydet til den mindre personkreds. I perioden 2008-11 er der foretaget nedskrivninger for knap 16 mia. kr. på udlån med tilknytning til den identificerede personkreds.

I de fleste institutter er nedskrivningerne forholdsmæssigt større på lån til personkredsen end på øvrige udlån. Det er dog ikke tilfældet i Roskilde Bank og Eik Bank, hvor nedskrivningerne dog stadig er meget betydelige på begge typer udlån. Gudme Raaschou Bank er en væsentlig undtagelse med hensyn til nedskrivninger på udlån, der ikke i nogen af de to segmenter ligger over 3,4 pct. Dette pengeinstitut havde dog pantebreve i egenbeholdningen for 2,6 mia. kr. ved overdragelsen til Finansiell Stabilitet A/S, og kan derigennem have lidt betydelige tab, jf. tabel 11.4. En anden undtagelse er Løkken Sparekasse, der også blev nødlidende som følge af store engagementer indenfor ejendomssektoren, jf. afsnit 11.2.2, men var eksponeret overfor en anden personkreds end de her valgte 17 personer.

Nedskrivninger på engagementer i 2008-11, som vedrørte personkredsen, var i de fleste tilfælde betydelige målt i forhold til institutternes basiskapital i 2007, jf. tabel 11.6. En af undtagelserne er igen Gudme Raaschou Bank, som dog var meget afhængig af værdien af pantebrevene, hvis værdi udgjorde mere end fire gange basiskapitalen ultimo 2007.

Tabel 11.6 Nedskrivninger på udvalgte engagementer i 2008-11 sammenholdt med solvens opgjøret ultimo 2007					
Institut	Basiskapital ultimo 2007 (mio. kr.)	Nedskrivning 2008-11 (mio. kr.)	Solvensbehov (pct.)	Solvens- overdækning (pct.)	Nedskr. i forhold til risikovægtede akti- ver ultimo '07 (-pct.)
Roskilde Bank	5.097	9.810	10,5	1,5	-23,0
Amagerbanken	3.578	3.506	8,0	4,5	-12,3
Fionia Bank	2.822	570	8,0	2,5	-2,1
Fjordbank Mors	1.551	376	9,1	2,9	-2,9
EBH Bank	1.248	851	8,4	3,2	-7,9
Max Bank	1.001	160	8,3	6,2	-2,3
Eik Bank	2.987	274	8,0	9,3	-1,6
Gudme Raaschou Bank ...	574	19	9,5	3,7	-0,4

Anm.: Se tabel 11.5. Der er i opgørelsen ikke taget højde for at andre forhold kan påvirke solvensen i den mellemliggende periode. Solvensbehovet Eik Banki P/F (som indgår i opgørelsen sammen med Eik Bank Danmark) er nul ultimo 2007, da pengeinstituttet først i 2010 overgik til Basel II og dermed blev pligtig til at opgøre solvensbehovet. I opgørelsen af de to pengeinstitutters samlede solvensbehov er det antaget, at Eik Banki P/Fs solvensbehov ville have været 8,0 pct. af de risikovægtede aktiver. Der er valgt basiskapital ultimo 2007, som var året før finanskrisen brød ud, som mål for de nedskrivninger, der har fundet sted under finanskrisen.

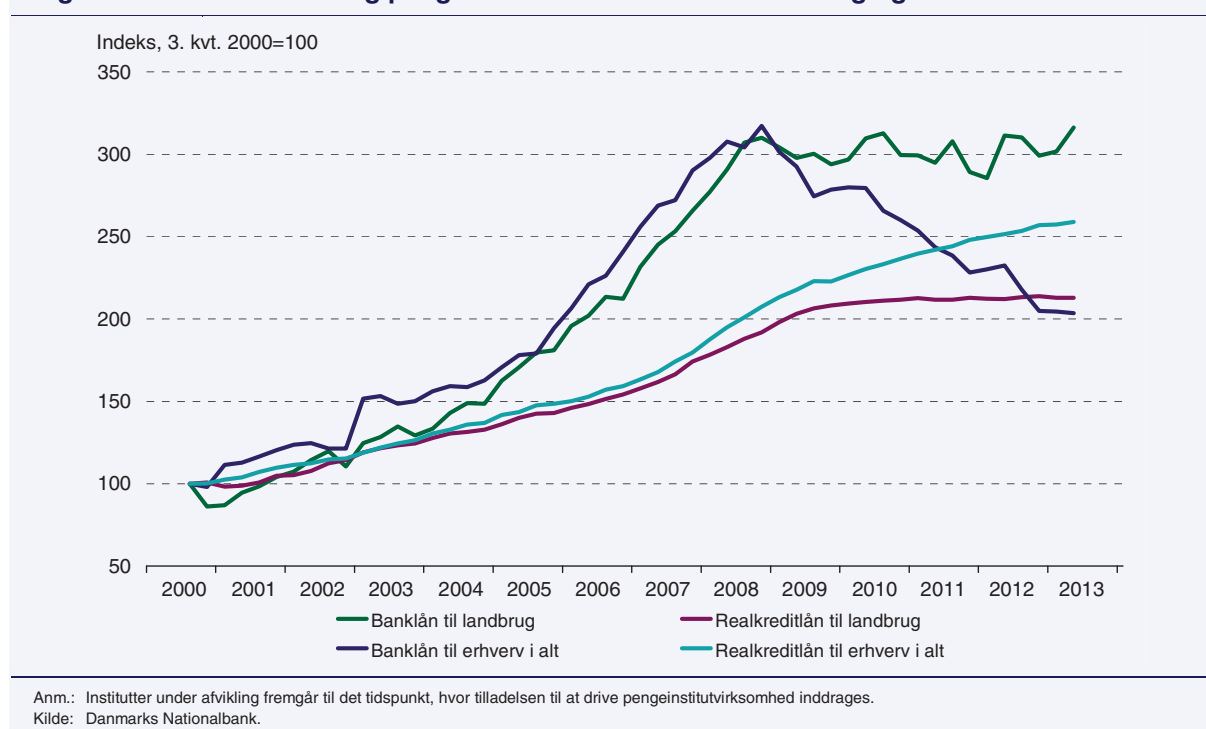
Kilde: Finansiell Stabilitet A/S.

En af årsagerne til, at en begrænset personkreds kunne opbygge engagementer, som medførte meget store tab, er formentlig, at de første engagementer virkede sunde og viste, at gælden blev serviceret. Efterhånden som ejendomsværdierne og belåningsniveauet steg, kan pengeinstitutternes afhængighed af enkeltengagementer have udgjort en barriere for at indse og tage konsekvensen af, at engagementet ikke længere var sundt. En anden årsag kan have været, at hverken pengeinstitutterne eller Finanstilsynet havde et klart billede af personkredsens samlede engagementer på tværs af institutterne eller personkredsens samlede låntagning, fordi der i Danmark ikke eksisterede et kreditregister over kundekredsen bag store engagementer.

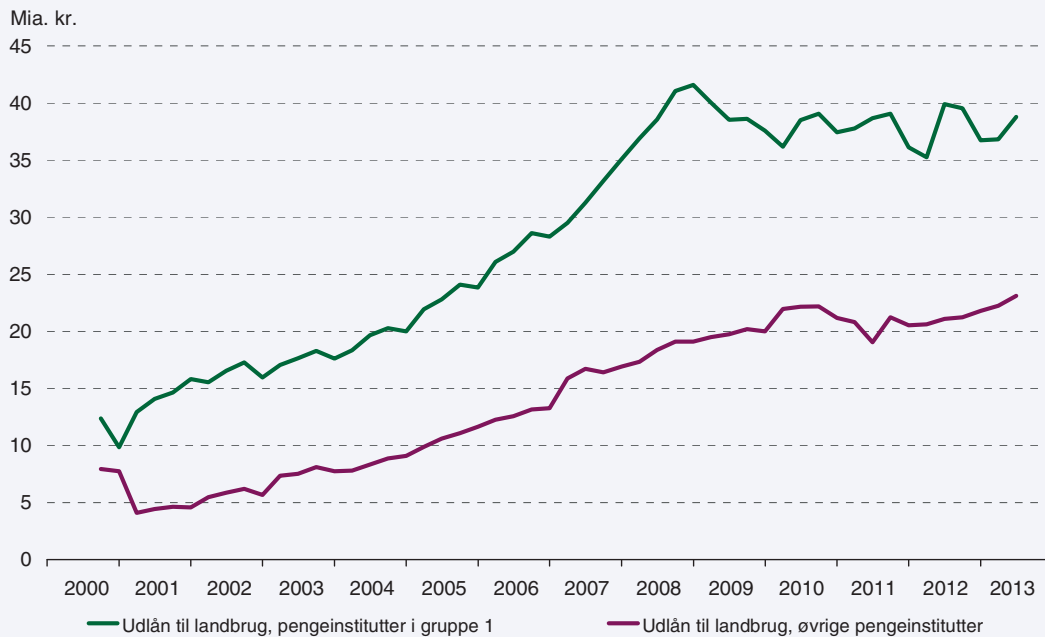
11.5.4 Landbrug

Penge- og realkreditinstitutterne mere end fordoblede deres udlån til landbrug fra begyndelsen af 2001 til midten af 2010, jf. figur 11.11. Stigningen i gælden skal ses i lyset af de meget kraftigt stigende priser på landbrugsejendomme frem til 2008, jf. figur 6.19. I de seneste par år har gælden ligget nogenlunde stabilt på et niveau lidt under 340 mia. kr. I 2. kvartal 2012 var 61 mia. udlånt af pengeinstitutterne og 279 mia. kr. gennem realkreditinstitutterne. Stigningen i udlån til landbrug fulgte for både penge- og realkreditinstitutterne frem til krisen stort set deres samlede erhvervsudlån. Herefter lå pengeinstitutternes udlån til landbrug omtrent konstant, mens deres samlede erhvervsudlån faldt. Realkreditinstitutternes udlån til landbrug steg omvendt lidt mindre end det samlede erhvervsudlån.

Figur 11.11 Realkredit- og pengeinstitutternes udlån til landbrug og erhverv



Fordelt efter pengeinstitutternes størrelse finder man, at udviklingen i udlånet til landbrug set over perioden 2001-2013 har været omtrent ens for store og små pengeinstitutter, dog havde de store pengeinstitutter en kraftigere vækst i udlånet i perioden 2007-2008, jf. figur 11.12.

Figur 11.12 Udlån til landbrug fra pengeinstitutter fordelt efter størrelse

Anm.: Se anmærkning til figur 11.11. Udlån til landbrug omfatter udlån til indlændinge tilhørende branchekoden "landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri".
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Målt i forhold til landbrugets BFI er gældsbyrden steget markant siden årtusindeskiftet. Således var gældskvoten 13 i 2011 mod knap 7 i 2000, jf. figur 11.13. I 2009, hvor landbrugets BFI var særligt lav, var gældskvoten 18.

Figur 11.13 Landbrugets gæld i forhold til bruttofaktorindkomsten

Anm.: Bruttofaktorindkomst er bruttoværditilvæksten fratrukket skatter og afgifter og tillagt direkte driftstilskud.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank

Frem til 2008 blev en stigende del af landbrugets gæld optaget i schweizerfranc. Det gav betydelige tab fra midten af 2007 og frem, og disse tab oversteg langt de gevinster, der var i årene forinden, jf. boks 11.4. Udlån i schweizerfranc havde i 2009 en værdi på 35 mia. kr. Da det samlede udlån fra pengeinstitutter var ca. 60 mia. kr. på

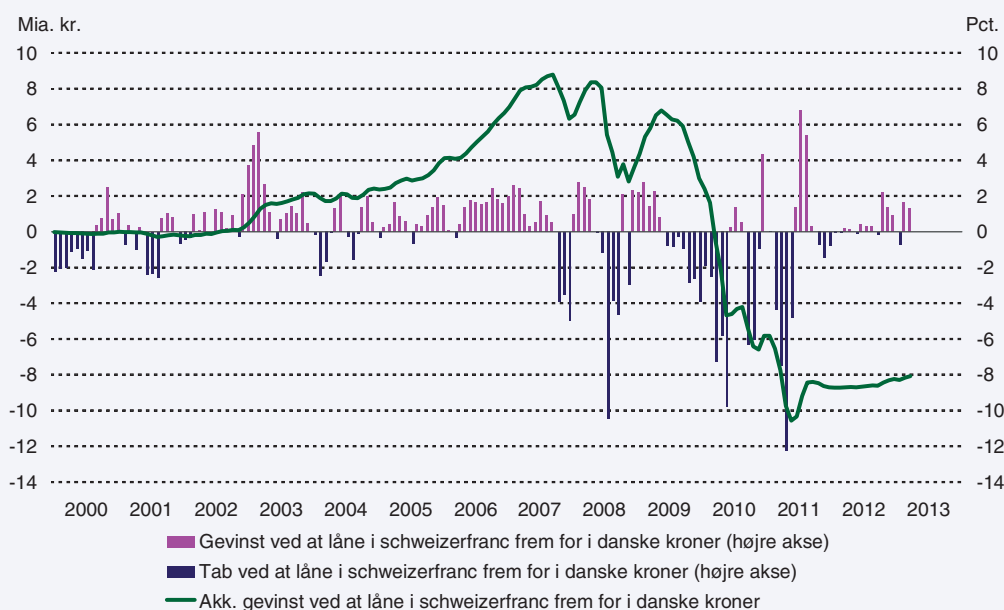
dette tidspunkt, jf. figur 11.12, var låneformen særdeles udbredt – også blandt institutter i gruppe 1.

Boks 11.4 Landbrugets lån i schweizerfranc

Landbrugenæs lån optaget i schweizerfranc var under 1 mia. kr. i begyndelsen af 2000, mens det i februar 2009 toppede på næsten 35 mia. kr. Herefter faldt gælden optaget i schweizerfranc markant og var 8,5 mia. kr. i oktober 2012.

At lånene blev optaget i schweizerfranc skal ses i lyset af, at den schweiziske rente lå 1½-2 procentpoint lavere end den danske. Der var dog også en betragtelig valutakursrisiko. Fra ultimo august 2008 til ultimo juli 2011 steg værdien af schweizerfrancen således med mere end 40 pct. over for euroen, og dermed også den danske krone. Det medførte ifølge stiliserede beregninger massive tab i landbruget, jf. figuren nedenfor. En del lånekontrakter blev tvangsmæssigt lukkede, hvorved en stor del af tabene er realiserede og ikke blot regnskabsmæssige. Det akkumulerede tab fra januar 2000 til august 2012 var knap 10,5 mia. kr., svarende til 70 pct. af landbrugets BFI i 2011.

Landbrugets tab og gevinster på schweizerlån, stiliseret beregning

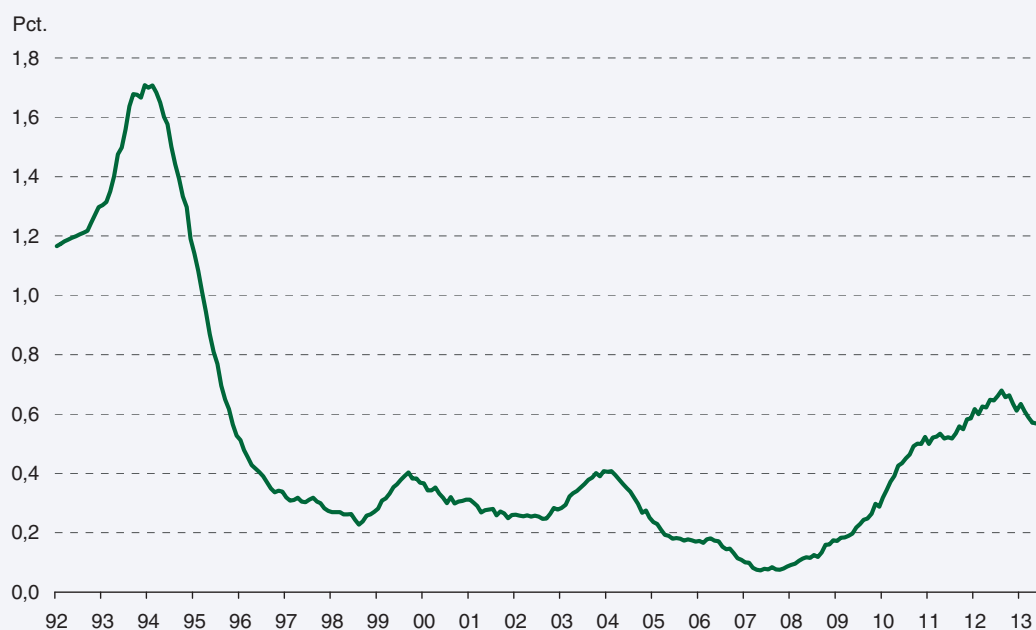


Anm.: Husholdningernes samlede lån i schweizerfranc er anvendt, da landbrug ikke kan skilles ud. Landbrug står dog bag langt størstedelen af lånene i schweizerfranc. Gevinst og tab ved at låne i schweizerfranc frem for i danske kroner er beregnet med 3-måneders renter og valutakursændringer, der er annualiserede. Opgørelsen omfatter kun kreditinstitutters udlån i schweizerfranc og ikke f.eks. realkreditlån som evt. efterfølgende er kombineret med indgåelse af en valutaswap.

Kilde: Reuters Ecwin, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Nedskrivninger på og tvangsauktioner over landbrug

Forud for krisen lå antallet af tvangsauktioner over landbrugsejendomme på et meget lavt niveau. Det gælder også, når der korrigeres for, at der er blevet færre landbrug absolut set. Siden er antal landbrug på tvangsauktion steget, så de i løbet af 2011 udgjorde 0,6 pct. af det samlede antal landbrug, jf. figur 11.14. Det er den højeste andel siden 1995.

Figur 11.14 Tvangsauktioner over landbrugsejendomme

Anm.: 12-måneders løbende sum af antal tvangsauktioner over landbrugsejendomme i forhold til det samlede antal bedrifter.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Penginstitutternes nedskrivninger følger til en vis grad udviklingen i tvangsauktionerne. Således var nedskrivningsprocenten på landbrug lav igennem 00'erne og frem til 2008, hvor den løftede sig, jf. figur 11.15. I 2011 udgjorde nedskrivningerne på landbrug 4,5 pct. af udlånene og garantierne. Det er samme niveau som i 1992. Mens nedskrivningsprocenten på landbrug steg i 2010 og 2011, faldt den på penginstitutternes samlede udlån til 1,1 pct. i 2011.

Figur 11.15 Penginstitutternes årlige nedskrivningsprocenter på landbrug og de samlede udlån

Anm.: Årlige nedskrivninger i procent af udlån og garantier før nedskrivninger. Sektorens samlede nedskrivninger er fremkommet ved en sammenvejning af de branche- og sektorfordelte nedskrivninger med udlån og garantier som vægtgrundlag. Landbrug mv. omfatter landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri.
 Kilde: Finanstilsynet.

11.6 Pengeinstitutternes corporate governance

Den måde et pengeinstitut – eller en hvilket som helst anden virksomhed – bliver drevet på er først og fremmest ledelsens ansvar. Risikoopbygning i visse pengeinstitutter har haft et omfang, hvor den daglige ledelse og bestyrelsen burde have været bevidste om risikoen, og hvor bestyrelsen – i dets egenskab af kontrolorgan – burde have stillet sig særdeles kritisk overfor den daglige ledelse.

Flere forhold har formentlig bidraget til, at det ikke skete. Eksempelvis bidrog den usædvanlige lange periode med boligprisstigninger fra 1994 til 2007 og det forhold, at andre pengeinstitutter tilsyneladende havde stor succes med at påtage sig risikofyldte engagementer formentlig til, at der var meget lille fokus på risici generelt. Der er imidlertid en række forhold i relation til corporate governance, som kan have bidraget til, at bestyrelsen og aktionærerne fik en for tilbagetrukket rolle.

Udbredte begrænsninger på ejerindflydelse

Blandt de danske børsnoterede pengeinstitutter er ejer- og stemmeretsbegrænsninger, fravær af en storaktionær, etablering af repræsentantskaber, navnenoteringer af aktier og korte frister til at stille forslag ved generalforsamlingerne langt mere udbredte end i de øvrige danske børsnoterede selskaber. Hvert af disse forhold kan have negativ indflydelse på aktionærernes reelle magt.

Utilstrækkelig kontrol af daglig ledelse

Advokatundersøgelserne af de institutter, som er overtaget af Finansiell Stabilitet A/S, viser i flere tilfælde, at bestyrelsen ikke i tilstrækkelig grad udfyldte sin rolle som kontrolorgan i forhold til direktionen. Det er ligeledes Finanstilsynets erfaring, at bestyrelser i en række tilfælde ikke har ført den nødvendige kontrol med direktionen, jf. § 352a-rapporterne. Der har ganske enkelt ikke været et reelt modspil til direktionen.

Uhensigtsmæssigt udformede incitamentsprogrammer

Den betydelige magt, som aktionærernes og bestyrelsernes tilbagetrukne roller har givet pengeinstitutternes daglige ledelse, er i nogle tilfælde blevet brugt til at påføre pengeinstituttet betydelige risici. Store fratrædelsesordninger og incitamentsprogrammer har formentlig forstærket denne adfærd. Sammensætningen af incitamentsordningerne tyder på, at ordningerne ofte har været designet af bankdirektøren, selvom det formelt er bestyrelsen, som træffer beslutningen. Tidspunktet for indførelsen af ordninger tyder dog ikke på, at det alene er incitamentsordningerne, der har øget risikotagningen, men derimod at incitamentsprogrammerne er blevet indført for bankdirektører, som i forvejen har været risikovillige.

Det centrale problem ser derfor ud til at være, at corporate governance – bl.a. på grund af, at aktionærbegrænsninger og bestyrelsessammensætningen – ikke i tilstrækkelig grad har begrænset de bankdirektører, som havde en høj risikovillighed.

I det følgende beskrives, hvordan aktionærhindrenger, bestyrelsessammensætningen og revisorernes arbejde, hver især kan have bidraget til at svække corporate governance-strukturen i pengeinstitutterne.

Den følgende behandling af aktionærforhold og aflønning er primært baseret på oplysninger om de 44 børsnoterede pengeinstitutter, som eksisterede i Danmark i ultimo 2007, jf. bilag F.1.⁷ Afgrænsning til børsnoterede pengeinstitutter er valgt, fordi tilgængeligheden af selskabsoplysninger er langt større end for de øvrige institutter bl.a. som følge af skrappe informationskrav for børsnoterede institutter. Derudover udgør de børsnoterede pengeinstitutters balance størstedelen af den samlede balance for de danske pengeinstitutter.

11.6.1 Aktionærforhold og -begrænsninger

En række forhold i aktieselskaber kan bidrage til at begrænse aktionærernes reelle indflydelse, jf. Bechmann og Raaballe (2009b). Sådanne aktionærhindringer kan omfatte ejerbegrænsninger, stemmeretsbegrænsninger, repræsentantskab, navnenotering af aktier og kort frist til at stille forslag til generalforsamling. Denne type aktionærhindringer er meget mere udbredte blandt danske pengeinstitutter end blandt de øvrige børsnoterede selskaber i Danmark, jf. tabel 11.7.

Tabel 11.7 Aktionærhindringer i børsnoterede danske selskaber				
Aktionærhindringer	Pengeinstitutter (44)		Andre selskaber (129)	
	Antal	I procent	Antal	I procent
Ejerbegrænsning	19	43	0	0
Stemmeretsbegrænsning	38	86	3	2
Repræsentantskab	33	75	0	0
Navnenotering af aktier	43	98	41	32
Kort frist til at stille forslag til generalforsamling ...	37	84	61	47
Anm.: Tabellen viser udbredelsen af de væsentligste aktionærforhindringer i de 44 børsnoterede danske pengeinstitutter i datasættet sammenlignet med den samlede population af 129 andre selskaber noteret på NASDAQ OMX Copenhagen. Informationen stammer fra de nyeste vedtægter fra pengeinstitutterne med skæringsdato 1. april 2009 og fra andre selskaber med skæringsdato 15. september 2009. Kilde: Bechmann og Raaballe (2009b).				

Stemmeretsbegrænsninger

Stemmeretsbegrænsninger fandtes i 2009 i 86 pct. af de danske børsnoterede pengeinstitutter. De mest udbredte stemmeretsbegrænsninger er et loft på stemmeretten på mindre end 0,05 pct., jf. tabel 11.8. Median af stemmeretsbegrænsningen er 0,03 pct. af stemmerne, mens minimum er under 0,0001 pct. Stemmeretsbegrænsninger findes stort set ikke i de øvrige børsnoterede danske selskaber, og i de tre selskaber (svarende til 2 pct. af selskaberne), hvor der findes en begrænsning, er den henholdsvis 7,5 pct., 10 pct. og 20 pct.

Stemmeretsbegrænsningerne i de danske pengeinstitutter var allerede indført før 1986. I perioden frem til finanskrisen var der to pengeinstitutter, der afskaffede begrænsningerne, mens en del af pengeinstitutterne indirekte skærpede begrænsningerne. Skærpelsen skyldes i næsten alle tilfælde, at pengeinstitutterne i perioden udvidede aktiekapitalen og samtidig fastholdt antallet af stemmer, som aktionæren

⁷ De 44 aktieselskaber omfatter kun pengeinstitutter, der er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen. Det betyder bl.a., at Nordea ikke indgår i opgørelsen.

maksimalt kunne afgive i henhold til bankens vedtægter. Fusioner mellem pengeinstitutter har ligeledes bidraget til øgede stemmeretsbegrænsninger.

Tabel 11.8 Stemmeretsbegrænsninger i danske børsnoterede pengeinstitutter							
Promille	≤0,01	0,01-0,1	0,1-0,5	0,5-1	1-10	10-50	50-100
Antal	4	9	13	5	4	2	1
Anm.: Tabellen viser fordelingen af størrelsen på de stemmeretsbegrænsninger, der findes i 38 af de børsnoterede pengeinstitutter. Stemmeretsbegrænsningen er målt i promille af aktiekapitalen. I de angivne intervaller er den største værdi indeholdt i intervallet, mens den mindste værdi ikke er. En observeret grænseværdi indgår således kun i det mindste af de to mulige intervaller. Kilde: Bechmann og Raaballe (2009b).							

Ejerbegrænsninger

De ejerbegrænsninger, der findes i 43 pct. af de danske børsnoterede pengeinstitutter, er normalt 10 pct., men er i nogle tilfælde enten 5 pct. eller 15 pct.

I 75 pct. af de børsnoterede pengeinstitutter er der indirekte valg af bestyrelsen. På generalforsamlingen vælges et repræsentantskab, som ofte har mellem 30 og 100 medlemmer, som senere vælger bestyrelsen. Bestyrelsen er typisk ikke ansvarlig overfor repræsentantskabet, og repræsentantskabet besidder ofte ikke stor viden om pengeinstituttet. I de øvrige børsnoterede selskaber er der ikke eksempler på repræsentantskaber.

I 98 pct. af de børsnoterede pengeinstitutter er det et krav, at dets aktier skal være navnenoterede. Det indebærer, at ledelsen kender aktionærerne og deres aktiebeholdning i banken, hvorimod den enkelte aktionær kun har oplysning om sin egen beholdning. Det er en stor fordel for pengeinstituttets ledelse, hvis den eksempelvis ønsker at fremskaffe blankofuldmagter fra "venligtsindede" aktionærer. Krav om navnenotering forekommer i 32 pct. af de øvrige børsnoterede selskaber.

I 84 pct. af de børsnoterede pengeinstitutter kan aktionærerne som følge af bankens vedtægter i praksis kun stille forslag til bankens generalforsamling, hvis dette forslag er indleveret inden offentliggørelsen af bankens årsregnskabsmeddelelse. Det er dog det samme for 47 pct. af de øvrige børsnoterede selskaber.

Ejer- og stemmeretsbegrænsninger som dem, der er beskrevet ovenfor, er primært et dansk fænomen, jf. Bechmann og Raaballe (2010). Begrænsningerne forekommer i enkelte sydeuropæiske lande, men de forekommer at være begrænsede sammenlignet med danske pengeinstitutter.

Det har i den danske akademiske litteratur været diskuteret, om udbredelsen af ejer- og stemmeretsbegrænsninger i danske pengeinstitutter har været en medvirkende årsag til problemerne i visse danske pengeinstitutter. Bechmann & Raaballe har i en række artikler (Bechmann & Raaballe 2008, 2009, og 2010) argumenteret for, at ejer- og stemmeretsbegrænsninger har holdt større uafhængige aktionærer væk fra visse pengeinstitutter og at dette i flere tilfælde har ført til, at den daglige ledelse er blevet for magtfuld og har taget for meget risiko. Bechmann & Raaballe (2008, 2009, og 2010) påviser derudover empirisk, at der har været en systematisk tendens til, at pengeinstitutter, der ikke havde en uafhængig storaktionær i ejerkredsen, tog mere risiko inden krisen og har haft større tab efter krisen, herunder at relativt flere er ble-

vet nødlidende efter krisen. De empiriske resultater i Bechmann & Raaballe er blevet modgået af Rose (2010). Bechmann & Raaballe (2010) responderer på Rose (2010) og finder, at deres resultater er robuste.

Bechmann & Raaballe's resultater bliver ligeledes delvist modgået i Østrup (2013). Østrup diskuterer argumenter for, hvorfor ejer- og stemmeretsbegrænsninger kan være en fordel i finansielle virksomheder. Blandt andet kan stemme- og ejerbegrænsninger bidrage til at reducere indflydelsen fra store aktionærer, der kan have dårlig indflydelse på pengeinstitutternes drift. Det kan i den forbindelse konstateres, at en række ejendomsrelaterede investorer i perioden op til finanskrisen opkøbte store aktieposter i flere mindre danske pengeinstitutter.

Østrup udvider derudover det af Bechmann & Raaballe brugte datasæt til at inkludere visse ikke-børsnoterede pengeinstitutter samt visse andels- og sparekasser. Østrup finder, at pengeinstitutter, der ikke havde en uafhængig storaktionær i deres ejerkreds, i gennemsnit tog mere risiko inden krisen (i form af højere udlånsvækst og gearing) og havde større tab efter krisen i forhold til pengeinstitutter, der havde en uafhængig storaktionær i ejerkredsen (i overensstemmelse med Bechmann & Raaballe's resultater), mens spare- og andelskasser findes at have taget mindre risiko inden krisen og har haft lavere tab efter krisen.

I Astrup (2013) omtales de fondsejede sparekasseselskaber, der er blevet udskilt og omdannet til aktieselskaber som eksempel på en særlig problematisk governance struktur, hvor ledelsen de facto har haft stor indflydelse på fondens midler. I alt er 18 sparekasser blevet omdannet til aktieselskaber. Heraf er 7 gået fallit, mens 6 har måttet opgive selvstændigheden og ladet sig overtage af en anden.

Lov om finansiell virksomhed indeholder krav om, at der skal være stemmeretsbegrænsninger i både spare- og andelskasser. Formålet med loven er, at en enkelt garant eller andelshaver ikke skal kunne udøve bestemmende indflydelse. For spare- og andelskasser er der derfor ikke kun mulighed for at have vedtægtsmæssige ejer- og stemmeretsbegrænsninger, i lighed med f.eks. de børsnoterede aktieselskaber, men der er også egentlig lovmæssige stemmeretsbegrænsninger. I 2010 blev der fremsat lovforslag om ophævelse af dette krav, fordi det ville kunne forhindre nødvendige kapitalindskud fra investorer, da indskydere af større beløb af kapital generelt ønsker at få indflydelse i overensstemmelse med indskuddet. Ophævelsen af det lovbestemte krav skulle give institutterne mulighed for at give investorer indflydelse uden nødvendigvis at skulle omdanne sig til et aktieselskab, jf. ovenfor, og dermed foretage en grundlæggende ændring af selskabsformen. Desuden kan lovkravet være medvirkende til at beskytte en bestyrelse, som ellers ville blive afsat. Lovforslaget indebar ikke, at spare- og andelskasserne ville være nødt til at ophæve de vedtægtsbestemte stemmeretsbegrænsninger. Lovforslaget mødte dog betydelig modstand bl.a. pga. frygt for, at en investor alligevel skulle opnå dominerende indflydelse.

11.6.2 Bestyrelsernes sammensætning

Bestyrelsernes sammensætning, og medlemmernes kompetencer, har betydning for bestyrelsens evne til at forstå pengeinstituttets forretningsmæssige forhold, og den kan fungere som kontrolorgan for instituttets ledelse.

Op til krisen har en uvidende bestyrelse i en række tilfælde ikke kunne føre den nødvendige kontrol med direktionen. Advokatundersøgelserne af de nødlidende institutter i Finansiell Stabilitet A/S og Finanstilsynets § 352a-rapporter om de nødlidende institutter peger begge på, at et gennemgående træk ved de nødlidende institutter har været dårlige corporate governance forhold i relation til institutternes ledelsesmæssige forhold. Der har grundlæggende været en uhensigtsmæssig magtbalance mellem bestyrelse og direktion, som for flere institutter har givet direktionen mulighed for at drive institutterne ud fra egne interesser frem for ejernes langsigtede interesser.

Bestyrelsens uafhængighed i forhold til direktionen er afgørende for, om bestyrelsen kan fungere som kontrolorgan. Det er særligt relevant i lyset af de hindringer, der er for, at aktionærerne får reel indflydelse. Normalt vil det være aktionærerne, der skal sikre, at bestyrelsen varetager aktionærernes interesser, og at bestyrelsen er tilstrækkelig kompetent og uafhængig. Når aktionærernes magt er stækket, vil det i praksis ofte være den daglige ledelse, der kommer med forslag til, hvem der vælges ind i repræsentantskabet og/eller bestyrelsen. Dermed kan bestyrelsens uafhængighed og magt i forhold til ledelsen blive truet, jf. Bechmann (2012a). Det bør noteres, at fravær af ejer- og stemmeretsbegrænsninger ikke i sig selv sikrer gode bestyrelser. Ejer- og stemmeretsbegrænsninger udgør dog en barriere for, at virksomhedens ejere kan gøre deres holdning gældende i forhold til deres ejerandel. Det kan medvirke til at holde større professionelle investorer væk fra sådanne virksomheder. Finanstilsynets skærpede krav til bestyrelserne i pengeinstitutterne adresserer ikke direkte behovet for uafhængige bestyrelsesmedlemmer.

11.6.3 Udviklingen i incitamentsaflønning

Anvendelsen af incitamentsaflønning i de børsnoterede danske pengeinstitutter er afdækket i Bechmann og Raaballe (2009a) og Bechmann og Raaballe (2012). Kortlægningen af incitamentsaflønning til bankdirektører er beskrevet i bilag F.2.

Bestyrelsesmedlemmerne i alle pengeinstitutter blev i perioden 1995-2008 aflønnet med faste honorarer. I 2008 modtog et gennemsnitligt (median) bestyrelsesmedlem et honorar på 132.000 kr. (102.000 kr.), og der er eksempler på bestyrelser, hvor medlemmerne modtog et honorar på under 50.000 kr. Det rejser spørgsmålet, hvorvidt man kan forvente egnede bestyrelsesmedlemmer med en så lav aflønning.

Incitamentsaflønning har været anvendt til direktionen i 20 af de 44 børsnoterede pengeinstitutter på et tidspunkt i perioden 2001-08, jf. tabel 11.9. Af disse havde seks pengeinstitutter alene bonusaflønning, syv havde alene aktiebaseret aflønning, mens syv anvendte begge typer aflønning. Den aktiebaserede aflønning foregik næsten udelukkende med aktieoptioner. I 14 af institutterne betragtes incitamentsaflønningen som væsentlig, fordi den udgjorde mere end 20 pct. af den faste løn i et eller flere år i perioden. Denne grænse svarer til den grænse for variabel aflønning, som blev etableret i Bankpakke II.

Tabel 11.9 Anvendelsen af aktie- og bonusprogrammer i penginstitutterne, 2001-08

Penge-institutter	Kun aktieaflø- nning	Kun bonusaflø- ning	Både bonus- og aktieaflø- ning	Aktie- eller bonusafløn- ning	Væsentlig ak- tie- eller bo- nusafl.
Antal	6	7	7	20	14
Procent	14	16	16	45	32

Anm.: Opgørelsen omfatter 44 pengeinstitutter. Tabellen omfatter incitamentsaflø-
ning i perioden 2001-08, hvor der i et institut i mindst et år er tildelt ny aktiebase-
ret aflønning eller udbetalt bonus. Væsentlig incitamentsaflø-ning er defineret som aflønning, hvor tildelingen udgør mere end 20 pct. af den faste løn på
tildelingstidspunktet.
Kilde: Pengeinstitutternes årsregnskaber.

Størstedelen af incitamentsaflø-ningen (67 pct.) er indført i årene 2005-07. Der blev indført en del aktiebaserede programmer i 2006, mens en række bonusprogrammer blev indført i 2007.

I årsrapporterne er der kun angivet detaljerede oplysninger om bonusbetalinger for syv af de 13 penginstitutter, som har anvendt dem. I disse institutter er der oplysninger om i alt 28 bonusudbetalinger. I disse syv institutter har et bonusprogram typisk medført bonusudbetalinger til bankdirektøren hvert år i perioden 2001-08. Den gennemsnitlige (median) bonus er på 1,3 mio. kr. (0,9 mio. kr.). Det svarede i gennemsnit (median) til 52 pct. (25 pct.) af den faste aflønning inkl. pension. Det er uvist, om mønsteret er tilsvarende i de øvrige seks institutter, hvor der ikke foreligger oplysninger.

For alle institutter, der har anvendt aktieaflø-ning, foreligger de nødvendige oplysninger til at beregne denne del af den administrerende direktørs løn. Den gennemsnitlige (median) aktieaflø-ning målt som tildelingsværdi udgør 3,2 mio. kr. (2,3 mio. kr.). Det svarer i gennemsnit (median) til 86 pct. (76 pct.) af den faste løn inklusive pension i år, hvor der er foretaget tildelinger.

Omfanget af bonusaflønning og specielt aktieaflø-ning er højt sammenlignet med andre børsnoterede selskaber. Eksempelvis ligger den gennemsnitlige (median) værdi af aktieaflø-ning målt relativt til den faste løn på omkring 25 pct. (20 pct.) i andre børsnoterede selskaber i samme periode, jf. Bechmann (2007). Det skal dog bemærkes, at der for en stor del af penginstitutterne – specielt i forhold til optionsaflø-ningen – er tale om enkelte meget store tildelinger frem for flere mindre tildelinger. Mindre løbende tildelinger kan være med til at undgå, at der i forbindelse med tildelingerne og optionernes udløb opstår uhensigtsmæssige kortsigtede incitamenter.

Udviklingen i løn til bankdirektører og bestyrelseslø-ninger har ligget over den generelle lønudvikling i hele perioden 1995-2008, men specielt i perioden 2004-08, hvor stigningsprocenterne har været to til fire gange højere end den generelle lønudvikling, jf. tabel 11.10. Det kan der naturligvis være flere gode grunde til. Eksempelvis havde de administrerende direktører i andre børsnoterede selskaber i denne periode også stigningsprocenter, der var væsentligt højere end den generelle lønudvikling.⁸ Det interessante er derfor primært, at der i pengeinstitutter med incitamentsaflø-ning

⁸ Dette følger af eksempelvis Bechmann (2007). Det kan i den forbindelse diskuteres, om det er relevant at sammenligne lønudviklingen blandt danske bankdirektører med den administrerende direktør i andre danske børsnoterede selskaber. Eksempelvis kan det tænkes, at løndannelsen i de største danske selskaber i højere grad er påvirket af den internationale lønudvikling, end det er tilfældet blandt de mindre pengeinstitutter.

har været tale om noget højere stigningsprocenter end i pengeinstitutter uden incitamentsaflønning.

Tabel 11.10 Lønudvikling for bankdirektører og bestyrelsesmedlemmer, 1995-2008

Årlig stigning, pct.	Pengeinstitutter uden incitamentsaflønning		Pengeinstitutter med incitamentsaflønning		Generel lønudvikling
	Bankdirektør	Bestyrelsesmedlem	Bankdirektør	Bestyrelsesmedlem	
1995-2008	7,22	4,72	10,67	6,00	3,87
1995-2004	6,57	4,03	8,88	5,33	3,98
2004-2008	8,61	6,25	14,81	7,53	3,63

Anm.: Den samlede aflønning er opgjort som summen af fast løn, pension, bonusaflønning, værdien af aktieaflønning samt eventuel fratrædelsesgodtgørelse. Bankdirektørernes aflønning angives ikke nogle altid særskilt, men som en del af den samlede direktionens aflønning. I så fald er det antaget, at den administrerende direktør modtager 50 pct. mere end de øvrige medlemmer i direktionen. Dette forhold bekræftes af de tilfælde, hvor lønnen er oplyst særskilt. Black-Scholes optionspris-model er anvendt til at fastsætte værdien af aktieaflønning på tildelingstidspunktet. Den generelle lønudvikling omfatter alene den private sektor.

Kilde: Pengeinstitutternes årsregnskaber, Danmarks Statistik.

Resultatet er interessant, fordi det må forventes, at en arbejdsgiver, som indgår en aftale om væsentlig incitamentsaflønning, vil reducere direktørens faste løn inkl. pension. Blandt de 14 institutter var der kun ét tilfælde, hvor det skete – og det var i et pengeinstitut med en storaktionær. Det tyder ikke på, at incitamentsaflønning generelt var et resultat af en velovervejede beslutning i bestyrelsen. Tallene tyder snarere på, at incitamentsaflønning blev indført på bankdirektørens initiativ. De store enkeltvise tildelinger af optioner, som kunne give kortsigtede incitamenter, tyder ligeledes ikke på at være et resultat af en velovervejede beslutning i bestyrelsen.

Samtidig kan det konstateres, at bestyrelsernes løn (som i alle tilfælde var fast) steg i forbindelse med direktørens incitamentsaflønning. Blandt de 14 pengeinstitutter, der har indført væsentlig incitamentsaflønning, voksede bestyrelsens aflønning (omend mere moderat end direktørens) i 86 pct. af tilfældene (7 pct. inden, 36 pct. samtidig og 43 pct. umiddelbart efterfølgende). Der er ikke oplagte grunde til, at bestyrelsens løn skal stige i den situation, hvilket tyder på, at det ikke i realiteten er bestyrelsen, der har valgt at indføre incitamentsaflønning.

Der er med andre ord en række klare indikationer på, at incitamentsaflønningen ikke er indført i de danske pengeinstitutter som følge af aktionærernes krav om, at ledelsen skulle fokusere på *shareholder value*. Tidspunktet for indførelsen af incitamentsaflønning i banksektoren har desuden været helt anderledes end i alle andre børsnoterede selskaber. Optionsaflønning blev primært indført i andre børsnoterede selskaber i perioden fra 1995 til 2001, og i 2001 nåede både antal og andel børsnoterede selskaber med optionsaflønning det hidtil højeste niveau, jf. Bechmann (2011).

Danske børsnoterede pengeinstitutter er i forlængelse af finanskrisen og reguleringen af incitamentsaflønningen i Bankpakke I og II generelt gået væk fra anvendelsen af incitamentsaflønning til direktionen. I 2011 anvendte kun tre pengeinstitutter egentlig incitamentsaflønning, og, bl.a. som følge af begrænsningerne i Bankpakke II, anvendte ingen aflønning baseret på aktieoptioner, jf. Bechmann og Nielsen (2011) og Bechmann (2012c).

Eksempler på god og dårlig incitamentsaflønning

Som nævnt kan incitamentsprogrammer virke uhensigtsmæssigt afhængig af deres konstruktion.⁹ Blandt de danske pengeinstitutter er der både eksempler på god og dårlig incitamentsaflønning, jf. nedenfor.

Et af de mest velkendte optionsprogrammer var tildelingen til den administrerende direktør i Roskilde Bank i februar 2003. Der var tale om en forholdsvis stor enkelttildeling, hvis værdi allerede på tildelingstidspunktet udgjorde mere end 120 pct. af vedkommendes faste løn, som i forvejen virkede ganske høj. Den store enkelttildeling betød, at direktørens samlede løn i høj grad ville blive påvirket af optionens værdi, når den udløb efter seks år. Da Roskilde Banks aktiekurs nåede sit højeste niveau på 677 i april 2007, var værdien af tildelingen knap 140 mio. kr., og en ændring i aktiekursen på 1 kr. medførte en ændring i værdien af tildelingen på mere end 233.000 kr.

Det kan medføre kortsigtede incitamenter, hvis en enkelt betydelig optionspost kan omsættes til en udbetaling på et enkelt tidspunkt. Havde man i stedet foretaget flere mindre tildelinger, ville incitamenter knyttet til én enkelt tildeling have været mindre, fordi kortsigtet optimering op til en udbetaling kan påvirke værdien af efterfølgende udbetalinger negativt.

Blandt flere af de børsnoterede pengeinstitutter er der kun foretaget en stor enkelttildeling, og i visse tilfælde overstiger tildelingerne omfanget i Roskilde Bank. Flere tildelinger havde på tildelingstidspunktet en værdi på 3-4 gange årslønnen, men da tildelingerne skete senere, nåede værdierne ikke samme niveau som i Roskilde Bank.¹⁰

Danske Bank har ligeledes haft et omfattende optionsprogram, hvis samlede værdi til direktionen næsten svarede til samme niveau som i Roskilde Bank, men tildelinger blev delt mellem flere medlemmer af direktionen. Danske Banks indførelse af optionsaflønning adskiller sig fra de fleste andre pengeinstitutter ved, at den faste løn blev justeret ned ved indførelsen af optionsprogrammet. Desuden foretog Danske Bank optionstildelinger hvert år efter indførelsen i 2001 (frem til Bankpakke I), og de enkelte var typisk noget mindre end tildelingerne i de øvrige pengeinstitutter.

11.6.4 Fratrædelsesordninger

Fratrædelsesordninger er ligeledes centrale i forhold til den samlede vurdering af bankdirektørernes aflønning – særligt, hvis de kombineres med variabel aflønning. En bankdirektør, som eksempelvis både tildeles et stort optionsprogram og en attraktiv fratrædelsesordning, som kommer til udbetaling næsten uanset årsagen til fratrædelsen, har incitament til at tage betydelige risici. Opnår pengeinstituttet en høj vækst og gode resultater, så bliver optionsprogrammet værdifuldt, mens han i tilfælde af dårlige resultater stadig kan forvente af få fratrædelsesgodtgørelsen. Direktøren har

⁹ For en mere grundig gennemgang af, hvad der kendetegner gode incitamentsprogrammer henvises til Komiteen for god selskabsledelse (2008) og Bechmann (2012b).

¹⁰ Det skal dog nævnes, at der blandt banker, der var tidligt ude med optionstildelinger findes flere eksempler på bankdirektører, der indkasserede tocifrede milliongevinster på udnyttelse af optioner inden finanskrisen satte aktiekurserne under pres.

således økonomisk set alt at vinde, og intet at tabe, ved at lade pengeinstituttet påtage sig risici. Det er stort set umuligt at få overblik over de fratrædelsesordninger, der anvendes i den danske banksektor. En række kendte eksempler de seneste år indikerer dog, at relativt store fratrædelsesgodtgørelser, der kommer til udbetaling stort set uafhængigt af fratrædelsesgrunden, er ganske normale i den danske banksektor. Begge disse forhold strider mod anbefalinger om god selskabsledelse.

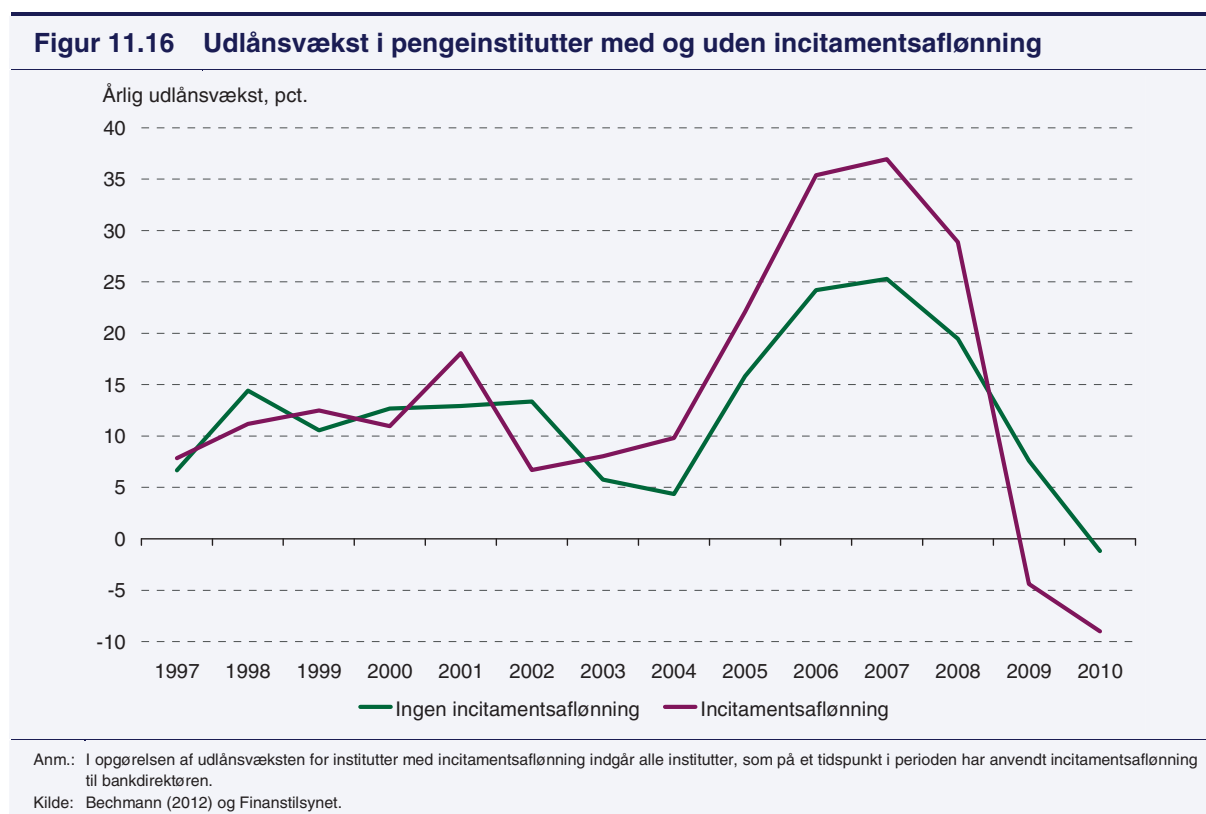
11.6.5 Sammenhæng mellem corporate governance og risikotagning

Beskrivelserne ovenfor illustrerer en række mulige sammenhænge mellem corporate governance og udviklingen i institutterne. En opgørelse af forskellene på de institutter, som blev nødlidende under krisen, underbygger en mulig sammenhæng, jf. tabel 11.11. Der var således 85 pct. af de ophørte institutter, som anvendte incitamentsaflønnning.

Tabel 11.11 Forskelle mellem ophørte og øvrige børsnoterede pengeinstitutter				
Egenkapital 2007, pct.				
	Antal	Andel med inc.af., pct.	Gennemsnit	Median
Ophørte	13	85	7,93	7,80
Øvrige pengeinstitutter	31	29	10,96	10,50

Anm.: Egenkapital er opgjort i pct. af risikovægtede aktiver.
Kilde: Bechmann, Ken L.

I dette afsnit opsummeres de identificerede statistisk signifikante relationer mellem risikotagning og resultater for pengeinstitutter og deres karakteristika i forhold til anvendelse af incitamentsaflønnning.



Udlånsvæksten var i gennemsnit markant højere blandt de pengeinstitutter, som anvendte incitamentsaflønnning i perioden, jf. figur 11.16. Forskellen mellem de to grupper pengeinstitutter er signifikant i årene 2003-07 – både målt på gennemsnit og median.

Der opnås omtrent samme resultater, når forholdet mellem udlån og indlån anvendes som mål for risikotagning, som hvis udlånsvæksten anvendes. I det følgende og i bilag F.2 er målet for risikotagning baseret på forholdet mellem indlån og udlån.

Pengeinstitutter med incitamentsaflønnning har således taget signifikant større risici end de øvrige pengeinstitutter, jf. også tabel F.2. Risikotagning var imidlertid generelt forhøjet både før og efter indførelsen af incitamentsprogrammet. I størstedelen af pengeinstitutterne blev incitamentsaflønnning indført i årene 2005-07, mens den øgede risikotagning begyndte allerede i 2003.

Pengeinstitutter med incitamentsaflønnning havde desuden signifikant dårligere resultater målt både på egenkapitalens forrentning og aktieafkastet, jf. tabel F.3. Samtidig var disse pengeinstitutters resultater ikke signifikant bedre i årene 2000-07 end for de øvrige institutter.

Da risikotagningen begyndte inden indførelsen af incitamentsaflønnning, giver det indtryk af, at udviklingen i høj grad afhænger af bankdirektørernes personlige egenskaber. Fraværet af væsentlig aktionærindflydelse, og fraværet af en kompetent og uafhængig bestyrelse, har givet de bankdirektører, som var tilbøjelige til at tage store risici, for frie tøjler. Det er derfor vigtigt, at de mekanismer i corporate governance, som har til formål at kontrollere ledelsen, ikke er stækkede. Da bankdirektører, som er tilbøjelige til at løbe store risici, ikke på forhånd kan identificeres, forekommer den mest afgørende faktor for at sikre sund bankdrift at være en kompetent og uafhængig bestyrelse, som repræsenterer aktionærernes interesser.

11.6.6 Andet i relation til corporate governance

Det fremgår af oplysningsforpligtigelserne fra 2005 for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs, at "Danske selskaber skal i deres årsrapport give en redegørelse for, hvorledes de forholder sig til Anbefalingerne for god selskabsledelse, som er en del af dette regelsæt. Selskaberne skal anvende "følg eller forklar" – princippet ved udarbejdelsen af redegørelsen." Penginstitutterne skal således som minimum i årsrapporten redegøre for de anbefalinger, som ikke følges.

Borup (2010) har foretaget et grundigt studie af de redegørelser, der findes i årsrapporterne for 2007, med følgende overordnede konklusioner: "Det overordnede billede er, at de fleste pengeinstitutter ikke følger anbefalingerne. For de 44 børsnoterede pengeinstitutter blev der identificeret 277 afvigelser, og disse var primært relateret til *åbenhed og gennemsigtighed* (18 pct.), *bestyrelsens sammensætning* (49 pct.) og *bestyrelsens og direktionens vederlag* (22 pct.).".

Afvigelserne fra anbefalingerne omkring bestyrelsens sammensætning og vederlag til bestyrelsen og direktionen virker hverken rimelige eller velbegrundede. I forhold til anbefalinger om bestyrelsens sammensætning er der 77 pct. af de børsnoterede penginstitutter, hvor anbefalingen vedrørende rekruttering og valg af bestyrelsesmed-

lemmer ikke følges. Bestyrelsesmedlemmerne er typisk ikke valgt gennem en "formel, grundig og gennemsigtig proces", som det ellers anbefales. Derudover er der mange institutter, hvor anbefalinger omkring valgperiode og evaluering af bestyrelsens og direktionens arbejde ikke følges, hvilket vurderes ikke at være i overensstemmelse med god selskabsledelse.

Ligeledes følger halvdelen af penginstitutterne ikke anbefalingen om at have en vederlagspolitik, og 61 pct. følger ikke anbefalingen om åbenhed om vederlag.

Endelig er det bemærkelsesværdigt, at en lang række af penginstitutterne giver identiske redegørelser omkring corporate governance. I bilag F.3 er gengivet en række tilfældigt udvalgte eksempler. Når disse redegørelser stort set gengives ordret efter skabelonen udarbejdet af Lokale Pengeinstitutter, synes det at indikere, at der i disse pengeinstitutters bestyrelser ikke arbejdes grundigt med anbefalingerne vedrørende corporate governance eller at bestyrelserne har tillagt henstillingerne ringe relevans.¹¹

11.6.7 Revisorernes rolle

Revisor er offentlighedens tillidsrepræsentant og skal afgive erklæring om, hvorvidt års- og koncernregnskabet giver et retvisende billede af det enkelte instituts, og hvis der er udarbejdet koncernregnskab, koncernens aktiver og passiver, økonomiske stilling samt resultat. At revisor er "offentlighedens tillidsrepræsentant" vil sige, at revisor ved udførelsen af en revision også skal varetage hensynet til virksomhedens omverden og skal være objektiv i sit virke.

Årsrapporten skal udarbejdes ud fra nogle grundlæggende principper om bl.a. klarhed og substans samt væsentlighed. Sidstnævnte princip indebærer, at alle relevante forhold skal indgå, medmindre, de er ubetydelige. Anses flere ubetydelige forhold tilsammen for at være betydelige, skal de dog indgå. Ligeledes skal årsrapporten bygge på en forudsætning om going concern, hvorved forstås, at driften formodes at kunne fortsætte, medmindre den ikke skal, eller ikke antages at kunne, fortsætte. Hvis der ikke står noget om going concern i regnskab eller påtegning, betyder det, at både ledelsen og revisor vurderer, at virksomheden kan fortsætte driften det næste år. Hvis revisor vurderer, at der er usikkerhed om, hvorvidt virksomheden kan fortsætte driften, og usikkerheden ikke er tilstrækkeligt oplyst i regnskabet, skal revisor tage forbehold for den manglende eller utilstrækkelige oplysning.

Det er det enkelte instituts ledelse, som er ansvarlig for at udarbejde årsregnskabet. Dermed er det også ledelsen, som står inde for, at oplysningerne i årsregnskabet er rigtige og overholder kravene i loven. At årsregnskabet skal revideres vil sige, at en ekstern og uafhængig revisor kontrollerer oplysningerne i ledelsens regnskab. Uan-

¹¹ Samme kritikpunkt er blevet rejst i forbindelse med bestyrelsernes udarbejdelse af en kompetenceprofil for den ideelle bestyrelse. Her har en række pengeinstitutter også gengivet helt samme hensigtserklæring og adspurgt om Lokale Pengeinstitutter har hjulpet med denne formulering er svaret: "Vi har udarbejdet en skabelon med inspiration til forskellige svar til vores medlemmer med, hvordan de kan overveje at redegøre for deres efterlevelse af Corporate Governance-anbefalingerne. I tilfældet med denne skabelon har vi understreget, at skabelonen alene skal ses som et udgangspunkt for det enkelte medlems eget arbejde med og stillingtagen under behørig hensyntagen til det enkelte pengeinstituts egne forhold.", se Bestyrelsesugebrevet (2012).

set, om årsregnskabet er revideret eller ej, er det stadig ledelsens ansvar at sikre, at lovkravene overholdes. Det vil sige, årsregnskabet skal indeholde de oplysninger, loven kræver, og oplysningerne skal være rigtige.

Revisionen kan ses som en kontrol af, at de oplysninger, ledelsen har givet i årsregnskabet, er retvisende, og at årsregnskabet overholder kravene i loven. Revisor vurderer imidlertid ikke, om beslutninger truffet af ledelsen i instituttet er forretningsmæssigt fornuftige.

Revisionens rolle er som nævnt at sikre, at det aflagte regnskab giver et retvisende billede af virksomhedens situation (Årsregnskabsloven). Revisionen kan ske ved en kombination af følgende tre metoder:

- Systemanalytisk revision (eller systemrevision) – hvor det kontrolleres, i hvilken grad den reviderede virksomheds egne forretningsgange og kontroller sikrer en korrekt dataopsamling.
- Regnskabsanalytisk revision – hvor det vurderes, om regnskabets tal er plausible i forhold til den viden, som revisor har om virksomheden.
- Substansrevision – hvor der gennemføres en stikprøvevis kontrol af bilag mv. Substansrevisionen bidrager selvstændigt til revisionens konklusion og bidrager til den systemanalytiske revision.

Resultatet af revisionen er en påtegning¹² af regnskabet, hvor:

1. Det reviderede regnskab identificeres.
2. Det påpeges, at det er ledelsens aflagte regnskab, som er revideret.
3. Der redegøres (kort) for den udførte revision.
4. Der redegøres for eventuelle forbehold (herunder eventuelt forbrug af midler, som ikke er i overensstemmelse med regler eller bevillinger under det offentlige område).
5. Der gives eventuelle supplerende oplysninger.
6. Der konkluderes, om regnskabet kan anses for retvisende.

Såfremt der ikke er forbehold eller supplerende oplysninger, og regnskabet er retvisende, siges der at være tale om en blank påtegning.

Revisor skal føre en revisionsprotokol til instituttets bestyrelse. I revisionsprotokollen skal revisor redegøre for arten og omfanget af de udførte revisionsarbejder og konklusionen herpå. Revisor skal oplyse om væsentlige spørgsmål vedrørende revisionen, herunder især væsentlig usikkerhed, fejl eller mangler vedrørende bogholderi, regnskabsvæsen eller kontroller. Forhold, som normalt må forventes at have betydning for bestyrelsens stillingtagen til regnskabet, skal omtales i protokollen.

Herudover stilles der en række særlige rapporteringskrav (via revisionsprotokollen) til revisorer for finansielle virksomheder. Disse krav fremgår af bekendtgørelse om revisionsgennemførelse i finansielle virksomheder mv. samt finansielle koncerner (revisionsbekendtgørelsen). Der stilles for pengeinstitutter blandt andet krav om, at ledelsen i instituttet skal udarbejde en oversigt over de største engagementer. Oversig-

¹² Ledelsesberetningen var til og med 2008 omfattet af revisionspligten. Fra 2009 blev revisionspligten af ledelsesberetningen afløst af en udtalelse fra revisor om, hvorvidt revisors gennemlæsning af ledelsesberetningen, baseret på den udførte revision af årsregnskabet, har givet anledning til bemærkninger.

ten skal gengives i revisionsprotokollatet. I forlængelse af oversigten skal revisor for hvert enkelt af disse engagementer angive revisors vurdering af den samlede risiko på engagementet og erklære, hvorvidt det enkelte engagement er målt korrekt. Revisor skal tillige oplyse, om pengeinstituttets måling af udlån og garantier er foretaget i overensstemmelse med reglerne herfor.

Erfaringer fra nødlidende pengeinstitutter

Advokatundersøgelserne af de nødlidende pengeinstitutter har også forholdt sig til revisionens rolle. Herudover har der i en række tilfælde været anledning til at undersøge nogle af de forhold nærmere, som Finanstilsynet har konstateret i forbindelse med den almindelige tilsynsvirksomhed. Finanstilsynets observationer af både ekstern¹³ og intern revision i de enkelte institutter kan i hovedtræk beskrives som i nedenstående afsnit.

- Revisor har i flere tilfælde ikke udvist tilstrækkelig professionel skepsis, og manglende kompetencer i forhold til udlånsområdet er blevet afdækket. Det har i et pengeinstitut betydet, at revisor ikke påpegede manglende konstatering af objektiv indikation for værdiforringelse, ikke har foretaget rimelige skøn over betalinger fra låntager ved nedskrivningsberegninger, og, at revisor har overvurderet ejendomsværdier og sikkerhedsværdier.
- Revisor har undladt at reagere på potentielt vildledende oplysninger i ledelsesberetningen i årsrapporten om sikkerhedsstillelsen vedrørende et pengeinstituts udlån, som har kunnet give regnskabslæser et forkert og misvisende billede af instituttets forhold.
- Revisor har undladt at gøre bestyrelsen opmærksom på væsentlige identificerede svagheder på udlånsområdet i et pengeinstitut, herunder kritiske bemærkninger om ubevilgede overtræk, manglende bonitetsvurderinger og overskridelse af bevillingsbeføjelser.
- Revisor har påtegnet regnskab uden tilstrækkeligt revisionsbevis til at udforme en konklusion.
- Revisor har lavet en erklæring i henhold til revisionsbekendtgørelsen om, at et pengeinstituts administrative og regnskabsmæssige praksis på væsentlige områder, herunder forretningsgange og interne kontrolprocedurer, var tilrettelagt og fungerede på betryggende vis på trods af, at der var væsentlige problemer med overholdelse af forretningsgange og mangelfulde kontrolprocedurer.
- Ekstern revision i et pengeinstitut har undladt at påse, at den interne revisionschef fulgte op på kritiske bemærkninger i revisionsrapporter og foretog rettidig rapportering heraf til bestyrelsen. Ekstern revision har samtidig overfor bestyrelsen konkluderet, at den interne revisionschef fungerede tilfredsstillende.
- Mangler i revisionsprotokollatet vedrørende pengeinstitutters største engagementer. I revisionsbekendtgørelsen stilles der krav om gengivelse af en af ledelsen udarbejdet liste over de ti største engagementer samt de engagementer, der overstiger 10 pct. af basiskapitalen. Revisor skal tage stilling til disse samt erklære, hvorvidt han/hun er enig i ledelsens risikovurdering og måling af engagementerne.

¹³ Der er ikke krav om, at institutter med under 100 ansatte skal have en intern revision.

- Undladelse i rapportering til bestyrelsen af identificerede svagheder ved håndtering af området vedrørende transaktioner med nærtstående parter på trods af, at dette var et væsentligt område, herunder at en væsentlig transaktion med en nærtstående part ikke var foretaget på markedsvilkår.
- Manglende påtegning på regnskabet om, at et pengeinstitut havde overtrådt selskabslovgivningen i forbindelse med en kapitalforhøjelse.

Erhvervsstyrelsen har undersøgt revisionen af årsrapporten for Tønder Bank A/S for 2011 og har på den baggrund valgt at indbringe revisor for Revisornævnet. Erhvervsstyrelsens undersøgelse viser bl.a. at:

- Revisor har overtrådt god revisorskik, idet revisor ikke har opnået tilstrækkeligt og egnet revisionsbevis vedrørende bankens måling af engagementer
- Revisor har overtrådt god revisorskik i forbindelse med revisionen af investerings- og domicilejendomme. Der er ikke indhentet tilstrækkelig dokumentation vedr. værdiansættelsen af regnskabsposterne, herunder mangelfuld vurdering af afkastmodel og ekstern ekspertvurdering, mangelfuld dokumentation for fastsættelse af afkastsatser samt mangelfulde begrundelser i forbindelse med ledelsens ændringer af skøn over afkastsatser
- Revisor har overtrådt god revisorskik, idet der i forbindelse med revision af going concern ikke er udført tilstrækkelige revisionshandlinger og konklusionen dermed ikke er tilstrækkeligt dokumenteret
- Revisor har overtrådt revisorloven og revisionsbekendtgørelsen, idet der er mangler i den i revisionsprotokollat vedr. årsrapporten for 2011 afgivne rapportering, for så vidt angår rapportering om usikkerheder i forbindelse med værdiansættelse af bankens domicil- og investeringsejendomme, going concern og solvensopgørelse samt omtale af korrespondance med Finanstilsynet

I de retslige efterspil har revisorernes rolle i de nødlidende institutter også været et gennemgående tema, jf. afsnit 11.6.8. Det kan på denne baggrund synes uklart, hvad revisors rolle egentlig er udover at sikre, at processerne i forbindelse med regnskabsaflæggelsen er i orden. Det skal bl.a. ses i lyset af, at revisorernes eksisterende forpligtelser har været svære at håndhæve, selvom der i mange af sagerne om nødlidende institutter har været stor kritik af revisorernes rolle.

Nationale tiltag

Med lov nr. 617 af 12. juni 2013 er der indført krav om certificering af revisorer i finansielle virksomheder. Certificeringsordningen medfører, at der vil blive stillet minimumskrav til revisors erfaring med revision af finansielle virksomheder samt relevant efteruddannelse. Det primære formål med certificeringsordningen er at øge kvaliteten af revisionen i de finansielle virksomheder og hermed kvaliteten af årsregnskaberne og indberetningerne.

En certificeret revisor forventes via sin erfaring og efteruddannelse at blive bedre i stand til at opdage områder, hvor en virksomhed eksempelvis har implementeret et regelsæt forkert eller afviger væsentligt fra normerne i branchen. Det er Finanstilsynet, der skal give certificering til at revidere pengeinstitutter. Finanstilsynet kan tillige fratage revisor certificeringen, såfremt revisor ikke længere opfylder kravene til være

certificeret, eller, hvis tilsynet finder, at revisor helt eller delvist ikke har fungeret tilfredsstillende, og, hvor der er grund til at antage, at revisor ikke vil varetage revisionen på forsvarlig måde.

Finanstilsynet har i 2013 revideret bekendtgørelse om revisionens gennemførelse i finansielle virksomheder mv. samt finansielle koncerner (revisionsbekendtgørelsen). Bekendtgørelsen indeholder en række yderligere krav til revisors rapportering via revisionsprotokollen til bestyrelsen i finansielle virksomheder. Med den nye bekendtgørelse er de underliggende krav til revisors grundlag for at kunne afgive denne rapportering (revisionshandlingerne) blevet uddybet. Det forventes at den nye bekendtgørelse vil hæve kvaliteten af den udførte revision og den efterfølgende rapportering til bestyrelsen via revisionsprotokollen.

Boks 11.4 Internationale tiltag på revisionsområdet efter finanskrisen

I såvel USA som EU har den finansielle krise givet anledning til kritik af revisorers rolle. I USA har der været afholdt senatshøringer og er anlagt retssager over revisors rolle i forbindelse med blandt andre Lehmanns krak, ligesom der har været kritik af det oligopol, som de såkaldte "BIG 4" revisionsfirmaer besidder.

I EU er rejst en tilsvarende kritik med vægt på to elementer, dels et ønske om bedre kommunikation til både regnskabsbrugere og den reviderede virksomhed af revisors kritiske observationer, dels koncentrationen af revisionsydelser på et mindre antal revisionsfirmaer¹. Kritikken er blandt andet fremsat i Kommissionens grønbog om revision².

Som konsekvens har Kommissionen fremsat forslag til ændring af den eksisterende regulering af revision³ i form af en forordning, som skærper revisionens forpligtelser i forhold til virksomheder af offentlig interesse, med krav om, at revisorpåtegningen blandt andet rummer følgende:

"(k) identify key areas of risk of material misstatement of the annual or consolidated financial statements, including critical accounting estimates or areas of measurement uncertainty; (l) provide a statement on the situation of the audited entity or, in case of the statutory audit of consolidated financial statements, of the parent undertaking and the group, especially an assessment of the entity's or the parent undertaking's and group's ability to meet its/their obligation in the foreseeable future and therefore continue as a going concern;"

Endvidere indeholder Kommissionens forslag en række tiltag til styrkelse af revisorernes uafhængighed. Der foreslås blandt andet krav om øget rotation blandt revisorer ved introduktion af tvungen rotation af revisionsfirma. Der foreslås tillige en begrænsning af omfanget af revisors levering af andre ydelser end revision til revisionsklienter. Pakken forhandles stadig.

IAASBs reaktion

IAASB (The International Auditing and Assurance Standards Board) er det organ, som fastsætter internationale revisionsstandards. IAASB har siden 2009 arbejdet på at forbedre revisorers rapportering til brugere af reviderede regnskaber på grundlag af de mangler, som er konstateret i forbindelse med den finansielle krise.

I maj 2011 offentliggjorde IAASB et konsultationspapir "Enhancing the Value of Auditor Reporting: Exploring Options for Change", som blev fulgt af "Improving the Auditor's Report", som angav muligheder for at forbedre måden og indholdet af revisorers kommunikation til regnskabsbrugere gennem revisionspåtegningen med en invitation til at kommentere. Senest har IAASB på grundlag af de indkomne bidrag offentliggjort "Reporting on Audited Financial Statements: Proposed New and Revised International Standards on Auditing (ISAs)."

IAASB forventer, at de foreslåede ændringer af ISA'er (International Standards on Auditing) vil medføre en forbedring af revisionskvaliteten, herunder øge revisors professionelle skepsis, og en forbedring af brugeres tillid til revisionen. Det er intentionen, at kommunikationen fra revisor til regnskabsbruger skal gøres mere nuanceret end den hidtidige sort/hvide tilgang til blanke/ikke-blanke påtegninger. Derved kan offentlighedens tillid og tiltro til den uafhængige revision øges, såvel som relevansen af revisionen.

IAASB ønsker at indføre en forpligtelse for revisorer til at komme med en mere informativ revisionspåtegning, herunder særligt at komme med mere relevant information baseret på den udførte revision.

Kernen i IAASBs forslag er følgende:

- ISA701 – ny forpligtelse for revisor til at beskrive og bedømme "Key Audit Matters" i revisionspåtegningen. Baggrunden er et ønske om, at revisionen skal fremhæve forhold, som efter revisors bedømmelse må formodes at være de vigtigste for brugerens forståelse af regnskabet eller revisionen.
- "Key Audit Matters" defineres som forhold, som efter revisors professionelle bedømmelse er de mest væsentlige for revisionen af et regnskab. Disse forhold udvælges blandt de forhold, som er identificeret af ledelsen i den reviderede virksomhed som væsentlige og suppleres af en forpligtelse for revisor til at kommunikere om væsentlige identificerede risici til ledelsen (Forslag til revision af ISA 260). Når revisor beslutter hvilke forhold, der er Key Audit Matters, skal følgende kriterier tages i betragtning;
- Forhold, som indebærer væsentlige risici, eller rummer et betydeligt skønselement for revisor,
- Områder, som var svære at revidere, herunder for eksempel fordi det var vanskeligt at tilvejebringe tilstrækkeligt revisionsbevis, samt
- Forhold, der nødvendiggjorde større ændringer af den oprindeligt planlagte revision, for eksempel på grund af identifikation af brister i de interne kontroller.
- Forslaget suppleres af en forpligtelse for revisor til at gøre ledelsen opmærksom på forhold, som ledelsen ikke selv har identificeret som væsentlige risici.

- Endvidere foreslås blandt andet en ændring af ISA 570 om going concern. Revisor pålægges at beskrive og diskutere eventuelle væsentlige usikkerheder relateret til virksomhedens evne til at fortsætte som going concern. Desuden foreslås en række mindre ændringer.

1. The House of Lords Economic Affairs Committee's report; "Auditors: Market concentration and their role", 15. Marts 2011.

2. Audit Policy: Lessons from the Crisis, 13. Oktober 2010.

3. Proposal for a regulation on the quality of audits of public-interest entities and proposal for a directive to enhance the single market for statutory audits (November 2011).

11.7 Retsligt efterspil

Finansiell Stabilitet A/S iværksætter altid en ekstern advokatundersøgelse af forholdene i et nødlidende pengeinstitut, som er blevet overdraget til afvikling. Formålet med undersøgelseerne er at undersøge de væsentligste årsager til det økonomiske sammenbrud samt vurdere, om der er begrundet mistanke om, at pengeinstituttets ledelse, revision eller nærtstående har begået ansvarspådragende og/eller strafbare handlinger.

Af de advokatundersøgelser af de nødlidende pengeinstitutter, som Finansiell Stabilitet A/S har bestilt, fremgår en række fællestræk som stor udlånsvækst, svag kreditsyring, store ejendomslån mv. Men også problematiske forhold mellem direktion og bestyrelse samt en svag revision har været gennemgående temaer.

Advokatundersøgelserne for Roskilde Bank, Løkken Sparekasse og Amagerbanken, som er de pengeinstitutter, der er beskrevet i afsnit 11.2.1, 11.2.2 og 11.2.3, er sammenfattet i boks 11.5.

Finansiell Stabilitet A/S har anlagt syv ansvars- og erstatningssager mod de tidligere ledelser i de overtagne pengeinstitutter, fordi det vurderes, at disse personer har udvist en adfærd der er erstatningspådragende. Der er endnu ikke faldet dom i nogle af disse sager. Sagerne omfatter ca. 50 personer, som er forhenværende direktører, bestyrelsesmedlemmer, ledende medarbejdere og revisorer. De anlagte sager forventes at tage 4-6 år. Den første dom forventes medio 2014. Den syvende ledelsesansvarssag er retssagen mod den tidligere ledelse i Amagerbanken, som blev anlagt den 22. marts 2013. Status for sagsanlæg mod nødlidende pengeinstitutter fremgår af bilag G.

Finansiell Stabilitet A/S er i øvrigt involveret i en betydelig portefølje af retssager, klagesager, ankenævnsager og proklamakrav, som er opstået i forbindelse med overtagelse af nødlidende pengeinstitutter. Hovedparten af retssagerne (over 100) vedrører forhold, hvor der er rejst sager mod de nødlidende pengeinstitutter, som Finansiell Stabilitet A/S har overtaget. Finansiell Stabilitet A/S er samlet set involveret som part i retssager og tvister med et samlet omfang på ca. 7 mia. kr.

Desuden blev Finansiell Stabilitet A/S og Finanstilsynet den 28. august 2013 stævnet af Foreningen Amagerinvestor, der ønsker erstatning som følge af tab på aktier tegnet i Amagerbanken A/S i henhold til prospekt af 17. august 2010 med tillægsprospekter af 3. september og 12. september 2010.

Endelig har Finanstilsynet foretaget 25 politianmeldelser i relation til helt eller delvist nødlidende institutter (dvs. i en række tilfælde omfatter en anmeldelse både nødlidende og ikke-nødlidende institutter). De 25 tilfælde af politianmeldelse for nødlidende pengeinstitutter vedrører navnlig den daglig ledelse eller bestyrelse for manglende iagttagelse af lovgivningens krav eller kursmanipulation samt anmeldelse af revisionen.

Boks 11.5 Sammenfatning af advokatundersøgelser

Roskilde Bank

- Bankens sammenbrud var i det væsentligste forårsaget af en kombination af den negative udvikling på ejendomsmarkedet, den senere negative udvikling på penge- og aktiemarkedet, der udviklede sig til en global finanskriser, mangelfuld håndtering af creditsager og en dårlig kreditkultur samt en høj risikoprofil med høj udlånsvækst, stor koncentration og satsning på ejendomsmarkedet og en beskeden solvensoverdækning. Undersøgelsen lægger imidlertid vægt på bankens ringe kreditkultur og dårlige creditsagsbehandling, som skyldtes bankens vækstkultur og det forhold, at udlånsvækst blev prioriteret højere end fastholdelse af en god og bankmæssig forsvarlig creditsagsbehandling. Ca. halvdelen af de sager, der alene kunne bevilges af bestyrelsen, blev reelt bevilget af direktionen eller af kreditudvalget i henhold til undtagelsesbestemmelsen om "presserende tilfælde". Dertil kom en utilfredsstillende ekstern revision.
- Undersøgelsen konkluderer, at den fhv. direktør bærer hovedansvaret for bankens sammenbrud. Han fastholdt vækststrategien med en usædvanlig høj udlånsvækst primært inden for ejendomssektoren, og han trodsede adskillige risikoplysninger fra Finanstilsynet.
- Bestyrelsen har været bekendt med, og ikke gjort indsigelser imod, vækststrategien, men den fhv. direktør havde undladt på en klar måde at orientere bestyrelsen om, at de interne forskrifter for lånesagsbehandling ikke blev fulgt, og at der ikke var de fornødne kompetencer og ressourcer til at håndtere kreditkontrollen på forsvarlig måde. Den fhv. direktør havde gennem den utilsigtede brug af kreditinstruksens regler om "presserende tilfælde" reelt sat bestyrelsens bevillingskompetence på mange store udlån ud af kraft. Konklusionen er, at den fhv. direktør er erstatningsansvarlig over for det tab, banken har lidt som følge af hans handlinger. Et andet medlem af direktionen og chefen for bankens erhvervs- og kreditafdeling vurderes ligeledes at have et ansvar for bankens tab ved ikke at have orienteret bestyrelsen om den mangelfulde creditsagsbehandling mv.
- For så vidt angår bankens bestyrelse vurderer undersøgelsen, at de enkelte medlemmer har handlet retsstridigt og ansvarspådragende over for banken ved at have undladt at føre et forsvarligt tilsyn med bankens direktion og grebet ind over for de kritisable forhold i kreditafdelingen.
- For så vidt angår den interne revision er vurderingen, at god revisionsskik har været overtrådt. Det samme gælder for den eksterne revision, som ikke har forholdt sig til den mangelfulde interne revision og den mangelfulde creditsagsbehandling. Derved har revisor handlet ansvarspådragende over for banken.
- Der er anlagt erstatningssag.

Løkken Sparekasse

- Sparekassens sammenbrud var forårsaget af en kombination af høj risikoprofil, mangelfuld kreditstyring og creditsagsbehandling samt den negative udvikling på ejendomsmarkedet og efterfølgende finanskriser. Undersøgelsen konkluderer, at sammenbruddet primært kan henregnes til sparekassens egne forhold. Et meget stort antal bevillinger blev foretaget af direktionen som "presserende bevillinger".
- Undersøgelsen konkluderer, at direktøren er erstatningsansvarlig for sparekassens tab, der skyldes manglende tilsyn med erhvervsafdelingens creditsagsbehandling, manglende orientering af bestyrelsen om svaghederne i kreditorganisationen og sagsbehandlingen samt manglende respekt for § 70-instruksens undtagelsesbestemmelser om presserende bevillinger gennem misbrug af denne bevillingskompetence.
- Bestyrelsen har øjensynligt forholdt sig passivt overfor direktionens ledelse af sparekassen, men det vurderes dog ikke ansvarspådragende. Derimod vurderes det, at bestyrelsen har handlet ansvarspådragende overfor sparekassen ved i hele undersøgelsesperioden at have accepteret direktionens udstrakte anvendelse af presserende bevillinger.
- De kritisable forhold omkring sparekassens kreditstyring mv. havde en sådan karakter, at de efter advokatens vurdering burde have været konstateret af revisionen. Konklusionen er, at sparekassens revisorer i 2007 ikke udførte revisionen i overensstemmelse med god revisionsskik, og at der derfor foreligger et ansvarsgrundlag over for sparekassen.
- Der er anlagt erstatningssag.

Amagerbanken

- Kraftig udlånsvækst, store engagementer og særligt en stor ejendomskoncentration var i det væsentlige årsagen til, at banken måtte indgive konkursbegæring pga. store nedskrivninger og deraf afledt utilstrækkelig solvensdækning.
- Fra delårsrapporten vedrørende 3. kvartal 2007 og frem påpeger undersøgelsen, at delårsrapporterne ikke var retvisende, idet såvel periodens resultat som egenkapital var overvurderet pga. manglende lov-mæssige nedskrivninger. Endvidere vurderes ledelsesberetningen om bankens risici på især ejendoms-lån ikke at have været retvisende for bankens risici som følge af udviklingen på ejendomsmarkedet. Di-rektionen vurderes imidlertid ikke at have handlet ansvarspådragende i forhold til bankens tab, idet bevil-lingsprocessen vedrørende større lån som udgangspunkt blev foretaget på et formelt forsvarligt grundlag efter retningslinjerne i FIL.
- Undersøgelsen påpeger, at det var uforsvarligt, at der har været et personsammenfald mellem bankens direktion og bankens erhvervsafdeling således, at bankens administrerende direktør i en periode ligele-des fungerede som daglig chef for erhvervsafdelingen. Men der blev ikke fundet grundlag for, at den manglende funktionsadskillelse i sig selv har været årsag til tab i banken.
- Den eksterne revision vurderes ikke altid at have været fulgt i overensstemmelse med god revisionsskik.
- På ét punkt vurderer undersøgelsen, at bankens handlinger har været ansvarspådragende: Bankens bevillinger og rammer for valutaterminer/valutaoptioner samt bevilling af valutalån, vurderes at have væ-ret uforsvarlig og have bidraget til at påføre banken et tab på 394 mio. kr. Ansvarspådragelsen gælder såvel direktion som bestyrelse.
- Der er anlagt erstatningssag.

**AFSNIT IV:
KRISEHÅNDTERING
OG
OPFØLGNING PÅ KRISEN**

12. Den danske krisehåndtering

Dette kapitel beskriver de forskellige tiltag, der blev gennemført til håndtering af krisen. Det omfatter Nationalbankens håndtering af uroen på valutamarkedet og likviditetstiltag til genopretning af pengemarkedet og aftalerne om de forskellige bankpakker i den politiske forligskreds bag finansiel stabilitet. Tiltagene strækker sig fra begyndelsen af 2008, hvor tilgængeligheden af likviditet faldt, over efteråret 2008, hvor uroen på de finansielle markeder kulminerede, og frem til 2013, hvor flere af de ekstraordinære tiltag helt eller delvist er udfaset, og hvor fokus retter sig mod forebyggelse af lignende kriser i fremtiden og sikring af en hensigtsmæssig afvikling af enkeltinstitutter, som måtte blive nødlidende.

Særligt, da krisen kulminerede i efteråret 2008, var det afgørende, at initiativerne blev gennemført rettidigt, da den finansielle stabilitet var truet. De gennemførte tiltag medvirkede til at begrænse skadevirkningerne af den internationale finansielle krise. Den stabile kronekurs blev opretholdt og kreditinstitutterne kunne samlet set fortsat fungere som formidlere af kapital.

Det er centralt for forståelsen af tiltagene, at de som udgangspunkt ikke har været rettet mod at forhindre enkelte ikke-levedygtige institutter i at blive afviklet, jf. kapitel 11. Tiltagenes formål har derimod været at mindske de systemiske og makroøkonomiske konsekvenser af krisen.

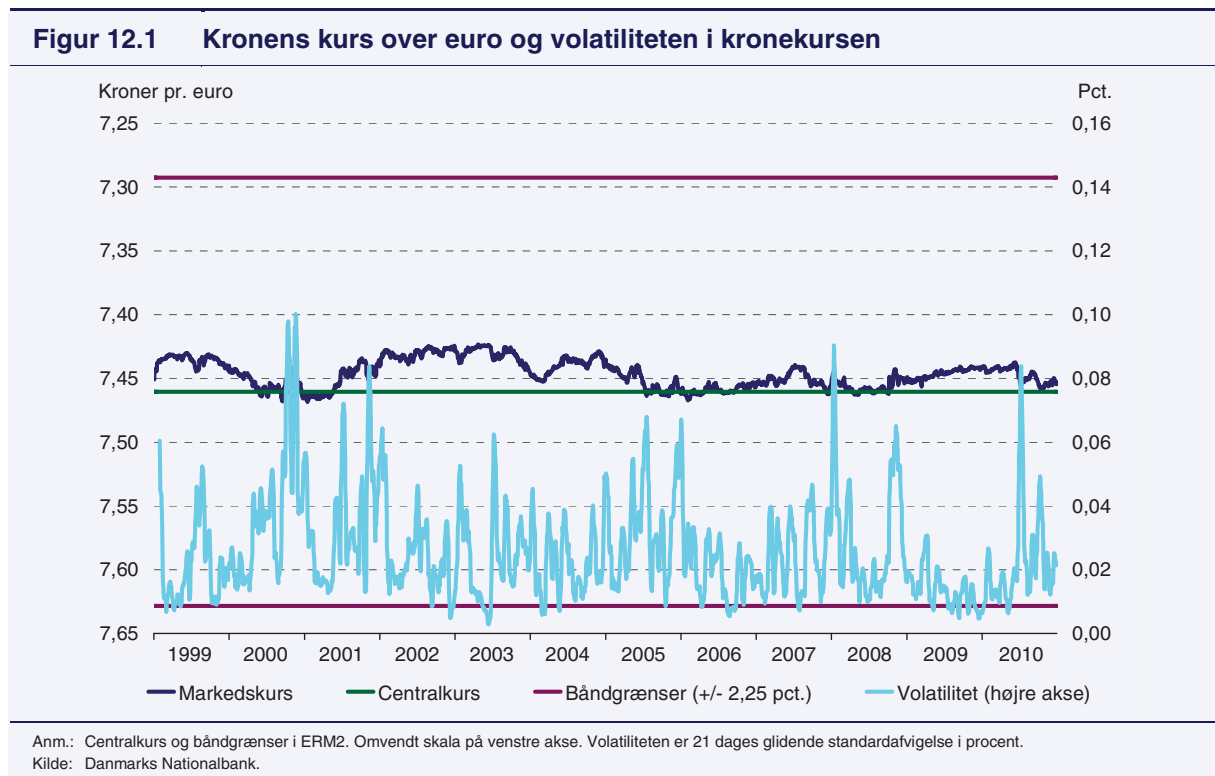
Beskrivelsen af bankpakkerne danner grundlag for en diskussion af, hvorvidt bankpakkerne har fungeret hensigtsmæssigt og, hvilke alternative løsningsmuligheder, der kunne have været anvendt. Krisehåndteringen kan få stor samfundsøkonomisk betydning, og det er derfor naturligt, at det diskuteres, om krisehåndteringen var hensigtsmæssig. Det konkluderes, at tiltagene overordnet og generelt har været hensigtsmæssigt udformet, givet den sårbare situation på de finansielle markeder og i realøkonomien på tidspunkterne for bankpakkernes vedtagelse, samt ejerstrukturen i de danske pengeinstitutter. Når bankpakkerne efterfølgende vurderes, vil der altid være en debat om deres specifikke indretning, men det er ikke muligt at sige, at en anden udformning af bankpakkerne entydigt ville have været bedre for den finansielle stabilitet eller samfundsøkonomien mere bredt. Det skyldes, at samspillet mellem løsningerne og den samfundsøkonomiske udvikling er kompleks, og beslutninger træffes på baggrund af den viden, der var tilgængelig på det givne tidspunkt.

Boks 12.1 Sammenfatning

1. I efteråret 2008 var der et betydeligt pres på den danske krone, da bl.a. udenlandske investorer i vid udstrækning valgte at trække deres midler tilbage. Valutakrisen kom samtidig med den internationale finansielle krise. Nationalbankens instrumentarium virkede imidlertid, og det lykkedes at stoppe presset på kronen. Medvirkende hertil var vedtagelsen af Bankpakke I den 10. oktober 2008.
2. Nationalbankens etablering af muligheden for at anvende låneobligationer i foråret 2008 og solvenslåneordningen i september 2008 bidrog til at forbedre pengeinstitutternes likviditetssituation. I begyndelsen af oktober 2008 blev det imidlertid klart, at pengeinstitutternes forstærkede likviditetsproblemer kunne komme til at true den finansielle stabilitet. Det var samtidig ikke holdbart alene at basere sig på en løsning, hvor Nationalbanken bidrog med den nødvendige likviditet. På denne baggrund blev der taget initiativ til indførelse af en generel ubegrænset statsgaranti i regi af Bankpakke I.
3. Bankpakkerne har overordnet og generelt været hensigtsmæssigt udformet, givet den sårbare situation på de finansielle markeder og i realøkonomien på tidspunkterne for bankpakkernes vedtagelse samt ejerstrukturen i de danske pengeinstitutter. Det er dog yderst u hensigtsmæssigt, at det finansielle systems sårbarhed var blevet så stor, at sektoren ikke selv var i stand til i højere grad at løse udfordringerne, da krisen ramte, men at det var nødvendigt med bankpakkerne og dermed en væsentlig statslig intervention.
4. Bankpakke I og den deri indeholdte generelle statsgaranti af simple kreditorer – herunder indskydere – skabte stabilitet i sektoren, idet den forholdsvis hurtigt lettede pengeinstitutternes adgang til likviditet. Statsgarantien var omfattende og indebar en væsentlig risiko for staten. Risikoen skal dog ses i forhold til de potentielle samfundsøkonomiske tab, der ville være blevet realiseret ved et systemisk finansielt sammenbrud, hvis ordningen ikke var blevet gennemført. Bankpakke I vurderes derfor at have været nødvendig og – givet den på daværende tidspunkt kritiske situation og udsatte finansielle sektor – overordnet set fornuftigt udformet. Omstændighederne kaldte på en hurtig og markant reaktion, og i det lys var Bankpakke I egnet.
5. Bankpakke II og de statslige kapitalindskud var udtryk for, at den finansielle krise indebar en risiko for, at kreditinstitutterne ville reducere deres udlån betydeligt, hvilket ville indebære en alvorlig kreditklemme. Det var myndighedernes vurdering, at kapitalbehovet til penge- og realkreditinstitutter var ca. 100 mia. kr. for at modvirke denne risiko. De individuelle statsgarantier i Bankpakke II lettede overgangen ved ophør af den generelle statsgaranti. Den konkrete udformning af de statslige kapitalindskud har været debatteret, herunder om betalingen fra sektoren til staten i tilstrækkelig omfang kompenserede staten for de risici, som den påtog sig. Det er usikkert, om en anden udformning af pakken entydigt ville have fungeret bedre i forhold til at imødegå en kreditklemme.
6. Med afviklingsordningen i Bankpakke III påbegyndtes en tilbagevenden mod normale markedsøkonomiske forhold uden en statsgaranti, hvor simple kreditorer kunne imødeses tab, hvis et institut blev nødlidende. Bankpakken var på linje med de daværende forventninger til EU's udspil om krisehåndtering, som bl.a. indebar en mere markedsbaseret tilgang. Men det viste sig, bl.a. på grund af statsgældskrisen i Sydeuropa, at Danmark kom til at stå alene med en sådan løsning. En forlængelse af den generelle statsgaranti ville imidlertid have trukket normaliseringen af sektoren ud. Det viste sig efterfølgende, at Bankpakke III ikke i sig selv gav pengeinstitutterne tilstrækkelige incitamenter til at indgå i private løsninger.
7. Medgiftsordningen i Bankpakke IV øgede mulighederne for konsolidering og gav således sektoren yderligere incitamenter til at finde private løsninger. I lyset af erfaringerne med Bankpakke III og udviklingen i euroområdet, var Bankpakke IV fornuftig.
8. Bankpakke V afhjælp situationen for FIH samtidig med, at staten varetog sin kreditorinteresse. Givet statens betydelige eksponering mod FIH vurderes det fornuftigt, at staten varetog sin kreditorinteresse, men det burde have været kommunikeret klart, at der var tale om varetagelse af kreditorinteresser, og ikke en generel ordning i form af en bankpakke, som en flæthed af institutter reelt ville kunne få gavn af.
9. Kreditinstitutterne i Danmark har, i modsætning til flere andre EU-lande, betalt for bankpakkerne.

12.1 Valutamarkedet og valutareserven

Den danske fastkurspolitik over for euro betyder, at penge- og valutapolitikken er indrettet efter at holde kronekursen stabil over for euro. Kronekursen var stabil under krisen uden bemærkelsesværdigt store udsving, jf. figur 12.1.



Den stabile udvikling i kronekursen dækker over ekstraordinære forhold på valuta-markedet og store kapitalbevægelser, der blev imødegået med en række foranstaltninger.

Efter den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers kollapsede i midten af september 2008 tog den finansielle krise til i styrke, og investorerne søgte mod, hvad der på det tidspunkt blev opfattet som mere sikre aktiver. Det betød bl.a., at investorerne trak sig fra de små valutaer, herunder den danske krone. Der opstod derved pres på kronen. Udenlandske banker reducerede deres indskud i danske pengeinstitutter betydeligt, og udlændinge trak sig også ud af danske værdipapirer. I de sidste fire måneder af 2008 reducerede udenlandske banker deres indskud i pengeinstitutterne, samt lån der ikke blev fornyet, med 302 mia. kr. Indlån i valuta stod for omkring 80 pct. af udlændingenes reduktion af indskud i pengeinstitutterne.

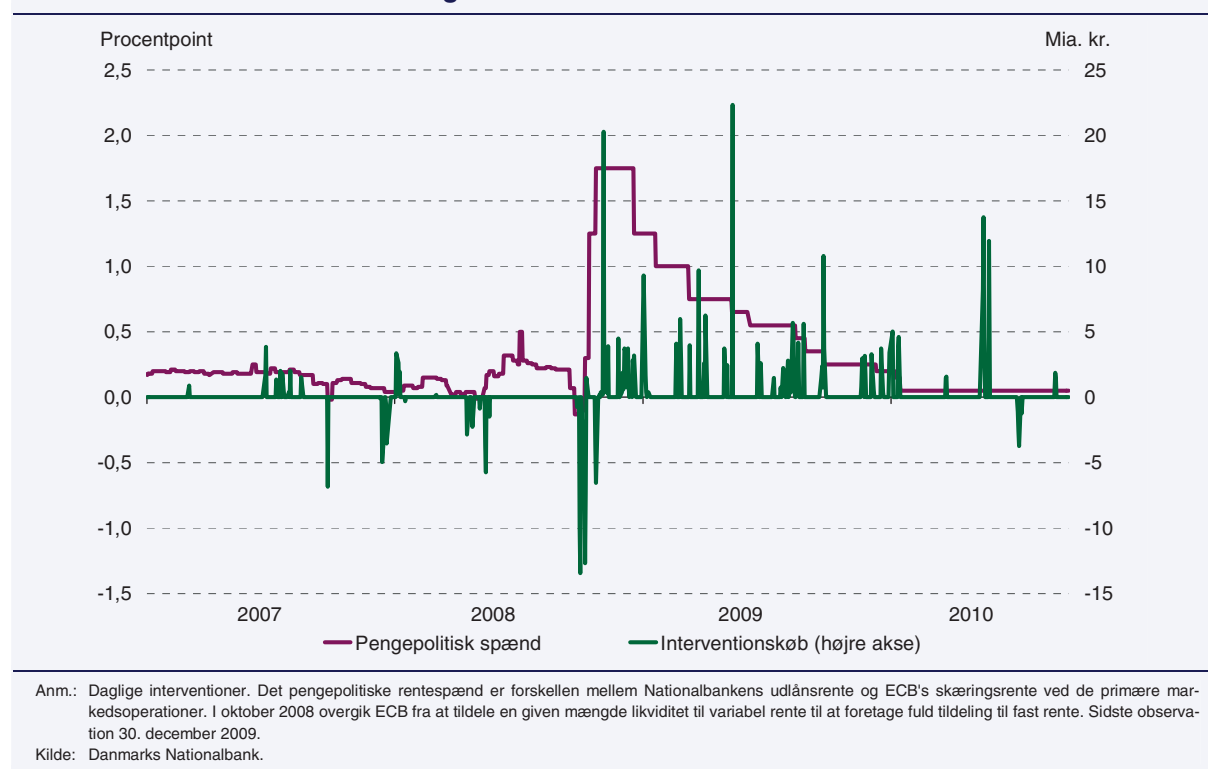
Den største del af kapitaludstrømningen var således drevet af porteføljeomlægninger, men derudover var der indikationer på, at visse udenlandske investorer spekulerede i, at Nationalbanken ikke var i stand til at opretholde fastkurspolitikken.

I efteråret 2008 skete der et kraftigt fald i omsætningen på valutamarkedene. Faldet var udtalt for US dollar, og dollar-swapmarkedet var i perioder lukket ned, men også omsætningen i euro og kroner faldt mærkbart. De danske pengeinstitutter havde behov for adgang til euro- og dollarfinansiering, men kun få havde direkte adgang til at låne US dollar på markedet. Behovet var før krisen blandt andet blevet dækket gennem valutaswapmarkedet. Almindeligvis har fremskaffelsen af valuta ved valu-

taswaps i princippet ingen effekt på kronekursen. Da det i løbet af krisen blev dyrt at finansiere eller afdække sig i valutaswapmarkedet, blev det mere attraktivt at skaffe valuta i spotmarkedet. Det pressede kronen yderligere.

Det pengepolitiske rentespænd, målt ved spændet mellem Nationalbankens udlånsrente og ECB's skæringsrente ved de ugentlige markedsoperationer, var gennemgående meget lavt i tiden fra uroen brød ud i sommeren 2007 og frem til kronen kom under pres i september og oktober 2008, og i en periode var det ligefrem negativt. Det lave rentespænd skyldtes, at bankerne i euroområdet efterspurgte langt mere likviditet, end ECB udbød ved de ugentlige markedsoperationer. Det førte til, at ECB's skæringsrente steg til et højt niveau. Allerede i maj 2008 betød manglen på eurolikviditet og indsnævringen af det pengepolitiske rentespænd, at Nationalbanken måtte forhøje de pengepolitiske renter.

Figur 12.2 Nationalbankens valutainterventionskøb og det pengepolitiske rentespænd mellem Danmark og euroområdet



Fra slutningen af september til første del af oktober 2008 interвенerede Nationalbanken i valutamarkedet og købte kroner mod valuta for et betydeligt beløb for at stabilisere kronekursen, jf. figur 12.2. Alene i dagene 30. september til 1. oktober blev der solgt valuta for 23 mia. kr., og fra den 3. til den 10. oktober for yderligere 30 mia. kr. Valutareserven nåede midt i oktober ned på 104 mia. kr. Fastkurspolitikken var under pres. Salget af valuta var ikke nok til at modvirke presset mod kronen, og i overensstemmelse med fastkurspolitikken forhøjede Nationalbanken på ny ensidigt de pengepolitiske renter, så det pengepolitiske rentespænd blev udvidet. Med virkning fra 8. oktober 2008 blev udlånsrenten og renten på indskudsbeviser sat op med 0,4 procentpoint, og diskontoen og foliorenten med 0,25 procentpoint. Efterfølgende fortsatte Nationalbanken med at intervenere i valutamarkedet. Midt på dagen den 8. oktober annoncerede ECB en rentenedsættelse på 0,5 procentpoint på baggrund af den

intensiverede finansielle krise. Spændet blev derfor yderligere udvidet, da Nationalbanken fastholdt de pengepolitiske renter.

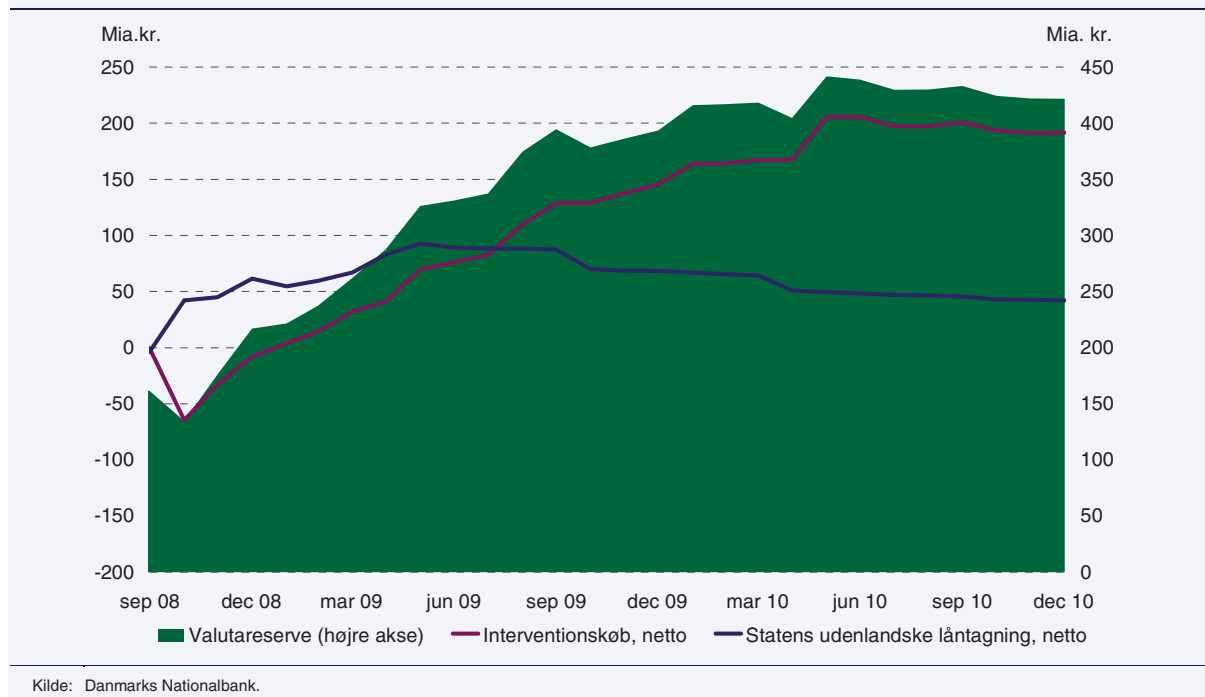
På trods af forøgelsen af rentespændet var kronen fortsat under pres som følge af valutaudstrømningen. I slutningen af oktober interвенerede Nationalbanken derfor igen i valutamarkedet. Der blev samlet set interвенeret for netto 64 mia. kr. i oktober. Den 24. oktober satte Nationalbanken udlånsrenten og renten på indskudsbeviser op med yderligere 0,5 procentpoint, så spændet til ECB's rente blev udvidet til 1,75 procentpoint.

Da krisen var på sit højeste, kunne valutareserven ikke suppleres med kortsigtet statslig låntagning (CP-lån) i udenlandsk valuta, som man havde kunnet under tidligere kriser. Det skal ses i lyset af, at markedet ikke fungerede normalt, idet både de internationale banker, der stod for udstedelsen, og investorerne var påvirket af uroen. Staten havde op til finanskrisen ikke behov for at låne på CP-markedet og havde derfor kun udstedt CP-lån ved særlige "brandøvelser" for at sikre, at programmerne var operationelle. Fra midten af oktober kunne Nationalbanken igen på statens vegne optage nye lån i den helt korte ende af løbetidsspekteret. Det tog et stykke tid, inden staten kunne optage længere statslån til acceptable priser. Valutareserven blev dog indirekte styrket ved udstedelse af danske statsobligationer. Staten udstedte i 2008 statsobligationer for 135 mia. kr., og udstedelserne oversteg det indenlandske bruttofinansieringsbehov med omkring 112 mia. kr.¹ Der var i pensionssektoren stor efterspørgsel efter lange danske statsobligationer til at afdække deres lange forpligtelser. Salget af statsobligationer understøttede efterspørgslen efter kroner, i den udstrækning pensionssektoren solgte ud af europæiske obligationer for at købe danske statspapirer. En betydelig del af oversalget stammede fra statens udstedelse af et 30-årigt papir i november og december 2008 for i alt 90 mia. kr. Heraf købte ATP obligationer for ca. 50 mia. kr. Den danske forsikrings- og pensionssektor aftog i alt ca. 80 mia. kr. Fra efteråret 2008 til begyndelsen af 2009 foretog ATP et samlet salg af udenlandsk valuta og tilsvarende køb af danske kroner for 100 mia. kr. Endelig betød indførelsen af Bankpakke I i begyndelsen i oktober 2008 meget for, at situationen stabiliserede sig.

Fra slutningen af oktober blev kronen styrket igen, og i løbet af de følgende måneder kunne Nationalbanken købe valuta tilbage. Derfor kunne de pengepolitiske renter nedsættes gradvis, så spændet til ECB's rente blev indsnævret. Derefter blev valutareserven løbende opbygget gennem statslig låntagning, og især via interventionskøb af valuta, jf. figur 12.3.

¹ De store udstedelser af statsobligationer øgede indeståendet på statens konto i Nationalbanken. Det er efterfølgende bibeholdt på et højt niveau, og staten har dermed haft et højt beredskab af likvide midler. Mens andre lande var afhængige af at optage lån for at dække finansieringsbehovet til finansielle hjælpepakker, havde Danmark en større fleksibilitet som følge af det høje indestående på statens konto. De statslige kapitalindskud i penge- og realkreditinstitutterne (i forbindelse med Bankpakke II) samt hovedparten af genudlånene til Finansiell Stabilitet A/S (til dækning af krav fra simple kreditorer i forbindelse med statsgarantien i Bankpakke I) blev således finansieret ved træk på statens konto i 2009.

Figur 12.3 Valutareserve samt akkumulerede valutainterventionskøb og statslig udenlandsk låntagning siden september 2008



12.2 Nationalbankens likviditetstiltag

I foråret 2008 begyndte pengeinstitutterne at holde på den likviditet, de havde, og der var behov for tiltag, der igen kunne få likviditeten til at flyde mellem institutterne. Selv om institutterne var tilbageholdende med at udveksle likviditet med hinanden i pengemarkedet, havde de på det tidspunkt ingen problemer med at påtage sig en kreditrisiko på en anden bank.

På den baggrund åbnede Nationalbanken i maj 2008 for belåning af en ny type obligationer, kaldet låneobligationer. Ideen bag låneobligationerne var, at en bank i likviditetsmangel i stedet for at tage et lån i en anden bank kunne udstede låneobligationer og sælge dem til et andet pengeinstitut. Skulle køberen selv komme i likviditetsvanskeligheder, ville låneobligationen som noget særligt kunne belånes i Nationalbanken. Tiltaget understøttede institutternes indbyrdes likviditetsudveksling, uden at påføre Nationalbanken betydelig risiko. Formålet med indførslen af låneobligationer var at understøtte penge- og realkreditinstitutternes indbyrdes likviditetsudveksling, uden at Nationalbanken overtog kreditrisikoen. Det var ikke noget succeskriterium, at obligationerne blev anvendt som sikkerhed for lån i Nationalbanken. Alene det forhold, at en låneobligation kunne belånes i Nationalbanken, indebar, at den talte med i likviditetsreserven i instituttet, der erhvervede den. I alt 49 institutter udstedte låneobligationer. Udeståendet steg betydeligt i efteråret 2008 og nåede op på omkring 30 mia. kr. I løbet af første halvdel af 2009 faldt udeståendet gradvis. De udstedte låneobligationer blev kun i beskedent omfang anvendt som sikkerhed for lån i Nationalbanken. I oktober og november 2008, hvor ordningen blev udnyttet mest, pantsatte 4-5 institutter låneobligationer for op til i alt 1,5 mia. kr. Låneobligationerne indgik i det midlertidige belåningsgrundlag indtil 26. februar 2011.

I juli 2008 fik Roskilde Bank, som på daværende tidspunkt var landets 8. største pengeinstitut, likviditetsproblemer, og Nationalbanken afgav den 10. juli et likviditets-tilsagn med en statsgaranti for at løse instituttets problemer. Det skete blandt andet for at undgå en afsmittende effekt på andre pengeinstitutter, som i givet fald kunne risikere også at få likviditetsproblemer, og mod en række betingelser, herunder at instituttet blev forsøgt solgt. Ingen købere meldte sig. I august viste det sig, at banken ikke kun havde likviditetsproblemer, men også solvensproblemer, og Nationalbanken og Det Private Beredskab indgik derfor den 24. august 2008 en aftale med Roskilde Banks bestyrelse om at overtage aktiver og forpligtigelser fra Roskilde Bank, bortset fra ansvarlig lånekapital og hybrid kapital.²

Da krisen for alvor brød ud efter Lehmans Brothers' kollaps 15. september 2008, blev der behov for yderligere tiltag.

I september og oktober bidrog Nationalbanken til at forbedre forholdene på terminsmarkederne ved at sælge valuta fra valutareserven mod kroner gennem valutawaps, da der opstod mangel på kort likviditet i dollar og euro blandt penge- og realkreditinstitutterne, jf. afsnit 12.1. Desuden blev der den 24. september indgået en swapaftale med Federal Reserve, som stillede op til 5 mia. dollar til rådighed for Nationalbanken. Swapaftalen blev 29. september udvidet til 15 mia. dollar. Behovet for faciliteten blev understreget af, at de udbudte mængder ved Nationalbankens dollarauktioner alle blev afsat. Den samlede ramme på 15 mia. dollar blev fuldt udnyttet efter tre afholdte auktioner. Nationalbanken og ECB etablerede den 27. oktober 2008 en lignende swapaftale med en ramme på 12 mia. euro. Til trods for, at rammen ikke blev fuldt udnyttet, bidrog faciliteten til, at penginstitutterne fik et mere sikkert grundlag for deres eurofinansiering. I alt deltog 13 penge- og realkreditinstitutter i dollarauktionerne, mens 14 deltog i euroauktionerne. I efteråret 2008 var det primært større pengeinstitutter, der deltog, men flere mindre institutter viste interesse for især euro efter årsskiftet.

Den 26. september udvidede Nationalbanken pengeinstitutternes belåningsgrundlag, og der blev mulighed for at optage lån (få en låneramme) på basis af overskydende lovmæssig solvens (opgjort som forskellen mellem den faktiske basiskapital og det individuelt fastsatte solvensbehov). Formålet med denne ordning var at hindre, at solvente institutter fik likviditetsproblemer som følge af mangel på aktiver, der kunne belånes i Nationalbanken. Lånemuligheden blev i første omgang annonceret til at have virkning frem til 30. januar 2009, men blev senere forlænget, og endeligt afskaffet 26. februar 2011. Den samlede ramme for denne type lån var på sit højeste i april 2009 med 13,7 mia. kr. Ud af de 38 institutter, der under ordningen fik en låneramme, var det kun to institutter, som trak herpå. Lånene var mellem 10 og 25 mio. kr.

Samtidig med indførelsen af solvenslåneordningen blev sikkerhedsgrundlaget for institutternes sædvanlige lån i Nationalbanken midlertidigt frem til februar 2011 udvidet med børsnoterede aktier, noterede investeringsforeningsbeviser og supplerende sikkerhedsstillelse for SDO'er samt – på anmodning, og efter Nationalbankens konkrete

² Det Private Beredskabs indskød kapital for 750 mio.kr., der, såfremt afviklingen måtte vise sig at give tab, ville dække først. I august 2009 blev Roskilde Bank overdraget til det statslige selskab Finansiell Stabilitet A/S med henblik på afvikling.

vrdering – unoterede aktier. Relativt få pengeinstitutter benyttede sig af ordningen. Ultimo 2010 havde 16, primært mindre, institutter stillet aktier til sikkerhed for lån i Nationalbanken for 3,7 mia. kr. Omfanget af pantsatte aktier var nogenlunde stabilt i hele perioden.

Den 19. september 2008 holdt Nationalbanken møde med penginstitutternes brancheorganisation, Finansrådet, med henblik på at finde en løsning på de stigende likviditetsproblemer. Pengeinstitutterne overvejede bl.a. oprettelse af et finansieringsinstitut med indskud af kapital fra pensionsinstitutterne. På den baggrund blev der i de følgende uger holdt møder med pensionsbranchen. Der var stor skepsis i kredsen af pensionsinstitutter.

Den 22. september 2008 bevilgede Nationalbanken nødkredit til EBH Bank. Den finansielle sektor, og en række banker og sparekasser, der var kreditorer i ebh fonden, stillede sikkerhed for lånet ved en pro rata tabsgaranti.

Den 1. oktober afholdt Nationalbanken et møde med Finansrådets bestyrelse, hvor situationens alvor blev drøftet. Den 3. oktober anmodede Amagerbanken telefonisk Nationalbanken om et nødlån, og om aftenen var der møde med Amagerbankens bestyrelsesformand og direktør. Nødlånet blev bevilget den 5. oktober, timer før offentliggørelsen af den generelle statsgaranti, som var indeholdt i Bankpakke I.

I slutningen af september 2008 stod det klart, at der var tale om en international likviditets- og tillidskrise, som truede med at få konsekvenser for den globale finansielle stabilitet. De internationale pengemarkeder var holdt op med at fungere, og frøs til. Selv velkapitaliserede pengeinstitutter fik meget vanskeligt ved at finde likviditet. Årsagen var, at kreditinstitutterne ikke længere var villige til at låne penge til hinanden af frygt for, at det låntagende pengeinstitut ville gå konkurs. Det tvang penginstitutterne til at sælge ud af aktiver for at skaffe likviditet, og dermed blev den negative spiral forstærket. Det blev således klart, at situationen var meget alvorlig med udsigt til, at ikke bare enkeltpenginstitutter, men hele den danske banksektor i løbet af kort tid ville risikere et sammenbrud som følge af likviditetsmangel.

Det blev desuden tydeligt, at problemerne ikke længere alene kunne afhjælpes ved, at centralbankerne tilførte likviditet til markederne. Der var behov for ekstraordinære tiltag fra regeringernes side, hvis roen og tilliden på de finansielle markeder skulle genoprettes.

Irland var det første land i Europa til at vedtage en redningspakke i form af en generel statsgaranti for samtlige simple kreditorer.³ En række andre EU-lande annoncerede eller vedtog inden for de næste ca. 14 dage redningspakker, som garanterede hele eller dele af deres banksektor, jf. bilag H.1.

³ Den irske regering indførte med virkning fra midnat den 29. september 2008 en ubegrænset garanti for alle indskud, særligt dækkede obligationer, senior gæld og "dated subordinated debt". I forbindelse med annonceringen var der ingen oplysninger om de deltagende bankers betaling. Efter de foreliggende oplysninger på daværende tidspunkt var det heller ikke afklaret på annonceringstidspunktet, om indskud i banker, som drev filialer i Irland, også ville være dækket. Det skulle drøftes i den irske regering de efterfølgende dage. Som følge af bl.a. stærk EU-kritik blev ordningen efterfølgende ændret til at kunne udstrækkes til at omfatte større udenlandske banker med operationer gennem filialer i Irland. Den irske stats omkostninger til denne ordning blev meget betydelige, og Irland måtte søge bistand hos EU og IMF.

12.3 Beskrivelse af bankpakkerne

Folketinget har siden 2008 gennemført en række initiativer, som har haft til formål at sikre den finansielle stabilitet i Danmark. De vigtigste initiativer har bestået i fem ”bankpakker”, som et bredt flertal i Folketinget (forligskredsen bag finansiell stabilitet) har stået bag. Initiativerne er gennemført for at løse konkrete problemstillinger under de givne økonomiske og markeds-mæssige udfordringer.

Udformningen af bankpakkerne er generelt baseret på følgende principper:

- Staten tager de nødvendige initiativer i form af kapitalindskud, garantier mv. for at sikre den finansielle stabilitet og imødegå kreditklemme i erhvervslivet og samfundet.
- Dårligt drevne institutter, der bliver nødlidende, overtages af et andet institut, eller afvikles via Finansiell Stabilitet A/S, gennem en af de dertil indrettede afviklingsmodeller. Private løsninger skal gå forud for statens involvering.
- Det er sektoren selv, der skal betale og ikke skatteborgerne. Aktionærerne og de efterstillede kreditorer skal være de første til at bære tab i forbindelse med håndtering af et nødlidende institut.
- Den finansielle regulering skal sikre finansiell stabilitet.

Hver bankpakke består af en række forskellige initiativer, jf. boks 12.2.

Boks 12.2 Bankpakkerne

Bankpakke I, aftalt den 5. oktober 2008, indebar:

- At staten stiller en ubegrænset statsgaranti til sikring af alle indskydere og andre simple kreditorers krav i pengeinstitutter og filialer af udenlandske pengeinstitutter, som er medlem af Det Private Beredskab, frem til den 30. september 2010.
- Aftale med Det Private Beredskab om, at penginstitutterne betaler op til 35 mia. kr. for den af staten stillede garanti.
- Oprettelse af Finansiell Stabilitet A/S med hjemmel til at overtage og afvikle nødlidende pengeinstitutter.
- Forbud mod, at institutter, der benytter sig af Bankpakken, udbetaler udbytte, laver tilbagekøbsprogrammer, iværksætter nye aktieoptionsprogrammer/forlænger eksisterende programmer, og anvender statsgarantien i massemarkedsføring.
- Tilførsel af flere ressourcer til Finanstillsynet og øget tilsyn.
- Regler for salg af penginstitutternes egne aktier strammes.
- Kritisk eftersyn af den finansielle regulering.

Kreditpakken ("Bankpakke II"), aftalt den 18. januar 2009 indebar:

- Statsligt kapitalindskud – i form af hybrid kernekapital med en forrentning mellem ca. 9 og 11,25 pct. Betingelserne for institutterne var overholdelse af solvenskravet (8 pct. af risikovægtede aktiver), halvårlig udlånsredegørelse, forbud mod tilbagekøbsprogrammer og aktieoptionsprogrammer, forbud mod udbetaling af udbytte og begrænsninger i forhold til aflønning.
- Individuel statsgaranti – en 3-årig overgangsordning i forhold til den generelle statsgaranti. Deltagende institutter skulle betale garantiprovision og fik forbud mod udbetaling af udbytte og mod tilbagekøbsprogrammer og aktieoptionsprogrammer.
- Krav om, at kreditinstitutter skal offentliggøre individuelle solvensbehov.
- Offentliggørelse af Finanstillsynets vurdering af instituttet efter en inspektion.
- Stramning af aflønningsregler i finansielle virksomheder.
- Styrkelse af Forbrugerombudsmandens ressourcer og kompetencer.
- 3-årig eksportlåneordning i Eksport Kredit Fonden med en ramme på 20 mia. kr.

Exitpakken ("Bankpakke III"), aftalt i foråret 2010, indebar:

- En frivillig ordning til brug for håndtering af nødlidende institutter efter 30. september 2010 som supplement til markeds-mæssige løsninger og private overdragelser.
- Systemløsning, hvor Finansiell Stabilitet A/S får mulighed for at overtage nødlidende penginstitutter og afvikle dem ordentligt og redeligt.
- Simple kreditorer, herunder store indskydere (indskud over 750.000 kr.), kan få tab.
- Garantifonden for indskydere og investorer opretter en separat afviklingsafdeling, der garanterer for kapitalisering, likviditet samt tab ved afviklingen i regi af Finansiell Stabilitet A/S.
- I overensstemmelse med EU-Kommissionens høringsudspil til krisehåndtering af nødlidende kreditinstitutter ("crisis management").

Konsolideringspakken ("Bankpakke IV"), aftalt den 25. august 2011, indebar:

- Mulighed for, at staten (gennem Finansiell Stabilitet A/S) og Indskydergarantifonden kan tilbyde medgift til et overtagende institut maksimalt svarende til det alternative tab for staten og Indskydergarantifonden ved afvikling efter afviklingsordningen i Bankpakke III.
- Individuel statsgaranti frem til 2016 for fusionerende institutter, for at medvirke til at fjerne barrierer for fusioner mellem pengeinstitutter. Forudsætningen for denne mulighed er, at mindst ét af de fusionerende institutter er under skærpet tilsyn.
- Sektorens betalinger til Indskydergarantifonden (og afviklingsafdelingen) udjævnes, og der etableres en konsolideringsfond.

Udviklingspakken ("Bankpakke V"), aftalt den 2. marts 2012, indebar:

- Forbedring af særligt små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering.
- Mulighed for opsplitning af FIH, så ejendomsdelen kunne videreføres under Finansiell Stabilitet A/S, forudsat bl.a. ubegrænset tabskaution fra FIH. Det var muligt for andre pengeinstitutter i samme situation at indgå lignende aftaler.
- Etablering af landbrugets finansieringsbank, med formål at yde anlægsfinansiering til landbrug med effektive driftsledere og nye unge landmænd, så strukturtilpasningen genetableres.

- Styrkelse af Eksport Kredit Fondens muligheder for at give garantier og yde lån. Eksportlåneordningen blev øget med 15 mia. kr. til 35 mia. kr.

12.3.1 Bankpakke I

I slutningen af september 2008 stod det som nævnt klart, at de danske pengeinstitutters adgang til likviditet også var blevet stærkt begrænset som følge af den internationale likviditets- og tillidskrise. Situationen var internationalt så anspændt, at blot rygter om vanskeligheder meget hurtigt kunne sætte selv meget store penginstitutter ud af spillet. Den usikre likviditetssituation for pengeinstitutterne og det irske skridt med en generel statsgaranti krævede en håndfast løsning.

Situationen var alvorlig i Danmark, da det ikke bare var enkelte kreditinstitutter, men hele sektoren, der i løbet af kort tid risikerede at ophøre med at fungere som følge af likviditetsmangel. Det truede den finansielle stabilitet i Danmark, og det kunne få alvorlige negative konsekvenser for landets virksomheder og borgere.⁴ Det var ikke holdbart i situationen alene at basere sig på en løsning, hvor Nationalbanken bidrog med den nødvendige finansiering.

Likviditetsmanglen kunne blive meget stor, og en del i fremmed valuta. En løsning via Nationalbanken alene ville forudsætte, at pengeinstitutterne havde tilstrækkelig med belånbare aktiver, og at Nationalbanken havde en tilstrækkelig valutareserve at låne ud. Disse forudsætninger var ikke opfyldt. Skulle pengeinstitutterne skaffe valutaen i markedet, ville omfanget have skabt en konflikt med fastkurspolitikken og udløst renteforhøjelser. Der var i stedet behov for en løsning, der kunne skabe ro om den danske pengeinstitutsektor.

Samtidig blev det klart, at den hidtidige håndtering af nødlidende pengeinstitutter gennem en case-by-case tilgang, hvor den finansielle sektor i hvert fald i et vist omfang selv håndterede problemerne gennem f.eks. opkøb, fusion eller på anden vis, ikke længere kunne forventes at være en reel og brugbar model under de givne markedsforhold. En tilgang til håndtering af nødlidende institutter, der ellers havde været den dominerende strategi hidtil, herunder også under den tidligere finanskrisen.

Der var derfor mellem Nationalbanken og den daværende regering en vurdering af, at der nu var behov for en generel statsgaranti for den danske banksektor. På den baggrund tog den daværende regering initiativ til at indlede politiske drøftelser om at etablere en generel statsgaranti. Der blev fra politisk side lagt vægt på, at banksektoren i Danmark – i modsætning til Irland – skulle betale en generel garantiprovision for statsgarantien.

Den 5. oktober 2008 indgik den daværende regering (Venstre og Det Konservative Folkeparti), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti og Radikale Venstre aftale om sik-

⁴ I denne periode blev der fundet (private) løsninger på enkelte bankers problemer. Nykredit Realkredit fremsatte den 15. september købstilbud på Forstædernes Bank (købet gennemførtes i oktober). Svenska Handelsbanken fremsatte samme dag købstilbud på Lokalbanken i Nordsjælland A/S (købet gennemførtes i oktober). Ligeledes overtog VestjyskBank i september 2008 Bonusbanken og fusionerede med Ringkjøbing Bank.

ring af finansiell stabilitet i Danmark (Bankpakke I). Som led heri indgik regeringen endvidere en aftale med Det Private Beredskab (Finansrådet).

For at skabe den fornødne ro på de finansielle markeder blev aftalerne udmøntet i lovgivning, som blev vedtaget den 10. oktober 2008 efter en hastebehandling i Folketinget. Mod forventning medførte aftalen den 5. oktober ikke en mærkbar likviditetsadgang for de danske pengeinstitutter. På denne baggrund, og for at medvirke til at skabe ro ind til den endelige vedtagelse i Folketinget, udsendte Nationalbanken den 8. oktober 2008 en pressemeddelelse, hvoraf det blandt andet fremgik: "*Indtil lovens vedtagelse vil Nationalbanken tage hånd om eventuelle nødlidende banker, som det er sket i tilfældet med Roskilde Bank m.fl.*".

Aftalerne (Bankpakke I) indebar, at staten ydede en generel statsgaranti, så alle bankkunder og øvrige simple kreditorer fik fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i danske pengeinstitutter og i udenlandske pengeinstitutters filialer i Danmark. Samtlige simple kreditorer blev fuldt ud sikret. Det betød bl.a., at lån ydet mellem to pengeinstitutter var omfattet af garantien, og at det långivende pengeinstitut ikke havde en kreditrisiko på den låntagende bank, men derimod på staten. Formålet var at sikre den finansielle stabilitet ved, at pengeinstitutternes adgang til pengemarkedet blev genoprettet.

Garantien var omfattende. Den samlede sum af indskud i pengeinstitutterne, opgjort som summen af gæld til kreditinstitutter og centralbanker, indlån og anden gæld, indlån i puljeordninger og udstedte obligationer til amortiseret kostpris, udgjorde ca. 3.000 mia. kr.⁵ pr. 30. juni 2008. Garantifonden for Indskydere og Investorer samlede dækning udgjorde 512 mia. kr.⁶

Et centralt element i aftalerne var desuden, at staten etablerede et afviklingsselskab, Finansiell Stabilitet A/S, der i tilfælde af, at et pengeinstitut blev nødlidende, og der ikke blev fundet en holdbar privat løsning, skulle overtage og afvikle det nødlidende pengeinstitut, så indskydere og øvrige simple kreditorer ikke led tab. Det var fortsat sådan, at holdbare private løsninger gik forud for en statslig deltagelse, der altid skulle være en undtagelse. Det blev ligeledes fastholdt, at ansvaret i videst muligt omfang skulle placeres hos ejere af den ansvarlige kapital, og at nødlidende pengeinstitutter skulle sælges eller afvikles. Formålet var ikke at redde det enkelte pengeinstitut, som det skete i visse andre lande, men at sikre den finansielle stabilitet.

Finansiell Stabilitet A/S skulle således i praksis sikre, at de simple kreditorer fik dækket deres krav, og at kravet ikke blev ramt af en krise i et pengeinstitut. Samtlige krav skulle betales rettidigt, og i takt med at de forfaldt. Det skulle blandt andet skabe tryghed omkring honoreringen af udenlandske kreditinstitutters krav mod et nødlidende pengeinstitut og modvirke usikkerhed i markedet, der kunne betyde, at sunde pengeinstitutter på trods af statsgarantien kunne få vanskeligt ved at finde likviditet.

Da statsgaranti også omfattede gældsinstrumenter i udenlandsk valuta, kunne staten være forpligtet til at tilbagebetale instituttets gæld i udenlandsk valuta øjeblikkeligt,

⁵ Jf. besvarelse af spørgsmål 20 ad L 33 om forslag til lov om finansiell stabilitet.

⁶ Garantifonden for Indskydere og Investorer havde som følge af den generelle statsgarantiordning ikke udgifter til de dækkede indskud.

såkaldt "timely-payment", jf. også beskrivelsen af "timely-payment" i Boks 8.3. Det stillede potentielt store krav til Nationalbankens valutareserve, og Nationalbanken øgede derfor sin beholdning af likvide aktiver i US dollar med henblik på at sikre, at staten ville være i stand til at foretage rettidig betaling. Som følge heraf intensiverede Nationalbanken overvågningen af udviklingen i pengeinstitutternes finansiering af dollar og etablerede de nødvendige praktiske foranstaltninger, så beredskabet vedrørende "timely-payment" kunne tages i brug. I den forbindelse blev der afholdt møder med relevante pengeinstitutter. Beredskabet kom aldrig i brug. Det var en positiv omstændighed, at et krav om "timely-payment" ikke opstod i tiden lige efter vedtagelsen af Bankpakke I. Det kunne have reduceret valutareserven yderligere, og i værste fald have udgjort en trussel mod fastkurspolitikken eller statens muligheder for at opfylde sine forpligtelser.

Deltagelse i den generelle statsgarantiordning var frivillig for det enkelte pengeinstitut og den enkelte udenlandske filial, men det var en forudsætning, at de var medlem af Det Private Beredskab senest den 13. oktober 2008. Det var et vigtigt element i forbindelse med aftalerne, at den finansielle sektor gik forrest med at vise ansvar. Det var således centralt, at banksektoren skulle betale for den ydede statsgaranti, der var udformet efter forsikringsmæssige principper. Der blev derfor indgået aftale med Finansrådet om, at den finansielle sektor (Det Private Beredskab) skulle bidrage med op til 35 mia. kr. svarende til 2 pct. af BNP. Der eksisterede – og eksisterer – ikke et marked for en sådan type garanti. Beløbet blev derfor fastsat ud fra blandt andet beregninger fra Nationalbanken og Økonomi- og Erhvervsministeriet af, hvad der vurderedes at ville være en markedslignende garantiprovision. De 35 mia. kr. bestod af betaling af en garantiprovision fra Det Private Beredskab på 7,5 mia. kr. årligt i to år (præmie). Derudover stillede Det Private Beredskab en tabskaution for Finansiell Stabilitet A/S på 10 mia. kr. (selvrisiko). Såfremt resultatet blev under 25 mia. kr. ville garantiprovisionen tilfalde staten. Såfremt resultatet blev et tab, der oversteg 25 mia. kr., skulle Det Private Beredskab via en forhøjet garantiprovision dække yderligere tab på op til 10 mia. kr.

Der blev desuden lagt vægt på, at den generelle statsgarantiordning skulle modsvarer af, at sektoren udviste tilbageholdenhed og brugte de to næste år på konsolidering for derved lettere at kunne håndtere forventede tab pga. krisen. Derfor indgik der som et led i aftalen et forbud mod udbyttebetaling fra pengeinstitutterne samt et forbud mod nye tilbagekøbsprogrammer. Endvidere blev der indført et forbud mod nye aktieoptionsprogrammer (incitamentsprogrammer), mens eksisterende programmer ikke måtte forlænges eller fornys.

De omfattede pengeinstitutter måtte desuden ikke påtage sig en øget risiko, der var begrundet i den forbedrede adgang til likviditet, som ordningen medførte. Det blev derfor fastsat i aftalen mellem staten og Det Private Beredskab, at intet pengeinstitut måtte foretage massemarkedsføring af, at der nu var bagvedliggende statsgaranti for dets kreditorer. Finanstilsynet kunne udelukke pengeinstitutter, udstede advarsel eller afsætte bestyrelsesmedlemmer eller direktører i et pengeinstitut eller filial omfattet af garantiordningen, hvis der blev udvist en adfærd, som kunne karakteriseres som spekulation i garantiordningen eller i øvrigt overtrådte betingelserne for at være omfattet af garantiordningen.

Som del af Bankpakke I var der desuden enighed om at tilføre Finanstilsynet yderligere ressourcer med henblik på øget tilsyn og at foretage et kritisk eftersyn af den finansielle regulering. Reglerne for salg af penginstitutternes egne aktier blev strammet, og der skulle skabes større gennemsigtighed om penginstitutternes solvens og risikoprofil.

Ordningen med den generelle statsgaranti havde en varighed på to år og løb til og med 30. september 2010 med mulighed for forlængelse, hvis det vurderedes nødvendigt af hensyn til den finansielle stabilitet.

Bankpakke I havde hurtigt en positiv effekt på pengeinstitutters adgang til likviditet, og situationen blev stabiliseret. Som følge af et mere velfungerende pengemarked nedbragte pengeinstitutternes deres beholdning af indskudsbeviser og deres folioindestående i Nationalbanken, jf. figur 9.3.

Penginstitutternes betaling for den generelle statsgarantiordning blev 25 mia. kr. Statens regnskab for Bankpakke I blev opgjort pr. februar 2011, inkl. Roskilde Bank⁷, der gik ned inden Bankpakke I, og viser et overskud for staten på ca. 2,5 mia. kr.⁸

12.3.2 Kreditpakken (Bankpakke II)

Bankpakke I sikrede med den generelle statsgaranti, at penginstitutterne igen kunne finansiere udlån. Men udsigterne for dansk økonomi blev tydeligt påvirket negativt af den internationale finansielle krise og de svage internationale konjunkturforskel. Der var i 4. kvartal 2008 klare tegn på, at Danmark var på vej mod en væsentlig økonomisk afmatning, men der var stor usikkerhed om, hvor dyb og langvarig den økonomiske krise ville blive. En central faktor i den forbindelse vurderedes at være kreditinstitutternes kreditgivning i tiden fremover.

En forudsætning for, at kreditinstitutterne kan løfte kreditformidlingsopgaven er et tilstrækkeligt kapitalgrundlag. Penginstitutternes kapitalmæssige polstring var imidlertid begrænset, da finanskrisen ramte, jf. kapitel 8 – særligt i lyset af de tab, der erfaringsmæssigt opstår under et konjunkturtilbageslag.

Samtidig indebar den øgede usikkerhed, at de finansielle markeders forventninger til pengeinstitutternes kapitalpolstring var steget. For at blive betragtet som et robust institut, var det ikke længere nødvendigvis tilstrækkeligt at opfylde lovkravet på 8 pct. Markedskravet var op til 11 pct. i kernekapitel.

Samtidig var konsekvensen af den økonomiske afmatning, at de private investorer var meget tilbageholdende med at stille kapital til rådighed. Uden adgang til investorerne kapital var der en væsentlig risiko for, at kreditinstitutterne alternativt ville slanke balancerne og stramme lånevilkårene for virksomheder og husholdninger.

⁷ Det fremgår af Finansiell Stabilitet A/S' pressemeddelelse af 4. februar 2011, at såfremt tabet på Roskilde Bank blev opgjort efter tilsvarende principper som det afsluttende regnskab for Bankpakken, ville statens tabsgaranti vedrørende Roskilde Bank skønsmæssigt kunne opgøres til 10,5 mia. kr.

⁸ Der er ikke taget højde for hverken positive eller negative skattemæssige konsekvenser i forbindelse med opgørelsen af resultaterne af bankpakker. Det skyldes, at det indebærer meget væsentlige usikkerhedsmomenter.

Det indebar en ikke ubetydelig risiko for en kreditklemme, hvor selv sunde og kreditværdige virksomheder og husholdninger ikke kunne optage lån, med store realøkonomiske konsekvenser til følge. Udviklingen kunne desuden blive selvforstærkende, da skærpede lånevilkår for virksomheder og husholdninger kunne føre til lavere økonomisk aktivitet, yderligere tab og nedskrivninger, og dermed yderligere behov for, at kreditinstitutterne slankede deres balancer. En kreditklemme ville være alvorlig i den daværende aktuelle økonomiske situation, hvor ikke kun dansk økonomi, men hele den vestlige verden var ramt af et hårdt økonomisk tilbageslag. Der blev således stigende politisk fokus på, hvordan man kunne undgå at komme i en så alvorlig situation med en kreditklemme.

Nationalbanken delte bekymringen for en mulig kreditklemme i Danmark og opfordrede til, at der blev gennemført en midlertidig ordning, der muliggjorde kapitaltilførsel til solvente danske pengeinstitutter som supplement til den kapital, der måtte kunne rejses på det private marked. Nationalbanken vurderede, at der med behovet for balancetilpasning og udsigt til stigende tab i pengeinstitutterne var risiko for, at der kunne opstå en kreditklemme med betydelige makroøkonomiske konsekvenser til følge. Nationalbanken havde analyseret sektorens robusthed ved hjælp af en stress-testmodel og vurderede, at en kapitaltilførsel på 70 mia. kr. til pengeinstitutterne ville sikre, at institutionerne kunne modstå selv kraftige økonomiske chok.

Afsættet for Kreditpakken (Bankpakke II) var derfor en bekymring for den bredere samfundsøkonomiske udvikling og kreditgivningen i Danmark. Bekymringen for en kreditklemme var ikke kun dansk, men en generel bekymring i flere lande i EU. I bl.a. Tyskland, Holland og Frankrig gennemførte man ligeledes ordninger med statslige indskud af hybrid kernekapital for bl.a. at imødegå risikoen for en kreditklemme.

Den 18. januar 2009 indgik den daværende regering (Venstre og Det Konservative Folkeparti), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Liberal Alliance aftale om en kreditpakke (Bankpakke II).

Med Kreditpakken blev der etableret en ordning, hvor solvente penge- og realkreditinstitutter i Danmark frem til 30. juni 2009 kunne ansøge⁹ om indskud af statslig hybrid kernekapital. Kapitalindskuddene skulle bidrage til at opretholde kreditinstitutternes udlånskapacitet og bestod af stående obligationslån med fast rentebetaling og uden fast løbetid.

Som led i Kreditpakken blev der desuden gennemført en 3-årig overgangsordning med individuel statsgaranti, hvor der kunne ansøges om individuel statsgaranti indtil den 31. december 2010. Kreditpakken indeholdt tillige en række øvrige elementer, der kort beskrives sidst i dette afsnit.

⁹ Ansøgningerne om kapitalindskud skulle indsendes til Økonomi- og Erhvervsministeriet og behandles i en midlertidigt oprettet task-force. I forbindelse med behandlingen af ansøgningerne blev der søgt bistand fra eksterne finansielle sagkyndige (Rothschild og Kromann Reumert). Økonomi- og erhvervsministeren ville træffe afgørelse på baggrund af en indstilling fra Koordinationsgruppen for statsligt kapitalindskud (Økonomi- og Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Statsministeriet og Nationalbanken). Det fulgte endvidere af bemærkningerne, at koordinationsgruppen i behandlingen af ansøgningerne ville trække på Finanstilsynet ved bedømmelsen af, om institutterne opfyldte solvenskravene.

Kapitalindskud

Ordningen med statsligt kapitalindskud blev udformet som en frivillig ansøgningsmulighed, hvor alle solvente kreditinstitutter i Danmark frem til 30. juni 2009 kunne søge om statslig hybrid kernekapital. I udformningen af ordningen blev der lagt stor vægt på at sikre, at ansøgende institutter skulle opfylde ansøgningsbetingelserne, herunder særligt solvenskravene. Ikke solvente institutter skulle således fortsat afvikles via Finansiell Stabilitet A/S. Ansøgningerne skulle være færdigbehandlet senest den 31. december 2009. Den relative korte tidshorisont skulle sikre, at institutterne ikke valgte at slanke deres balancer unødigt.

For at medvirke til at sikre en tilstrækkelig robusthed og udlånskapacitet i de deltagende institutter, skulle alle deltagende kreditinstitutter efter kapitalindskuddet have en kernekapital på mindst 12 pct. For deltagende institutter med en kernekapitalprocent på over 9 pct. før kapitalindskuddet kunne kernekapitalprocenten blive forøget med 3 pct., mens institutter med en kernekapitalprocent på under 9 fik øget deres kernekapital med mere end 3 pct. Formålet var at sikre, at der blev tilført tilstrækkelig kapital til det enkelte institut, så sunde virksomheder og husholdninger fortsat kunne få finansieret deres aktiviteter.

Som et alternativ til det direkte statslige kapitalindskud kunne det enkelte penge- og realkreditinstitut anmode om, at staten stod som "underwriter" (hvor staten i større eller mindre omfang garanterede for udstedelsen af nye aktier) ved en kapitalrejsning blandt private investorer, hvis institutterne vurderede, at der kunne tiltrækkes private investorer. Ordningen åbnede således mulighed for, at private investorer kunne deltage, og at statens deltagelse i givet fald kun ville komme på tale, hvis det ikke var muligt at skaffe tilstrækkeligt privat kapital. Denne mulighed blev dog aldrig anvendt, da der ikke var efterspørgsel herfor.

Ordningen med statsligt kapitalindskud var rettet mod at øge kreditinstitutternes udlånskapacitet. Der var derfor forbud mod at føre kapitalen til moderselskab og søsterselskaber, hvilket desuden kunne have skabt konkurrenceforvridning på eksempelvis forsikrings- og pensionsområdet.

For at understøtte konsolideringen i institutterne var der desuden forbud mod tilbagekøbsprogrammer, aktieoptionsprogrammer og udbetaling af udbytte. Det var desuden et krav, at de berørte institutter ikke strammede udlånspolitikken mere, end den almindelige konjunkturudvikling tilsagde under behørig hensyntagen til, at institutterne samtidig skulle drive en sund og ansvarlig forretning.¹⁰

Der blev endvidere lagt en begrænsning på direktionens variable løndelev, som ikke måtte overstige 20 pct. af den faste grundløn, inklusive pension. Desuden forpligtede det enkelte institut sig til ikke at fradrage mere end halvdelen af direktionsmedlemernes løn i instituttets skatteregnskab.

Betalingen blev primært fastsat på baggrund af en vurdering af statens risiko ved at stille kapital til rådighed. Den skulle desuden være i overensstemmelse med EU's

¹⁰ Kreditinstitutterne er forpligtet til på halvårlig basis at redegøre for udviklingen i deres udlån. På baggrund af disse redegørelser udarbejder Erhvervs- og Vækstministeriet hvert halve år en redegørelse om udviklingen i kreditmulighederne, der bl.a. drøftes med de relevante organisationer.

retningslinjer på området og svare til de afkastkrav, der var stillet i forbindelse med statslige kapitalindskud i andre EU-lande. Det fulgte af EU's retningslinjer for pris-sætning af kapitalindskud i kreditinstitutter, at afkastkravet for hybrid kernekapital var sat til renten på en statsobligation tillagt en samlet risikopræmie på 6 procentpoint. Givet den 5-årige statsobligationsrente på daværende tidspunkt lå på ca. 3 pct., gav det et gennemsnitligt afkastkrav på mindst 9 pct. årligt. Det gennemsnitlige afkastkrav i den danske ordning blev fastsat til 10 pct. årligt. Renten blev fastsat individuelt for de ansøgende institutter og varierede mellem ca. 9 og 11,25 pct. årligt, afhængig af deres rating. Institutter, som ikke allerede var ratede, blev indplaceret i tre grupper på grundlag af bl.a. deres kernekapital, gearing og indlånsunderskud.

For at sikre en exitstrategi for statens engagement i kreditinstitutterne, når markedsforholdene atter var normaliserede, fik staten mulighed for at sælge den hybride kernekapital og i øvrigt disponere over den hybride kernekapital. Kreditinstitutterne fik også – dog tidligst efter tre år,¹¹ og med Finanstilsynets godkendelse – selv mulighed for at afvikle kapitalindskuddet. Institutter blev desuden givet incitamenter til at indfri den hybride kernekapital så hurtigt som muligt, da den løbende rentebetaling ville stige, hvis pengeinstituttet i større omfang begyndte at udbetale udbytte,¹² og da indfrielseskursen steg fra pari (100) til henholdsvis kurs 105 og 110 det 6. og 7. år efter udstedelsen.

I ordningen blev det fastsat, at Finanstilsynet havde mulighed for at kræve kapitalen omdannet til aktiekapital, hvis et instituts hybride kernekapital udgjorde mere end 35 pct. af den samlede kernekapital. For at sikre, at konvertering til aktie-, andels- eller garantikapital gav staten forholdsmæssig indflydelse, skulle kreditinstituttets øverste myndighed som led i det statslige kapitalindskud træffe beslutning om, at eventuelle stemmeretsbegrænsninger og ejerlofter blev ophævet i tilfælde af konvertering.

Ved udformningen af det statslige kapitalindskud blev der lagt vægt på, at den hybride kernekapital skulle kunne anses for havende den højest mulige kvalitet. Da ratingbureauerne efterfølgende stillede yderligere krav til sådan kapital, blev ordningen i foråret 2009 justeret, så det blev muligt for institutterne at søge om tilkøb af muligheden for, at instituttet senere kunne vælge at konvertere statens indskud til aktier. Med denne mulighed ville ratingbureauerne give en bedre vurdering af kapitalens kvalitet.

På baggrund af Nationalbankens stresstest i foråret 2009 var det vurderingen, at Kreditpakken med indskud af statslig kapital havde reduceret risikoen for, at der ville opstå en kreditklemme i dansk økonomi.

Da behandlingen af ansøgningerne om statsligt kapitalindskud var færdig ultimo 2009, var der indgået aftaler med i alt 43 institutter for et samlet beløb på knap 46 mia. kr., jf. bilag H.3. Det skal blandt andet ses i lyset af, at visse institutter, der ansøgte om statsligt kapitalindskud, var i stand til at rejse kapital på de finansielle markeder på egen hånd og derfor alligevel ikke ønskede at gøre brug af ordningen. Det skyldtes blandt andet, at de finansielle markeder fra sommeren 2009 blev mere stabi-

¹¹ For enkelte institutter dog tidligst efter fem år.

¹² Ifølge Bankpakke II kunne institutterne udbetale udbytte fra 1. oktober 2010, forudsat at det kunne finansieres ud fra det løbende overskud, og det i øvrigt var forsvarligt under hensyn til instituttets økonomiske stilling.

le. Syv institutter trak således deres ansøgning, efter at de havde fundet billigere finansiering på markedet.

Ordningen med statsligt kapitalindskud har hidtil givet staten et overskud, som pengeinstitutterne har betalt. Der var ved udgangen af august 2013 et foreløbigt overskud på ordningen på ca. 8,5 mia. kr., og udestående kapitalindskud på 33,72 mia. kr.

Individuel statsgaranti

Med Kreditpakken fik kreditinstitutter frem til 31. december 2010 endvidere mulighed for at ansøge om en 3-årig individuel statsgaranti for ikke-efterstillet, usikret gæld og junior covered bonds.¹³ Der var tale om en frivillig ansøgningsmulighed.

Formålet var at sikre danske kreditinstitutter mulighed for i en overgangsperiode frem til udgangen af 2013 at skaffe den nødvendige finansiering på lige vilkår med pengeinstitutter i andre EU-lande og lette overgangen fra den generelle statsgarantiordning, der udløb den 30. september 2010, til normale markedsvilkår.

Baggrunden for ordningen med individuel statsgaranti var, at forholdene på de finansielle markeder i begyndelsen af 2009 fortsat skabte usikkerhed om mulighederne og vilkårene for at fremskaffe likviditet, når den generelle statsgaranti udløb, og flere EU-lande havde mod forventningen ved indførelsen af den generelle statsgaranti valgt at give statsgarantier op til fem år. Danske pengeinstitutter kunne dermed komme til at stå i en vanskelig situation, som i sidste ende kunne medføre en betydelig nedbringelse af deres udlån i fremtiden.

Ordningen gav kreditinstitutterne mulighed for at søge om individuel statsgaranti. Opfyldelse af solvenskravene på ansøgningstidspunktet var en nødvendig, men ikke tilstrækkelig forudsætning for at indgå en aftale. Finansiell Stabilitet A/S, der administrerede ordningen, forhandlede de vilkår, som de fandt nødvendige for, at udstedelse af en individuel statsgaranti var forsvarlig. Aftalerne blev endvidere i al væsentlighed underlagt de samme restriktioner, som gjaldt for den generelle statsgaranti, dvs. udbyttestop, forbud mod forlængelse eller etablering af nye aktieoptionsprogrammer, forbud mod tilbagekøbsprogrammer og begrænsninger på risikotagning.

Det enkelte kreditinstitut skulle betale en individuelt fastsat garantiprovision i overensstemmelse med ECB's og EU-Kommissionens retningslinjer. Et kreditinstitut, der modtog en individuel statsgaranti, skulle betale en årlig garantiprovision, der blev fastsat individuelt. For kreditinstitutter, der havde en Credit-Default-Swap (CDS) blev garantiprovisionen for lånet fastsat til 0,50 pct. af underliggende låns hovedstol årligt med et tillæg baseret på instituttets kreditrisiko (CDS). For kreditinstitutter, der ikke havde en CDS, men mindst en AA- eller Aa3-rating, blev garantiprovisionen fastsat til 0,87 pct., mens de øvrige kreditinstitutters skulle betale en garantiprovision på 0,95 pct. Garantiprovisionen for statens garantistillelse for SDO- og SDRO-udstedende institutters finansiering af supplerende sikkerhedsstillelse (junior covered bonds)

¹³ Junior Covered Bonds, JCB, er en populær betegnelse for obligationer som udstedes for at øge sikkerheden bag særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer. Da ordningen med individuel statsgaranti blev etableret kunne JCB alene udstedes med henblik på at opfylde kravet om supplerende sikkerhedsstillelse, jf. kapitel 10.

skulle fastsættes efter en lignende risikovurdering og kunne maksimalt udgøre 0,9 pct. af lånet¹⁴ For lån i udenlandsk valuta kunne garantiprovisionen dog øges svarende til ekstraomkostningerne forbundet hermed.

Den 30. juni 2010 var der indgået rammeaftaler med 63 kreditinstitutter for tilsagn om individuel statsgaranti på i alt 338 mia. kr.¹⁵ Den 31. december 2010, hvor ansøgningsmuligheden udløb, havde en række institutter valgt ikke at gøre brug af rammeaftalerne, og de faktiske udstedelser med individuel statsgaranti kom til at udgøre 193 mia. kr. fra 50 institutter, jf. bilag H.3.

Ordningen med individuel statsgaranti har hidtil givet staten foreløbigt overskud på 0,21 mia. kr.¹⁶ Pr. august 2013 er der ikke længere nogen udstedelser under Bankpakke II.

Andre elementer

Med Kreditpakken blev dækningen af indskud via Indskydergarantifonden hævet til 100.000 euro (svarende til knap 750.000 kr.) med virkning fra 1. oktober 2010. Den generelle statsgaranti udløb på dette tidspunkt, og den forhøjede indskydergaranti bidrog til at sikre indskyderne.¹⁷

Kreditpakken afspejlede den opfattelse, at finansielle virksomheder, i kraft af deres særlige rolle i samfundsøkonomien, skulle have en hensigtsmæssig og gennemsigtig aflønningsstruktur. Det blev derfor besluttet, at finansielle virksomheder ikke måtte aflønne medlemmer af direktionen med variable lønandele i et omfang, som oversteg 50 pct. af den samlede grundløn inkl. pension. Desuden blev der, for at undgå overdreven anvendelse af optionsprogrammer, stillet krav om, at generalforsamlingen eller repræsentantskaber i alle finansielle virksomheder skulle forholde sig til direktions aflønning.

Herudover blev der, for at sikre finansiering af danske virksomheders eksportforretninger, bl.a. etableret en 3-årig eksportlæneordning med en ramme på 20 mia. kr. i regi af Eksport Kredit Fonden.

12.3.3 Exitpakken (Bankpakke III)

I foråret 2010 var der en begyndende økonomisk optimisme, selvom euroområdet fortsat var præget af den finansielle krise. Samtidig kunne der registreres forbedringer i forbruger- og erhvervstilliden samt stigninger i aktiekurserne.

På EU-niveau var den generelle opfattelse, at de ekstraordinære tiltag, som medlemsstaterne havde gennemført for at håndtere den finansielle krise, havde virket, idet de finansielle markeder var stabiliseret, og den økonomiske situation var i bedring.

¹⁴ Ved lovens vedtagelse. I forbindelse med EU-Kommissionens forlængelse af statsstøttegodkendelsen i sommeren 2010 blev prisniveauet hævet.

¹⁵ Finansiell Stabilitet A/S havde ultimo 2010 bevilget garantitilsagn for 366 mia. kr. til 64 institutter. Heraf havde 57 institutter pr. 31. december 2010 underskrevet en egentlig aftale med Finansiell Stabilitet A/S med et samlet garantitilsagn på 338 mia. kr., jf. Finansiell Stabilitet A/S' pressemeddelelse af 14. januar 2011.

¹⁶ Inklusive garantiene til Vestjysk Bank og Den Jyske Sparekasse, ydet i foråret 2013 under Bankpakke IV.

¹⁷ Ved forhøjelsen af dækningsgrænsen gennemførtes endvidere Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2009/14/EF af 11. marts 2009 om ændring af direktiv om indskudsgarantiordninger for så vidt angår dækningsniveau og udbetalingsgrænser.

Efter Bankpakke I og II begyndte overvejelserne om en normalisering af situationen for kreditinstitutterne i forhold til statslige involvering for alvor. Tilgangen var fortsat, at det vigtigste i forbindelse med håndteringen af et nødlidende pengeinstitut ikke var dets overlevelse, men sikring af det finansielle system og videreførelse af de sunde aktiviteter.

Med udløbet af den generelle statsgaranti 30. september 2010 ville muligheden for, at Finansiell Stabilitet A/S overtog nødlidende pengeinstitutter med henblik på en kontrolleret afvikling også ophøre. I så fald ville pengeinstitutter, der ikke kunne opfylde kapitalkravene inden for en frist stillet af Finanstilsynet, som udgangspunkt gå i betalingsstandsning eller konkurs. Indskydere med et nettoindskud over 750.000 kr. og andre kreditorer ville derved få et krav i konkursboet, der ville blive udbetalt som dividende, når boet var endeligt gjort op. Det tog erfaringsmæssigt mange år. I forbindelse med, at pengeinstitutter blev nødlidende, ville kunderne derfor være nødsaget til at finde et nyt pengeinstitut, få nyt dankort og genetablere deres betalingsaftaler. Særligt låntagere ville være nødsaget til omgående at finde ny finansiering i et andet pengeinstitut, hvilket givetvis ville medføre væsentlige problemer. Desuden var det erfaringen, at værdierne i de nødlidende institutter bedst blev bevaret ved en kontrolleret afvikling frem for at blive tvangssolgt under en konkursbehandling.

Samtidig var der en bekymring for, at uden et klart alternativ til konkurs eller betalingsstandsning, ville man i praksis risikere at komme tilbage til en situation, hvor staten måtte stille garanti, hvis pengeinstitutter kom i problemer. Håndteringen af nødlidende pengeinstitutter i såvel udlandet som i Danmark de forgangne år havde demonstreret behovet for en fast model for kontrolleret afvikling af nødlidende institutter uden brug af statslige midler frem for ad hoc baserede løsningsmodeller. Uden en regelbaseret model ville der være risiko for, at de finansielle markeder enten ville indkalkulere, at der var en implicit statsgaranti bag institutterne, eller ville indkalkulere en risiko for finansiell ustabilitet som følge af uklarhed om statens intervention.

Der var således behov for at etablere en model til håndtering af nødlidende pengeinstitutter, som kunne være et klart alternativ til betalingsstandsning og konkursbehandling, og som kunne minimere omkostningerne for samfundet som helhed. Der var desuden et bredt politisk ønske om, at der ikke fremover skulle stilles yderligere midler til rådighed for sektoren.

Den danske tilgang var helt på linje med EU-Kommissionens fokus på at etablere regler om kriseforebyggelse og krisestyring til håndtering af eventuelle fremtidige kriser. Udmeldingen fra EU-Kommissionen i sommeren 2010 var fortsat, at fremtidige afviklingsregimer skulle indebære, at nødlidende pengeinstitutter skulle kunne gennemgå en kontrolleret afvikling uden udgifter for staten eller skatteyderne, og at den forventede at offentliggøre et rammeforslag herom i den nærmeste fremtid.

Exitpakken blev drøftet af forligskredsen bag finansiell stabilitet i foråret 2010. Lovforslaget blev vedtaget den 25. juni og trådte i kraft 1. oktober 2010.¹⁸

¹⁸ I forbindelse med høringen af lovforslaget til gennemførelse af afviklingsordningen var der bred tilslutning. Danmarks Nationalbank fandt, at lovforslaget var et af de vigtigste lovinitiativer i forbindelse med opfølgning på finanskrisen, og at den overordnede model var fornuftigt i tråd med initiativerne i andre lande. Finansrådet

Afviklingsordningen i Exitpakken skaber en systemløsning til håndtering af nødlidende pengeinstitutter, hvor Finansiell Stabilitet A/S får adgang til at overtage nødlidende pengeinstitutter med henblik på at afvikle dem på en ordentlig og redelig måde. Det eksisterende set-up med Finansiell Stabilitet A/S blev således videreført, og gjorde det muligt at bruge den eksisterende erfaring og ekspertise med håndtering af nødlidende institutter.

Afviklingen kan derved ske i overensstemmelse med de regler, der gælder for danske pengeinstitutters håndtering af både private kunder og erhvervskunder, og der kan således drages omsorg for kunderne i afviklingsprocessen. Kunderne vil kunne opretholde adgang til deres konti og i øvrigt fortsætte med at gøre bankforretninger. Det er hensigten, at overtagelsen sker i løbet af en weekend, så kunderne er mindst muligt påvirket af forløbet.

Afviklingsordningen forventes anvendt i de tilfælde, hvor Finanstilsynet (eller pengeinstituttet) vurderer, at et institut ikke længere lever op til lovens solvenskrav, og hvor pengeinstituttets egne bestræbelser på at finde en markedsføssig løsning er resultatløse. Markedsføssige løsninger og private overdragelser går således fortsat forud for overtagelse af Finansiell Stabilitet A/S.

Afviklingsordningen indebærer, at simple kreditorer og indskydere med indskud over et beløb svarende til 100.000 euro, som ikke dækkes af Indskydergarantifonden, kan lide tab.

Hensigten er, at i hvert fald de større simple kreditorer derved i højere grad forholder sig til det enkelte pengeinstituts situation og økonomiske tilstand, og at instituttets omkostninger ved at rejse likviditet derved er påvirket af instituttets risikoprofil. Det enkelte pengeinstitut tvinges derfor til at betale en højere pris på markedet, hvis det har en mere risikabel profil. Fraværet af en implicit statsgaranti bidrager således til at skabe et sundere finansielt system, idet risikoen for tab øger markedsdisciplinen og reducerer risikoen for moral hazard.

Finansiell Stabilitet A/S' overtagelse af et nødlidende pengeinstitut sker på grundlag af en garanti, som Indskydergarantifonden stiller, og den finansielle sektor hæfter for eventuelle betalinger fra Indskydergarantifonden, som garantien giver anledning til. Tab i et nødlidende pengeinstitut bliver desuden først dækket af dets aktionærer, garantanter eller andelshavere. Afviklingsordningen indebærer således ikke nogen ny økonomisk risiko for staten.

Afviklingsordningen blev første gang anvendt 5. februar 2011 i forbindelse med håndteringen af Amagerbanken. Efterfølgende er den også blevet anvendt den 24. juni 2011 i forhold til Fjordbank Mors.

støttede lovforslagets overordnede formål og bemærkede, at med overdragelse af det nødlidende pengeinstitut til et afviklingsselskab var lovforslaget efter Finansrådets opfattelse et godt grundlag for afviklingen med de færrest mulige negative konsekvenser for instituttets indskydere, kreditorer og øvrige kunder. I december 2010 i forbindelse med dets artikel IV-konsultation anførte IMF om afviklingsordningen: *“Staff and the authorities agreed that all banks should accept the new resolution scheme. It replaces a temporary arrangement introduced in response to the 2008 banking crisis, and is in line with best practices. [...]”*.

12.3.4 Konsolideringspakken (Bankpakke IV)

Frem mod sommeren 2011 opstod der ny uro på de finansielle markeder. En egentlig statsgældskrise var under udvikling i Sydeuropa, hvilket havde en afsmittende negativ effekt på særligt de sydeuropæiske bankers situation. Det blev samtidig klart, at EU-Kommissionen mod forventningen ikke ville komme med et udspil til et fremtidigt krisehåndteringsregime i foråret 2011.

Håndteringen af Amagerbanken A/S i februar 2011 og den efterfølgende håndtering af Fjordbank Mors i juni 2011 viste samtidig, at det i praksis kunne være vanskeligt at finde private markedsbaserede løsninger i den finansielle sektor. Det gjaldt også i forhold til en dækning af et nødlidende pengeinstituts underbalance i regi af Indskydergarantifonden. Udviklingen tydede på, at pengeinstitutterne ikke havde tilstrækkeligt stærke incitamenters til af egen drift at indgå i private markedsbaserede løsninger i forbindelse med håndteringen af nødlidende institutter.

Spørgsmålet om at forbedre mulighederne for at skabe private markedsbaserede løsninger forud for anvendelsen af afviklingsordningen i Bankpakke III blev derfor taget op i forligskredsen bag finansiell stabilitet, og der blev udformet en medgiftsordning, der blev statsstøttegodkendt i EU.¹⁹

Den 25. august 2011 indgik den daværende regering (Venstre og Det Konservative Folkeparti), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Liberal Alliance aftale om en række konsolideringsinitiativer (Bankpakke IV).

Med etableringen af medgiftsordningen blev der åbnet mulighed for, at Indskydergarantifonden og staten gennem Finansiell Stabilitet A/S kan yde en medgift ved at tilføre midler eller stille garanti til dækning af et nødlidende instituts ikke-efterstillede kreditorer over for et privat pengeinstitut, der måtte være interesseret i helt eller delvist at overtage et nødlidende institut. Størrelsen af statens medgift kan maksimalt svare til det forventede tab på pengeinstituttets individuelle statsgaranti, såfremt instituttet skulle afvikles efter Exitpakken. Ligeledes kan størrelsen af Indskydergarantifondens medgift maksimalt svare til fondens tab ved afvikling efter Exitpakken. Der er blevet fastlagt en procedure, hvor Indskydergarantifonden og Finansiell Stabilitet A/S foretager en konkret vurdering af, om det er økonomisk hensigtsmæssigt at yde en medgift. Det er således en forudsætning for anvendelsen af medgiftsordningen, at både Indskydergarantifonden og Finansiell Stabilitet A/S vurderer, at løsningen indebærer færre omkostninger, end hvis instituttet skal afvikles efter Exitpakken.

Ved en medgiftsløsning undgår alle ikke-efterstillede kreditorer, herunder indskydere, tab. Indskydergarantifonden og staten kan ikke tilføre midler med henblik på sikring af selskabskapitalen og efterstillede kreditorer i det nødlidende institut.

Medgiftsordningen omfatter to modeller. Model I indebærer, at et pengeinstitut overtager hele det nødlidende instituts aktiviteter, og kan modtage medgift fra både Indskydergarantifonden og staten. De overtagne aktiver vurderes efter tre år med henblik på en eventuel "earn out" til staten. Model II indebærer, at et nødlidende penge-

¹⁹ Et lignende instrument havde været kendt tilbage i 1990'erne, men var aldrig blevet godkendt statsstøttestillet af EU-Kommissionen. Garantifonden for Indskydere og Investorer havde allerede med lov nr. 619 af 14. juni 2011 fået hjemmel til at yde medgift i forbindelse med håndtering af et nødlidende pengeinstitutter.

institut opdeles i en usund del, som afvikles under Finansiell Stabilitet A/S, og en sund del, som overtages af et andet pengeinstitut. Den sunde del omfatter som minimum alle engagementer med privatkunder. Hvis afviklingen af den usunde del giver et bedre resultat end forventet, får Indskydergarantifonden, Finansiell Stabilitet A/S, aktionærer og anden ansvarlig kapital i det nødlidende pengeinstitut en efterbetaling efter sædvanlig konkursrækkefølge. Den mere praktiske proces i forbindelse med anvendelsen af medgiftsordningen læner sig i meget vid udstrækning op ad processen i forbindelse med en løsning efter Exitpakken.

Model I har pr. august 2013 ikke været anvendt, mens model II er blevet anvendt i forbindelse med håndteringen af Max Bank 8. oktober 2011, Sparekassen Østjylland 21. april 2012 og Spar Salling den 21. april 2012.

Konsolideringspakken etablerer desuden en ordning, hvor Finansiell Stabilitet A/S mod betaling af garantiprovision, kan indgå aftaler om en individuel statsgaranti, hvis to pengeinstitutter ønsker at fusionere, uanset om de fusionerende pengeinstitutter tidligere har fået udstedt en individuel statsgaranti. Det er en forudsætning, at mindst et af de fusionerende pengeinstitutter efter Finanstilsynets vurdering er (forventeligt) nødlidende. Det er endvidere en forudsætning, at der i tilfælde, hvor der er tale om udstedelse af en ny individuel statsgaranti til afløsning af en eksisterende, sker en væsentlig reduktion af statens risiko i forhold til en situation, hvor de to institutter fortsætter hver for sig. En ny individuel statsgaranti udstedt i forbindelse med en fusion kan have en løbetid på op til fem år, dog ikke længere end til 31. december 2016. Desuden kan kun en tredjedel af garantien have en længere løbetid end tre år. Der er et samlet loft for ydelse af sådanne garantier på 40 mia. kr. Vestjysk Bank har i forbindelse med fusionen med Aarhus Lokalbanc fået ny individuel statsgaranti, ligesom Den Jyske Sparekasse ved fusionen med Sparekassen Farsø.

Finansiell Stabilitet A/S kan desuden indgå aftale om en individuel statsgaranti, hvis en fusion mellem to pengeinstitutter udløser forfald af seniorlån til betaling. Garantien vil gælde et nyt lån med samme løbetid og beløb som det forfaldne lån. Der er et loft for ydelse af sådanne garantier på samlet set 10 mia. kr. Denne mulighed er pr. august 2013 endnu ikke anvendt, og muligheden udløber ultimo 2013.

Med henblik på at sikre, at Indskydergarantifonden fremover har tilstrækkelige midler til at dække tab i forbindelse med afviklingen af nødlidende institutter under den traditionelle indskydergarantiordning, og for at imødekomme pengeinstitutsektorens ønske om en jævn fordeling af omkostningerne til fonden, blev indbetaling til Fonden ændret, så der fremover skal betales årlige bidrag på 2,5 promille af de dækkede nettoindskud. Satsen kan kun ændres i ekstraordinære tilfælde, hvor bidraget kan forhøjes. Hvis Indskydergarantifondens formue svarer til 1 pct. af institutternes sikrede indskud, ophører indbetalingerne til Indskydergarantifonden.

I forsøget på yderligere at reducere barriererne for sunde pengeinstitutters overtagelse af nødlidende pengeinstitutter kan Indskydergarantifonden desuden medvirke til at dække omkostninger i forbindelse med udtrædelse fra datacentraler ved sådanne fusioner.

12.3.5 Udviklingspakke (Bankpakke V)

I begyndelsen af 2012 tydede meget på, at dybden af krisen ville indebære, at de mindre virksomheders vanskeligheder ved at opnå finansiering ville gøre sig gældende i en årrække fremover. I lyset af den fortsat stramme finansieringssituation var det myndighedernes vurdering, at der var behov for en styrket indsats for at hjælpe små- og mellemstore virksomheder, herunder landbruget, så fokus kunne skifte fra afvikling til udvikling.

Den 2. marts 2012 indgik regeringen (Socialdemokraterne, Socialistisk Folkeparti og Radikale Venstre), Venstre, Dansk Folkeparti, Liberal Alliance og Det Konservative Folkeparti aftale om en række initiativer til fremme af især små og mellemstore virksomheders adgang til finansiering (Udviklingspakken).

Første element var en opsplitning af FIH Erhvervsbank A/S, så ejendomsdelen blev skilt fra. FIH Erhvervsbank A/S havde forud for krisen valgt at ændre sin forretningsmodel, således at de nu også befandt sig på ejendomsmarkedet og indenfor privat equity. FIH Erhvervsbank A/S havde ved udgangen af 2011 udlån for samlet ca. 43 mia. kr., efter at have nedbragt udlånet i løbet af 2011 med ca. 15 mia. kr. Forretningsmodellen for FIH Erhvervsbank A/S havde traditionelt været en anden end andre pengeinstitutters, idet FIH's udlån har været baseret på ekstern finansiering og i mindre grad traditionelle indlån. Samtidig havde instituttet specialiseret sig i at servicere store erhvervskunder. Der var således et relativt stort indlånsunderskud i banken, ligesom risikoen på bankens udlån var større end i andre institutter. Det betød, at FIH Erhvervsbank A/S ikke kunne skaffe tilstrækkelig finansiering gennem Nationalbankens nyetablerede lånefacilitet med sikkerhed i udlånsaktiver af god bonitet. Samtidig blev FIH's forretningsmodel afspejlet i, at den individuelle statsgaranti til FIH Erhvervsbank A/S både absolut og relativt til instituttets balance var meget betydelig. FIH Erhvervsbank A/S havde imidlertid en finansieringsudfordring ved udløbet af instituttets statsgaranterede lån, som uden et alternativ ville blive håndteret ved bl.a. en kraftig reduktion af udlånene. Det kunne næppe gennemføres uden en negativ afsmittende effekt på andre pengeinstitutter, der var involveret i de samme engagementer, hvorved risikoen for tab på individuelle statsgarantier og statslige kapitalindskud i de pågældende institutter ville blive forøget. FIH Erhvervsbank A/S havde individuel statsgaranti for i alt ca. 42 mia. kr. og statsligt kapitelindskud på ca. 1,9 mia. kr.

Ud fra både et statsfinansielt og et bredere samfundsmæssigt hensyn var det myndighedernes vurdering, at der ville være umiddelbare fordele ved at skabe større sikkerhed om FIH Erhvervsbank A/S' finansieringssituation. Sigtet var således bl.a. at varetage statens økonomiske kreditorinteresser i FIH og andre pengeinstitutter, som kunne have været blevet påvirket af en reduktion af udlån fra FIH.

For at mindske FIH Erhvervsbank A/S' finansieringsudfordringer blev der derfor åbnet mulighed for, at Finansiell Stabilitet A/S kunne indgå en aftale med FIH om at overtage FIH Erhvervsbank A/S' ejendomsportefølje på ca. 16 mia. kr. Med henblik på at minimere statens risiko for tab blev det bl.a. fastlagt, at Finansiell Stabilitet A/S skulle have en ubegrænset tabskaution fra FIH Holding A/S, hvis ejerkreds består af ATP, PFA, Folksam og C.P. Dyvig. Endvidere skal staten have 25 pct. af en eventuel "upside", hvis afviklingen af ejendomsporteføljen går bedre end ventet. For at sikre Fi-

nansiel Stabilitet A/S og derigennem staten, blev FIH Holding A/S desuden pålagt ikke at foretage udlodninger til aktionærer og at indfri den statslige hybride kernekapital, som der var indgået aftale om under Kreditpakken. Aftalen tilsigter at styrke muligheden for, at FIH over tid reetableres som en specialiseret erhvervsbank rettet mod finansiering af små og mellemstore virksomheders investeringer.

Det vil – på grundlag af en konkret vurdering – være muligt for andre pengeinstitutter, der er i samme situation som FIH var, og som kan opfylde krav til tabskaution mv., at indgå tilsvarende aftaler.

FIH Erhvervsbank A/S har pr. august 2013 afviklet de ca. 42 mia. kr. i individuel statsgaranti, og de 1,9 mia. kr. i statsligt kapitalindskud.

Andet element var etableringen af landbrugets finansieringsbank, der skal medvirke til at muliggøre en strukturtilpasning og udvikling i erhvervet. Bankens formål er at yde anlægsfinansiering til landbrug med effektive driftsledere og nye unge landmænd, så strukturtilpasningen genetableres. Instituttet har som udgangspunkt en basiskapital på ca. 300 mio. kr., mens driftsfinansieringen fortsat ydes af pengeinstitutterne.

Landbrugets finansieringsbank opererer på markedsvilkår på linje med andre finansielle virksomheder og dermed således, at den ikke forvrider konkurrencen i forhold til pengeinstitutter og mellem landmænd, der får finansiering i banken, og landmænd, der får finansiering fra andre institutter.

Tredje element var at skabe øget vækst og eksportfinansiering gennem en styrkelse af Vækstfondens og Eksport Kredit Fondens (EKF's) muligheder for at give garantier og lån til virksomhedernes vækst. Eksportlåneordningen under EKF blev blandt andet styrket med yderligere 15 mia. kr. til i alt 35 mia. kr. for at skabe yderligere eksport og nye arbejdspladser. Initiativet er finansieret via træk på den statslige genudlånsordning. Desuden blev Vækstfondens låneramme for vækstkaution styrket med godt 550 mio. kr., og Vækstfonden fik mulighed for at udstede ansvarlige lån til små og mellemstore virksomheder inden for en ramme på 500 mio. kr.

12.4 Diskussion af krisehåndteringen og alternative muligheder

Krisehåndteringer vil altid være genstand for en diskussion. Det gælder også den seneste under finanskrisen: Kunne krisehåndteringen være designet på en anden måde, og var timingen optimal? Konkret har der bl.a. været stillet spørgsmålstejn ved statens kompensation for risikoen i bankpakkerne, effekten på pengeinstitutternes finansieringsomkostninger og incitamentseffekterne på den finansielle sektor generelt.

I litteraturen tages der ofte udgangspunkt i, at finansielle kriser skal håndteres, så den samlede reduktion i nutidsværdien af bruttonationalproduktet minimeres. Det vil sige, at velstandstabet målt ved bruttonationalproduktet skal være mindst muligt. Særligt tre forhold er almindeligt anerkendt i litteraturen som afgørende for, om skadeeffekterne minimeres, jf. Borio (2010). Den første er tidlig identifikation og indgriben, den anden er, hvorvidt tiltagene er tilstrækkeligt omfattende, og den tredje er, om der opnås en balance mellem de systemiske omkostninger og begrænsningen i moral hazard. Hvorvidt indgrebet er tilstrækkeligt omfattende afgøres af, om det fi-

nansielle system stabiliseres, om de nødvendige nedskrivninger og rekapitaliseringer i institutterne foretages, og om sektoren igen bliver rentabel på langt sigt.

Hvis der er fare for, at hele pengeinstitutsektoren mister sin kapacitet til at foretage udlån, hvad enten det skyldes solvens- eller likviditetsproblemer, så er der tale om en systemisk risiko med store potentielle realøkonomiske omkostninger til følge. Det er derfor vigtigt at forhindre systemiske nedbrud, men samtidig er det også vigtigt, at designe krisehåndteringen på en måde, så institutterne ikke får incitament til at tage store risici eller anden uhensigtsmæssig adfærd. De begrænsninger, som er lagt på institutterne i bankpakkerne kan ses i det lys.

I forhold til de store realøkonomiske konsekvenser ved et systemisk sammenbrud i den finansielle sektor har der været forholdsvis meget fokus på statens provenu, og, hvorvidt sektoren har betalt en markedspris for deres likviditet og kapital. Til tider kritiseres særligt Bankpakke II for at have subsidieret banksektoren ved at fastsætte for lav garantiprovision for individuel statsgaranti og for lav rente på kapitalindskuddene til staten.

Havde staten krævet en højere betaling, ville det alt andet lige belaste institutterne yderligere i en situation, hvor institutterne i forvejen var trængte. En ekstra udgift må i vid udstrækning forventes sendt videre til pengeinstitutts låntagere. Havde staten haft en væsentlig højere indtægt på bankpakkerne, kunne det sidestilles med kontraktiv finanspolitik under en krise – en situation som man generelt forsøger at undgå. I det perspektiv kan man endda spørge, om staten i det hele taget bør have overskud på bankpakkerne. Et krav om, at sektoren betaler for bankpakkerne indebærer desuden, at de sunde, veldrevne pengeinstitutter kommer til at betale for de nødlidende.²⁰

Overfor hensynet til finansiell og økonomisk stabilisering står argumentet om, at staten med Bankpakke I, og til dels Bankpakke II, påtog sig en betydelig risiko, som den skal kompenseres for. Mange involverede pengeinstitutter havde fordel af statsgarantien, fordi den reducerede finansieringsomkostningerne. Krisehåndteringen er således en afvejning mellem at reducere de samfundsøkonomiske omkostninger og sikre, at private virksomheder betaler en passende compensation for støtten, bl.a. for at undgå at de øger deres risiko i forventningen om at kunne drage nytte af støtte senere (moral hazard).

Nationalbankens likviditetstiltag i kølvandet på Lehman Brothers kollaps og Folketingets vedtagelse af Bankpakke I med ubegrænset statsgaranti for alle simple kreditorer var klassiske reaktioner på systemiske hændelser, hvor adgangen til likviditet pludseligt blev drastisk forværret. Hensynet til den finansielle stabilitet og samfundsøkonomien kaldte på en hurtig og markant reaktion.

²⁰ I et case studie af udvalgte lande, hvor Danmark er med, viser Grossman & Woll (2012), at det ikke kun er de økonomiske forhold, der har været udslagsgivende for de specifikke kriseløsningsmodeller under den internationale finanskris. Det var lige så meget det institutionelle og politiske set-up, og herunder de forskellige typer af forhandlingsrelationer mellem bankerne og de lovgivende myndigheder, der har haft betydning for den specifikke udformning af kriseløsningerne. Det er her interessant, at i de lande, hvor bankerne har stærke relationer til myndighederne, og hvor der er en stor kollektiv forhandlingskapacitet, er der en meget større privat byrdedeling. Det fremhæves i artiklen, at det f.eks. har været tilfældet i Danmark, hvor sektoren har betalt for de forskellige initiativer.

Designet og timing af de efterfølgende bankpakker har i højere grad været genstand for diskussion bl.a. fordi behovet i visse henseender kunne forekomme mindre akut end ved den første bankpakke. Særligt i relation til Bankpakke II og III, har der været alternative løsninger fremme i den offentlige debat. Selv med den erfaring, som forløbet har givet, kan der ikke gives et entydigt svar på, hvad en mere hensigtsmæssig løsning havde været, fordi samspillet mellem løsningerne og den samfundsøkonomiske udvikling er kompleks. Endnu vanskeligere er det at vurdere, om løsningerne burde have været udformet anderledes på baggrund af de oplysninger, som var tilgængelige på det tidspunkt.

12.4.1 Bankpakke I

Udformningen af ordningen som en generel statsgarantiordning skal ses i lyset af strukturen i den danske banksektor med relativt mange pengeinstitutter, og behovet for en hurtig reaktion for at imødegå truslen mod den finansielle stabilitet. En generel statsgaranti genskabte hurtigt de danske pengeinstitutters adgang til likviditet, men indebar samtidig, at staten påtog sig en betydelig tabsrisiko. Pengeinstitutterne havde dog meget betydelige værdier og egenkapital, og risikoen knyttet til garantien var derfor ikke så stor, som garantiens betydelige størrelse på ca. to gange det danske bruttonationalprodukt umiddelbart kunne indikere. Risikoen skal samtidigt ses i forhold til de mulige konsekvenser, hvis staten ikke havde garanteret indskyderne i den konkrete situation.

Der er betydelig usikkerhed om, hvorvidt en rekapitalisering af de danske pengeinstitutter i oktober 2008 kunne have været et brugbart alternativ til den generelle statsgaranti, da selv velkapitaliserede kreditinstitutter havde vanskeligt ved at skaffe finansiering. Pengeinstitutterne havde på dette tidspunkt endnu ikke lidt nævneværdige tab på udlån, og institutterne var generelt ikke i fare for ikke at kunne overholde solvenskravet. Tilbageholdenheden i forhold til udveksling af likviditet på markedet skulle formentlig findes i usikkerheden om modparternes eksponeringer mod strukturerede produkter eller finansielle modparter, som kunne blive nødlidende pga. sådanne direkte eller indirekte eksponeringer. Den usikkerhed fjernes ikke ved højere kapitalisering. En rekapitaliseringsproces kunne desuden være tidskrævende og indebære en risiko for, at det finansielle system i mellemtiden ville bryde sammen.

Bankpakke I virkede, og medførte en positiv effekt på de finansielle markeder. De fleste indikatorer viste relativt hurtigt, at den accelererende forværring af udviklingen blev stoppet, og situationen stabiliseret. Flere pengeinstitutter berettede således bl.a. om lettere adgang til likviditet kort tid efter Bankpakke I's vedtagelse. Statsgarantiordningen indebar også, at forsikrings- og pensionselskaber kunne yde lån til danske pengeinstitutter uden tabsrisiko. ATP placerede på den baggrund mere end 40 mia. kr. i danske pengeinstitutter. Samtidig betalte den danske finansielle sektor for den generelle statsgarantiordning i Bankpakke I, der har givet overskud, også efter indregning af Roskilde Bank. Det i modsætning til pengeinstitutterne i en række andre lande – eksempelvis Irland – hvor de statslige garantier ikke indebar betaling fra den finansielle sektor.

Det kan overordnet diskuteres, om det via førtidig handlen kunne have været muligt at opnå en mere robust finansiel sektor, der ikke ville have haft behov for en ubegrænset statsgaranti. Men givet situationen i efteråret 2008, vurderes udformningen af Bankpakke I at have været passende, især i lyset af den betydelige usikkerhed om den finansielle og økonomiske situation i efteråret 2008.

Statslig overtagelse af pengeinstituttet i en overgangsperiode

Østrup (2013) argumenterer for, at en alternativ løsning til håndtering af nødlidende pengeinstitutter kunne være, at staten midlertidigt drev pengeinstituttet videre. Lovgivningsmæssigt kunne en sådan ordning ifølge Østrup have været udformet på den måde, at Finansiell Stabilitet A/S skulle drive pengeinstituttet videre med henblik på videresalg. Dette ville indebære en ændring i forhold til den nugældende lovgivning, hvor der er en bestemmelse om, at det nødlidende pengeinstitut skal afvikles. Dårlige engagementer kunne eventuelt udskilles i særlige afviklingsselskaber. Når forholdene var normaliseret, kunne pengeinstituttet igen privatiseres. En sådan ordning ville ifølge Østrup (2013) indebære den fordel, at der ikke ville være et tidsmæssigt pres for salg af aktiver, hvilket kunne medføre, at aktiverne blev solgt til bedre priser. Østrup (2013) vurderer endvidere, at en sådan ordning ville have den fordel, at der ikke sker en nedlæggelse af pengeinstitutter, som har sunde kerneforretninger. Ordningen ville ifølge Østrup (2013) have den yderligere fordel, at det herved også havde været muligt at gå ud af krisen med et større antal pengeinstitutter, hvorved konkurrencen i pengeinstitutsektoren i højere grad ville have været bevaret. Østrup (2013) fremhæver, at det har været et problem ved myndighedernes krisehåndtering i form af bankpakkerne, at konkurrencen i pengeinstitutsektoren er blevet kraftigt formindsket, specielt er der forsvundet en række mellemstore institutter. En større konkurrence i pengeinstitutsektoren er værdifuld blandt andet af hensyn til at skabe bedre finansieringsmuligheder for erhvervsvirksomheder, hvilket også kan hjælpe med til at imødegå problemet med kredittilbageholdenhed.

Både i Norge og Sverige blev finanskrisen i begyndelsen af 1990'erne løst ved at staten midlertidigt overtog pengeinstitutter. Under den nuværende krise har modellen ifølge Østrup blandt andet været anvendt i Storbritannien i forbindelse med Northern Rock samt Bradford & Bingley. Ifølge Østrup har EU-Kommissionen siden finanskrisens udbrud i 2008 anlagt en fleksibel fortolkning af statsstøttereglerne ved vurdering af interventioner i finansielle institutter, og det må på denne baggrund ifølge Østrup anses for tvivlsomt, om EU-Kommissionen ville underkende løsningsmodellen.

Det skal i denne forbindelse bemærkes, at det er en naturlig del af en markedsøkonomi, at private virksomheder, der ikke er levedygtige skal have mulighed for at gå konkurs eller på anden vis afvikles. Derfor er der i Danmark ikke tradition for, at staten driver pengeinstitutvirksomhed. Derudover er det uklart af modellen, om Finansiell Stabilitet A/S' overtagelse af ejerskabet af det nødlidende pengeinstitut skulle ske ved en frivillig ordning, som det er tilfældet med Finansiell Stabilitet A/S, eller om det også skulle kunne ske tvangsmæssigt. Sidstnævnte ville efter dansk ret give anledning til spørgsmål om ekspropriation. Endvidere er det relevant at bemærke, at det ikke er sikkert, at aktiverne senere kunne afhændes til en bedre pris ved at drive pengeinstituttet videre – det er ligeledes muligt, at aktiverne senere kun kan afhæn-

des til en endnu lavere pris, eller aktiver må afvikles, hvorved staten ville få yderligere tab. I den forbindelse er det i øvrigt uklart af modellen, om og i givet fald hvordan statens omkostninger og evt. tab – i lighed med Bankpakke I og III – skal dækkes af den finansielle sektor, når der med modellen lægges op til at instituttet drives videre på markedet i konkurrence med de øvrige institutter.

Desuden skal det bemærkes, at antallet af virksomheder ikke isoleret kan benyttes til en vurdering af konkurrencegraden i en industri. Samtidig vil et statsejet pengeinstitut medføre et ulige konkurrenceforhold mellem dette og de øvrige pengeinstitutter. Et statsejet pengeinstitut vil blive opfattet som mere sikkert og vil derfor kunne finansiere sig forholdsmæssigt billigt, da skatteborgerne påtager sig risikoen ved driften. Det ville derfor formentlig også have været vanskeligt at få det statsstøtteretlige aspekt godkendt af EU-Kommissionen, hvis instituttet skulle have været drevet videre på uændrede vilkår. I den sammenhæng skal det bemærkes, at EU-Kommissionens godkendelse i 2009 vedrørende Northern Rock ikke indebar en videreførsel af banken, men at banken skulle splittes i to dele – en god og en dårlig del – hvor den dårlige del skulle afvikles, og den gode del blev underlagt en række væsentlige begrænsninger i dets handlemuligheder, herunder begrænsning på udlån og indskud, og at der blev søgt et salg af denne del. Et salg, der blev gennemført i 2011 til Virgin Money. EU-Kommissionen godkendte heller ikke, at Bradford & Bingley blev videreført, men derimod en afvikling af banken.²¹

12.4.2 Kreditpakken (Bankpakke II)

Konsekvensen af de turbulente forhold på penge- og kapitalmarkederne op til vedtagelsen af Bankpakke II var, at de private investorer var blevet meget tilbageholdende med at stille kapital til rådighed. Uden adgang til investorernes kapital var der en væsentlig risiko for, at kreditinstitutterne alternativt ville modgå risikoen for tab ved en slankning af balancerne gennem stramning af lånevilkårene for virksomheder og husholdninger. Det var bevæggrunden for Bankpakke II. Det har i debatten om Bankpakke II bl.a. været foreslået, at betalingen til staten skulle have været anderledes sammensat, at staten skulle have indskudt aktiekapital i stedet for hybrid kernekapital eller at institutterne skulle have været tvunget til – inden for en frist – selv at øge egenkapitalen.

Ordningen med statsligt kapitalindskud i Bankpakke II var udformet som en frivillig ansøgningsmulighed. Det var myndighedernes vurdering, at en ordning med tvungne statslige kapitalindskud gennemført i foråret 2009 ville rejse spørgsmål i forhold til ekspropriation og grundloven, hvorfor dette ikke blev vurderet som en mulighed. At det skulle være en frivillig ordning betød, at der skulle findes en passende balance mellem på den ene side at sikre, at staten fik en passende betaling for kapitalindskuddene, og på den anden side, at der ville være interesse for ordningen blandt

²¹ Jf. EU-Kommissionens godkendelse af 25. januar 2010: *“The UK authorities decided to pursue a wind-down scenario in which the retail deposit book was to be sold while an orderly wind-down of the remainder of the business was to be carried out so as to maximise recoveries and minimise the burden on taxpayers. On 29 September 2008, pursuant to the Transfer Order under the UK Banking Act 2008, B&B was brought into public ownership and its retail deposit book together with the minimum assets and liabilities necessary to attract private investors were transferred to Abbey National plc (hereinafter “Abbey”), a subsidiary of Banco Santander SA.”*

kreditinstitutterne, så deres udlånskapacitet kunne opretholdes og risikoen for en alvorlig kreditklemme kunne undgås.

En af udfordringerne i udformningen af ordningen var endvidere de store forskelle på pengeinstitutternes ejer- og kapitalstruktur. Det har blandt andet betydning i forhold til udformningen af afkastkrav, herunder en eventuel upside-model, om det er et aktieselskab eller en spare- og andelskasse. Det er også af betydning, om det er børsnoterede eller ikke-børsnoterede aktieselskaber, og, hvorvidt det er et datterselskab af et aktieselskab. Endelig er det også af betydning, om det er et institut med eller uden stemmeretsbegrænsninger. Det skal sammenholdes med, at målsætningen var, at ordningen med statsligt kapitalindskud skulle kunne anvendes af samtlige kreditinstitutter på lige vilkår, uanset deres ejer- og kapitalstruktur mv.

Hvis de konkrete vilkår havde været fastsat anderledes, ville statens provenu og bankpakken effekt formentlig også have ændret sig. I forbindelse med forarbejdet til bankpakken blev det overvejet, om der skulle anvendes en såkaldt upside-model, som ville øge statens afkast ved efterfølgende aktiekursstigninger, men der blev ikke udformet en fuldt udviklet model herfor. Det var på tale, at udforme upsideelementet for aktieselskaber, så det fik en forventet værdi svarende til 2 pct. pr. år i afkast af det samlede kapitalindskud. Kreditinstitutter, der var børsnoterede, skulle således i gennemsnit betale ca. 8 pct. pr. år i rente og give staten mulighed for efter f.eks. fem år at konvertere hybridlånet til aktier til en på forhånd fastsat kurs. Denne ret til konvertering skulle udformes, så den på tidspunktet for aftalens indgåelse havde en forventet værdi svarende til 2 pct. pr. år. Pengeinstitutter, der ikke var børsnoteret, skulle i stedet i gennemsnit betale en fast rente på ca. 10 pct. pr. år. Det var dermed ønsket at sikre så balancerede vilkår som muligt, uanset pengeinstitutternes organisering og ejerstruktur.

En beregning viser, at den maksimale værdi af denne option ved udløb efter fem år ville være ca. 8 mia. kr., hvis 2/3 af den samlede mængde udstedt hybrid kernekapital havde været efter upsidemodellen. Sandsynligheden for, at upsidemodellen ville have givet staten et yderligere afkast på 8 mia. kr., kan – under visse rimelige forudsætninger – beregnes til at have været mellem 19 pct. og 29 pct., jf. boks 12.3. Heroverfor skal holdes, at staten kunne risikere at opnå mindre provenu ved upside modellen. Potentielt kunne staten have mistet ca. 3 mia. kr. i forhold til den valgte model, såfremt aktiekurserne ikke steg tilstrækkeligt. Modellen ville desuden medføre forskelsbehandling mellem aktieselskaber og øvrige pengeinstitutter, jf. også boks 12.3. Den primære årsag til den begrænsede gevinst i upsidemodellen er, at modellen blev besluttet udformet således, at den forventede upsideværdi skulle svare til 2 pct. af kapitalindskuddet. Skulle staten have haft mulighed for en mulig større gevinst, skulle staten være gået bort fra forslaget om, at upside skulle svare til 2 pct. af kapitalindskuddet. En sådan beslutning ville dog samtidig have givet mulighed for, at indtjeningen til staten var blevet lavere.

Boks 12.3 Konsekvenserne af en up-side model under Bankpakke II

Under forhandlingerne om Bankpakke II blev en "upsidemodel" diskuteret, hvor staten som en del af betalingen skulle have andel i en eventuel stigning i bankens værdi. Upsidemodellen var ikke en del af den endelige aftale om Bankpakke II, og de præcise detaljer for modellen blev derfor aldrig endeligt fastlagt.

De offentliggjorte notater fra Økonomi- og Erhvervsministeriet og Rothschild er generelt baseret på følgende antagelser:

- Upsidemodellen skulle give staten en ret, men ikke en pligt, til at konvertere den hybride kernekapital til aktier ud fra en forud fastlagt strikekurs, svarende til en call option.
- Upsidemodellen skulle bidrage med et årligt forventet afkast på 2 pct., hvilket indebærer, at kuponrenten alt andet lige skulle være to procentpoint lavere ved brug af upsidemodellen.
- Upsidemodellen skulle kun anvendes for børsnoterede kreditinstitutter. Øvrige kreditinstitutter skulle alene betale en fast rente på den hybride kernekapital.

Antages en 5-årig løbetid og en diskonteringsrente på 9 pct.¹ svarer nutidsværdien af en årlig kuponrente på 2 pct. til omkring 7,8 pct. af hovedstolen. Upsidemodellen skal derfor struktureres, så værdien af call-optionen svarer til 7,8 pct. af hovedstolen.

I materialet fra Rothschild er der omtale af to forskellige upsidemodeller: En ubegrænset upsidemodel, hvor staten får andel i den fulde aktiekursstigning udover strikekursen og en begrænset upsidemodel, hvor der er en øvre grænse for statens gevinst.

Optionsberegningerne er baseret på følgende antagelser:

- Den hybride kernekapital har en effektiv løbetid på fem år, og ved udløb har staten mulighed for at udnytte den indbyggede calloption (europæisk option).
- Den risikofrie rente er fastsat til 3 pct., og aktiekursvolatiliteten til 33 pct. som i materialet fra Rothschild. Til sammenligning var den historiske aktiekursvolatilitet for Danske Bank i 2008 ca. 50 pct.
- Udbyttebetalingen er fastsat til 2,4 pct. om året (procent af aktiekursen), svarende til et gennemsnit af 0 pct. for de første to år, og 4 pct. for den resterende periode.

Den ubegrænsede upsidemodel er repræsenteret ved en call option med strikekurs K , udtrykt som procent af aktiekursen ved udstedelse af optionen (låneoptagelse). Hvis aktiekursen ved udløb S er højere end K , får staten et ekstra afkast svarende til $S-K$.

Den begrænsede upsidemodel er repræsenteret ved et "call spread", altså en lang position i en call option med strike K_1 og en kort position i en call option med strike K_2 , hvor $K_1 < K_2$. Hvis aktiekursen ved udløb er større end K_1 , får staten andel i gevinsten med $S-K_1$, dog således at statens gevinst er begrænset til K_2-K_1 .

Black-Scholes modellen bruges til at værdiansætte optionerne, og strikekurserne K , K_1 og K_2 fastsættes, så optionselementet svarer til 7,8 pct. af hovedstolen. For den begrænsede upside-model er der mange mulige kombinationer af K_1 og K_2 , så K_2 er fastsat til 150 pct. af den initiale aktiekurs. Rothschild arbejder med denne øvre grænse,

Ubegrænset upsidemodel

$K = 212$ giver en optionsværdi på 7,8

Ved den ubegrænsede upsidemodel kræves en meget betydelig stigning i aktiekursen, mere end en fordobling over fem år, for at staten kan få et positivt afkast fra modellen. Sandsynligheden for at aktiekursen om fem år er højere end 212 pct. af den initiale aktiekurs, kan beregnes til 9 pct. som såkaldt risikoneutral sandsynlighed og 16 pct. hvis der antages en risikopræmie på 5 pct. p.a. (forventet afkast på aktien er 8 pct. mod 3 pct. for den risikofrie rente).

Begrænset upsidemodel

Med $K_1=113$ og $K_2=150$ fås en samlet optionsværdi på $22,7 - 14,9 = 7,8$

For den begrænsede upsidemodel skal aktiekursen stige med 13 pct. for at udløse et ekstra afkast, men til gengæld er upsideelementet begrænset til et samlet afkast på 37 pct. I en sammenligning med statens afkast på hybrid kernekapital uden upsidemodelen skal der herfra trækkes 10 pct. svarende til den kumulative værdi af 2 pct. lavere kuponrente over 5 år (renters rente ignoreres her). Det maksimale nettopotentiale for staten i den begrænsede upsidemodel er således 27 pct. af hovedstolen, hvilket forudsætter at aktiekursen stiger med mindst 50 pct. Denne hændelse har en risikoneutral sandsynlighed på 19 pct., og 29 pct. hvis der antages 5 pct. risikopræmie for aktiekursen.

Der blev optaget hybrid kernekapital for 46 milliarder under Bankpakke II. Hvis det antages, at 2/3 ville have været med en upside-model i den "begrænsede" udgave, kunne staten med ovenstående beregningsantagelser have udsigt til et merafkast på $0,27 \times 46 \times (2/3) = 8,25$ milliarder i det mest gunstige scenarie, hvor aktiekursen for alle deltagende institutter stiger med mindst 50 pct. over fem år. Hvis ikke alle aktier stiger med 50 pct., vil afkastet fra upsideelementet selvsagt blive lavere, og i værste fald mistes cirka 3 milliarder, hvis ingen aktie stiger med mindst 13 pct. (omtrentlig værdi af 2 pct. årlig kuponrente over fem år på 2/3 af 46 milliarder). Disse beregninger forudsætter desuden, at den samlede efterspørgsel på 46 mia. kr. hybrid kernekapital ikke ændrede sig som følge af introduktionen af upsideelementet.

Statens afkastpotentiale i upside-modellen virker måske umiddelbart noget begrænset i disse beregninger sammenlignet med de tal, som har været fremme i medierne, men det er ganske enkelt udtryk for, at staten kun får optioner svarende til 2 pct. kuponrente om året. En call-option med en strikekurs på 100 pct. af den initiale aktiekurs (svarende til fuld andel i upside fra aktiekursen ved låneoptagelsen) har en værdi, som er meget højere end værdien af 2 pct. i årlig kuponrente.

Kilde: Jesper Lund.

¹ En diskonteringsrente på 9 pct. er også anvendt af Rothschild. Renten er sammensat af en risikofri rente (eksempelvis 3 pct.) og et tillæg for kreditrisikoen på hybrid kernekapital (eksempelvis 6 pct.).

Indskud af statslig aktiekapital

Et alternativ til den valgte ordning kunne være en frivillig ordning, hvor staten i stedet for at indskyde hybrid kernekapital indskyder aktiekapital.

En model med aktiekapital ville dog indebære, at ordningen ikke umiddelbart ville være tilgængelig for de danske pengeinstitutter, som er spare- og andelskasser. Der ville i givet fald skulle findes en anden løsning for spare- og andelskasser, der ville sikre, at disse institutter på lige vilkår fik adgang til kapital. Dertil kom, at en model med aktiekapital ville indebære en risiko for, at kreditinstitutterne og deres aktionærer ville fravælge det statslige kapitalindskud, fordi de eksisterende aktionærers ejerskab ville blive "udvandet". Staten ville således forventeligt i en række tilfælde blive storaktionær i institutterne. Det kan ikke udelukkes, at ledelsen i institutterne af frygt for ejerkredsens reaktion på en sådan udvanding ville foretrække at reducere udlånet frem for at deltage i ordningen, og at den dermed ikke fik den ønskede effekt. En model baseret på hybrid kernekapital kunne direkte anvendes på alle institutter, og indebærer ikke risiko for udvanding af den eksisterende ejerkreds' indflydelse og ejerskab. En aktiebaseret model indebærer derudover en større risiko for statens afkast, end en model baseret på lån til fast rente. Endelig var der ikke politisk opbakning til betydelig statslig involvering i driften af danske pengeinstitutter.

Afvejningen mellem argumenter for og imod aktiekapital kan diskuteres. Ovenstående tyder på, at den ene type kapital ikke entydigt er at foretrække frem for den anden type kapital. Dog er det klart, at en model med aktiekapital ikke vil kunne stå alene, fordi den ikke kunne anvendes af spare- og andelskasser. Det var Rothschild's og myndighedernes vurdering på daværende tidspunkt, at en model med aktiekapital ikke ville få tilstrækkelig effekt. Det skal endelig bemærkes, at de fleste andre EU-lande ved statsligt kapitalindskud også anvendte hybrid kernekapital.

Fastsættelse af tidsfrist

Et alternativt forslag i debatten om krisehåndteringen var, at staten skulle have givet kreditinstitutterne en frist til at opfylde et nyt og højere lovkrav for mængden af egenkapital. Forslagene har været varieret med hensyn til bl.a. tidshorisonten for opfyldel-

se af lovkravet og konsekvensen for de institutter, der ikke kunne opfylde lovkravet inden fristens udløb.

Et forslag har været, at staten krævede, at kreditinstitutterne inden midten af 2009 skulle have en betydelig solvensoverdækning gennem udvidelse af egenkapitalen, og at staten tvangsmæssigt skulle indskyde egenkapitalen, hvis ikke institutterne selv kunne opfylde kravet, jf. Østrup (2013). Det er ikke nærmere angivet, hvor højt et lovkrav, der skulle stilles. Løsningsmodellen har ifølge Østrup (2013) været anvendt i en række lande, bl.a. Storbritannien, USA og Spanien. Modellen vil ifølge Østrup ikke blive betragtet som ekspropriation, da erhvervsmæssig regulering normalt ikke i dansk retspraksis opfattes som ekspropriation.

Det skal dog bemærkes, at der med forslaget lægges op til, at samtlige kreditinstitutter indenfor mindre end et halvt år skulle opfylde et nærmere fastsat lovkrav til en betydelig solvensoverdækning, og ellers ville staten tvangsmæssigt træde ind som (med)ejers.²² Tidspunktet for opfyldelsen af det nye krav har stor betydning. Da ordningen i Bankpakke II blev udformet primo 2009 var det bl.a. statens rådgiver Rothschild's vurdering, at kun meget få danske aktieselskaber – og måske kun Danske Bank – kunne rejse aktiekapital på markedet. Dertil kommer, at en stor del af de danske kreditinstitutter ikke er aktieselskaber, men spare- og andelskasser, og kan derfor ikke betjene sig af aktiemarkedet til at skaffe sig den betydelige solvensoverdækning, men skulle på under et halvt år have fundet andre måder hertil. Endvidere har omfanget af den betydelige solvensoverdækning, som forslaget skulle indebære, betydning. Lægges det til grund, at der med forslaget sigtes mod en kapitaltilførsel på samme niveau, som det der var skønnet i Bankpakke II, hvilket var kapital på op til 100 mia. kr., ville forslaget dermed betyde, at mere end 100 institutter på mindre end et halvt år tilsammen skulle rejse op til 100 mia. kr. på bl.a. et aktiemarked, som vurderedes stort set lukket. Et sådant lovkrav i februar 2009, må umiddelbart vurderes ikke at kunne opfyldes. Hvis konsekvensen af den manglende opfyldelse efter lovkravet i givet fald skulle være tvangsmæssige indskud af statslig kapital i de institutter, der ikke inden for fristen opfyldte lovkravet, ville det efter dansk ret have rejst spørgsmål om ekspropriation, idet lovkravet i sådanne tilfælde ville indebære en pligt til at afstå en del af et privat formuegode – dele af det pågældende institut – til staten.

En anden løsningsmodel, der har været fremme, bygger på, at institutterne fik en længere periode til selv at skulle skaffe mere egenkapital på aktiemarkedet. En fordel ved denne model er, at den ville give en lakmusprøve på, hvilke penginstitutter der i markedets øjne (i modsætning til statens øjne) var veldrevne, og hvilke der ikke var. Institutterne skulle rejse den nødvendige kapital senest 1. juli 2011 (dog skulle det enkelte institut inden den 1. september 2009 have annonceret en fremtidig aktieemission, hvis det ville i betragtning til betegnelsen veldreven). Den generelle statsgarantiordning skulle forlænges frem til 2011, men de institutter, der rejste kapital på aktiemarkedet ville ikke længere skulle betale til statsgarantiordning, selv om de fortsat var dækket heraf frem til 2011, idet de nu ikke længere udgjorde en reel risiko for hverken staten eller de andre institutter. Forslagsstillerne delte ikke bekymringen om,

²² Under antagelse af, at lovkravet var indført på samme tidspunkt som Kreditpakken blev, og med krav om opfyldelse senest den 30. juni 2009, som var fristen for ansøgning om statsligt kapitalindskud.

at der kunne rejses kapital nok på aktiemarkedet. Men, for at imødekomme den bekymring, åbnedes der i forslaget op for, at staten for hver bank evt. kunne tilbyde at garantere eksempelvis 30 pct. af aktieemissionen. Hvis pengeinstitutterne ikke havde rejst den nødvendige kapital inden fristens udløb, ville de efter forslaget blive afviklet. Det skønnedes i forslaget, at denne restgruppe ville udgøre 5-10 pct. af sektorens samlede balance.²³ Denne mulighed er blevet fremhævet af Bechmann, Grosen og Raaballe (2009).

Løsningsmodellen tager udgangspunkt i de institutter, der er organiseret som aktieselskaber, idet der henvises til kapitaltilførsel på aktiemarkedet. Forslaget nævner ikke, hvad der skulle gælde for spare- og andelskasser, herunder disse institutters muligheder for at skaffe yderligere kapital på markedet på daværende tidspunkt. I forslaget stilles krav om, at samtlige institutter på 2½ år skal rejse den nødvendige kapital på skønnet 60 mia. kr. Til sammenligning er gennemførelsesfristen for de nye kapitalkrav i CRD IV/CRR frem til 2019, dvs. mere end fem år.

Den foreslåede model byggede endvidere på en præmis om, at den generelle statsgarantiordning blev forlænget til 2011, hvilket bl.a. ville forudsætte, at sektoren var villig til at betale garantiprovision for denne forlængede periode, og evt. stille yderligere tabskaution. Da den foreslåede model endvidere giver en tidsfrist på 2½ år til at skaffe den yderligere kapital, synes den at bygge på en vurdering af, at der ikke på tidspunktet for forhandlingerne var grund til bekymring om en kredittklemme med alvorlige realøkonomiske risici til følge. Endelig skal det bemærkes, at ordningen i Bankpakke II indeholdt en mulighed for penginstitutterne til at rejse kapital på det private marked med staten som underwriter. Som tidligere nævnt blev denne mulighed hverken helt eller delvist benyttet.

Efterfølgende konstaterer Bechmann, Grosen og Raaballe (2013), s. 15, 2. spalte: "Der var (fra efteråret 2008) et næsten totalt markedssammenbrud i gældsmarkederne med kreditrationering af penginstitutterne til følge. Aktiemarkedet var anderledes funktionsdygtigt, og vi konstaterer, at en række penginstitutter herunder særdeles lukningstruede penginstitutter var i stand til at betjene sig af aktiemarkedet." Og senere s. 15, 3. spalte: "De observerede forhold peger således på, at relativt funktionsdygtige aktiemarkeder samtidig med, at historien viser, at markederne for risikabel gæld er ustabile med periodevis nedlukninger." Det er en nyttig iagttagelse, der kan indgå i overvejelserne ved håndtering af fremtidige krisesituationer. Det er dog centralt at bemærke, at statens rådgiver (Rothschild) i perioden omkring vedtagelsen af Bankpakke II ikke delte denne vurdering, da Rothschild vurderede, at kun meget få aktieselskaber ville kunne rejse kapital på aktiemarkedet, jf. ovenfor. Med andre ord er det muligt, at det sidenhen viste sig, at aktiemarkeder var tilgængelige for visse institutter, men på tidspunktet, hvor beslutningen om Bankpakke II blev truffet, var det ikke Rothschilds vurdering, at aktiemarkedet var tilgængeligt for ret mange aktieselskaber. Derudover kan aktiemarkedet ikke benyttes til at rejse kapital for den store del af den danske pengeinstitutsektor, der ikke er organiseret som aktieselskaber, hvorfor modellen mangler en løsning for disse pengeinstitutter.

²³ Det kan efterfølgende konstateres, at de i alt 62 institutter, som er ophørt i perioden 2008-13, svarede til 6,6 pct. af sektorens balance, jf. kap. 11.1.

Ordning med overtagelse af værdiforringede aktiver

Et andet forslag, der har været fremme, er, at staten i lighed med den amerikanske såkaldte TARP-ordning (Troubled Asset Relief Program), skulle have løftet dårlige aktiver af institutternes balancer. En betingelse for at deltage i TARP-ordningen var, at den finansielle institution udstedte aktier eller anden ansvarlig kapital til staten, hvorved pengeinstitutternes kapitalisering samtidig blev sikret, og deres mulighed for at låne ud blev styrket. Inden programmet kom i gang, besluttede den amerikanske regering imidlertid at justere ordningen, så fokus først og fremmest blev indskud af kapital gennem præferenceaktier og ansvarlige lån, mens opkøb af dårlige aktiver ikke kom til at spille en fremtrædende rolle.

En væsentlig udfordring ved køb af dårlige aktiver er værdiansættelsen. Aktiverne er ofte illikvide (f.eks. ejendomsudlån), og deres værdi er typisk meget afhængig af den generelle økonomiske situation, som på det tidspunkt var præget af stor usikkerhed. Samtidig vil der ofte være en "informationsasymmetri", da køberen kan have vanskeligt ved at opnå samme indsigt i engagementerne som sælgeren. En ofte fremført kritik mod statslige opkøb af dårlige aktiver har derfor været, at kreditinstituttet kun vil sælge, såfremt prisen overstiger engagementets reelle værdi. En ordning med statsligt køb af dårlige aktiver, indebærer en betydelig risiko for, at staten køber aktiverne for dyrt, og det er derfor afgørende, at der er den fornødne tid til en grundig værdiansættelse, samtidig med, at det risikerer ikke at løse institutternes kapitalproblemer.

12.4.3 Exitpakken (Bankpakke III)

Udgangspunktet for Bankpakke III var, at den generelle statsgaranti ville udløbe den 30. september 2010. Herefter ville det ikke være muligt for Finansiell Stabilitet A/S at overtage nødlidende institutter med henblik på en kontrolleret afvikling. Der var derfor behov for en model til håndtering af nødlidende institutter som alternativ til betalingsstandsning og konkursbehandling, der ville have væsentlige samfundsøkonomiske konsekvenser. Uden et klart alternativ til konkurs eller betalingsstandsning, kunne man i praksis risikere igen at komme i en situation, hvor staten måtte stille garanti, hvis et pengeinstitut kom i problemer.

Afviklingsordningen er primært blevet kritiseret for, at den medførte øgede finansieringsomkostninger for danske pengeinstitutter, især i forhold til pengeinstitutter i andre lande på daværende tidspunkt. Der er både teoretiske og empiriske belæg for, at finansieringsomkostningerne stiger for pengeinstitutter, når statens garanti ophører, jf. Kallestrup, Lando og Murgoci (2013). De viser desuden, at finansieringsomkostningerne for stater falder, når garantier afvikles.

Den nye afviklingsordning indebar, at simple kreditorer og indskydere kunne lide tab i forbindelse med afvikling af et nødlidende institut. Amagerbanken var det første institut, der blev afviklet i bankpakken. At et så stort pengeinstitut kunne gå ned, og private kunne lide tab, blev bemærket af de udenlandske investorer. Det medførte, at ratingbureauerne reducerede institutternes rating, og at udenlandske investorer krævede en højere risikopræmie af danske pengeinstitutter.

Bankpakke III sigtede mod gradvist at få sektoren fri af statslige garantier og støtteordninger. Ordningen er således baseret på det økonomiske princip, at det er aktio-

nærerne og kreditorerne – og ikke skatteyderne – der først står for skud, hvis det går galt. Fraværet af en implicit statsgaranti bidrager endvidere til at skabe et sundere finansielt system, idet risikoen for tab vil øge markedsdisciplinen og reducere moral hazard. Men det må efterfølgende konstateres, at timingen betød, at Danmark internationalt kom til at stå alene i forhold til håndteringen af nødlidende pengeinstitutter.

Et alternativ var at forlænge den generelle statsgaranti, men den begyndende økonomiske optimisme i foråret 2010 medførte et politisk ønske om, at sektoren ikke skulle støttes yderligere med statslige midler. Det var desuden på linje med EU-Kommissionens fokus i forhold til dens arbejde med nye regler for kriseforebyggelse og krisestyring. Endelig ville det forudsætte, at sektoren var villig til at betale for en forlængelse, hvilket formentlig ikke var sandsynligt i foråret 2010. Sektoren (Finansrådet) støttede således lovforslaget og fandt, at der med overdragelse af et nødlidende pengeinstitut til et afviklingsselskab var opnået et godt grundlag for afviklingen med de færrest mulige negative konsekvenser for instituttets indskydere, kreditorer og øvrige kunder.

12.4.4 Konsolideringspakken (Bankpakke IV)

Udgangspunktet for Bankpakke IV var, at EU-Kommissionen mod forventning alligevel ikke kom med et udspil til et fremtidigt krisehåndteringsregime. Det skal formentlig ses i lyset af, at finanskrisen frem mod sommeren 2011 var ved at udvikle sig til en statsgældskrise. Dertil kom, at erfaringerne med Bankpakke III havde vist, at der var behov for flere og bedre incitamenter for private løsninger. Med Bankpakke IV fik staten en øget adgang til at varetage sine interesser i de institutter, hvor man, allerede var inde via en af de tidligere ordninger.

12.4.5 Udviklingspakken (Bankpakke V)

Bankpakke V var rettet mod at afhjælpe situationen i FIH bank, da FIH bank på daværende tidspunkt havde planer om at reducere deres udlån i et omfang, som kunne få væsentlige økonomiske konsekvenser.

Bankpakke V øgede ikke statens mulighed for tab væsentligt, da FIH Holding A/S stillede en ubegrænset tabskaution for Finansiell Stabilitet A/S på de overtagne engagementer. På den anden side brød Bankpakke V med det hidtidige princip om, at Bankpakker skulle være til gavn for brede dele af sektoren. Hjælpen til FIH kan på den længere bane være problematisk, da det kan føre til at andre institutter påtager sig flere risici, end de ellers ville have gjort. Det kan ske hvis der opstår en forventning om, at enkelte pengeinstitutter bliver hjulpet af staten, hvis de kommer i problemer, og deres handlinger har afledte effekter. Statens dilemma i forhold til Bankpakke V var således, at den på den ene side primært ville hjælpe et enkelt institut, og dermed bryde med princippet om, at hjælpen til sektoren var af generel karakter. På den anden side kunne FIH's strategi have væsentlige afledte konsekvenser, og dermed afsmittende effekt på andre penginstitutter såvel som små og mellemstore virksomheder, hvis man ikke gennemførte Bankpakke V. Hjælpen til FIH kan samtidig have principielle konkurrencemæssige konsekvenser.

13. Læring og opfølgning på krisen

Læringen af krisen vedrører både styringen af den makroøkonomiske politik, rammerne for den finansielle sektor og det finansielle tilsyn. Den internationale finansielle krise udviklede sig til en realøkonomisk krise og i en række lande til en statsgælds-krise. Voldsomheden af den finansielle krise og de afledte effekter har på et tidligt tidspunkt ført til, at man både internationalt og i Danmark har prøvet at tage ved lære af krisen og har gennemført – eller er i gang med at gennemføre – en række institutionelle og lovgivningsmæssige ændringer med henblik på at forebygge lignende kriser i fremtiden.

En stor del af de overordnede retningslinjer for finansielle virksomheder i Danmark fastlægges i EU-lovgivningen, og afspejler de internationale erfaringer fra finanskrisen. Derved overføres disse erfaringer i stort omfang til dansk lovgivning gennem det danske medlemskab af EU.

Reguleringen inden krisen var i høj grad baseret på markedsøkonomisk disciplin og en tro på mulighederne for forholdsvis præcist at måle risici, jf. kapitel 7. Det tankesæt har ændret sig betydeligt siden udbruddet af finanskrisen. I lyset af overophedningen af dansk økonomi, og at risikoopbygningen i den finansielle sektor ikke i tilstrækkelig grad blev begrænset inden krisen er der sket ændringer i Finanstilsynets og Nationalbankens ageren med hensyn til identifikationen og påpegningen af finansielle risici.

I afsnit 13.1 beskrives kort de ændringer i EU-lovgivningen på det finansielle område, som har størst betydning i forhold til håndteringen af nødlidende kreditinstitutter. Afsnit 13.2 beskriver Finanstilsynets og Nationalbankens erfaringer fra krisen. I afsnit 13.3 beskrives de væsentligste danske lovgivnings- og tilsynsmæssige ændringer i Danmark (undtagen bankpakker og forbrugerforhold, som er beskrevet i hhv. kapitel 12 og 14). Endelig diskuteres det i afsnit 13.4, hvilke ligheder denne krise havde med den foregående.

Boks 13.1 Sammenfatning

1. Den lange række af ændringer i den internationale regulering af den finansielle sektor afspejler de internationale erfaringer fra krisen. For Danmark betyder det, at den efterfølgende regulering af den finansielle sektor i høj grad udspringer af EU-lovgivningen.
2. EU's kapitalkravsdirektiv for kreditinstitutter (CRD IV/CRR) indeholder skærpede krav til størrelsen og kvaliteten af kreditinstitutternes kapital, strammere krav til likviditet samt skærpede krav til institutternes corporate governance herunder aflønningsregler. Derudover lægges der op til begrænsninger på udlåns gearing,
3. Rammerne for den finansielle sektor er markant ændret efter udbruddet af den finansielle krise. Der er gennemført lovgivning med henblik på bl.a. skærpet forebyggende tilsyn, øget åbenhed og gennemsigtighed i den finansielle sektor, bedre ledelse i finansielle virksomheder og begrænsninger på aflønningen i finansielle virksomheder. Herudover har etableringen af Det Systemiske Risikoråd formaliseret den makroprudentielle indfaldsvinkel i Danmark. Rådet skal identificere opbygningen af risici og den finansielle stabilitet. Rådet kan udstede henstillinger, og en modtager, som ikke følger henstillingen, skal forklare sig.
4. De ændringer i Finanstilsynets og Nationalbankens arbejde, der beskrives i dette kapitel, er i høj grad baseret på de erfaringer Finanstilsynet og Nationalbanken har gjort sig i forbindelse med udviklingen i perioden før krisen og under selve krisen, jf. kapitel 7.
5. Efter udbruddet af den finansielle krise har Nationalbanken og Finanstilsynet fået øget fokus på likviditetsrisici i forhold til penge- og realkreditinstitutter. Herudover opstilles der nu typisk mere voldsomme scenarier ved stresstest, ligesom der er øget fokus på forhold, som ikke indgår i traditionelle solvensstresstests. Nationalbanken har øget valutareserven betydeligt, da krisen viste, at der kan opstå et betydeligt behov for valuta under en international finansiell krise.
6. Rammerne for Finanstilsynets arbejde og dets tilsynspraksis har ændret sig markant efter krisen udbrud. Finanstilsynet skal nu bidrage til at opretholde finansiell stabilitet og tilliden til finansielle virksomheder og markeder. Finanstilsynet har samtidig fået udvidede beføjelser til at gribe ind over for uholdbare forretningsmodeller og inkompetent ledelse. Inden for rammerne af lovgivningen har Finanstilsynet fastlagt tilsynsdiamanten som pejlemærke for pengeinstitutternes forretningsmodeller. Overordnet set er tilsynet med finansielle virksomheder således blevet skærpet og mere proaktivt.
7. Finansielle kriser er samfundsøkonomisk yderst omkostningsfulde. Det skønnes, at produktionen i Danmark (realt BNP) i hvert af årene 2009-13 i gennemsnit ligger 2,25-2,5 pct. under det niveau, som det ville have været på i fravær af finanskrisen. Over årene 2009-13 giver dette et samlet akkumuleret produktionstab som følge af finanskrisen svarende til omkring 200 mia. kroner. Eventuelle omkostninger i forbindelse med finansiell regulering bør vurderes i lyset af omkostningerne ved finansielle kriser.
8. De ydre omstændigheder ved krisen i Danmark i perioden 1987-93 var på mange måder anderledes end under den seneste krise, især med hensyn til den makroøkonomiske situation og den globale dimension af krisen. De institutspecifikke årsager til, at et betydeligt antal pengeinstitutter ophørte i perioden, har imidlertid mange lighedspunkter med den seneste krise. Høj udlånsvækst, store engagementer og ejendomseksponeringer var således også under den foregående krise blandt de væsentligste grunde til, at et stort antal pengeinstitutter blev nødlidende. Forhold, som understøttede risikoopbygningen i sektoren op til den foregående krise, var ligeledes ofte direktionens vækstambitioner, en svag bestyrelse og en svag revision. Sammenfaldet af institutspecifikke årsager i denne og den foregående krise rejser spørgsmålet om, hvorfor de samme forhold fik lov til at udvikle sig bare 15 år efter den foregående krise.

13.1 International opfølgning på krisen

På det finansielle område er der siden krisens begyndelse sket en lang række ændringer, som bl.a. har til formål at gøre kreditinstitutterne og det finansielle system mere robust og sikre bedre muligheder for håndtering af nødlidende kreditinstitutter.

På det makroøkonomiske niveau er EU-landene blevet enige om en betydelig styrkelse af det økonomiske samarbejde i EU, herunder ved at styrke forebyggelse og håndhævelse i stabilitets- og vækstpagten samt indførelsen af et nyt samarbejde om forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer såsom aktivbobler, vedvarende betalingsbalanceunderskud og tab af ekstern konkurrenceevne. Desuden vedtog 25 EU-lande (alle på nær Storbritannien og Tjekkiet) omkring årsskiftet 2011/2012 en mellemstatslig aftale om en finanspagt, som trådte i kraft primo 2013, og som indebærer en forpligtelse til at indføre national lovgivning om en strukturel offentlig saldo, som skal være tæt på balance og som hovedregel ikke må udvise et årligt strukturelt underskud større end 0,5 pct. af BNP.

En overordnet læring fra krisen er desuden, at regulering baseret på at sikre robustheden i de enkelte kreditinstitutter – den "mikroprudentielle regulering" – ikke er tilstrækkelig. Fremover vil reguleringen tillige blive baseret på risiciene i det finansielle system som helhed, også kaldet "makroprudentiel regulering". Etableringen af Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici, ESRB, i 2011 er resultatet af denne erfaring. ESRB har til formål at bidrage til at forebygge og reducere systemiske risici i det finansielle system i hele EU. ESRB kan udstede advarsler eller fremsætte henstillinger, og ESRB har bl.a. henstillet, at alle medlemslande skal fastsætte egne nationale organisatoriske rammer for makroprudentiel politik.

Oprettelsen af Det Systemiske Risikoråd i Danmark er et eksempel på, at Danmark følger henstillinger fra ESRB. Det Systemiske Risikoråd skal overvåge og identificere opbygningen af systemiske finansielle risici og kommunikere observationer og advarsler til specifikke parter og til offentligheden. Det Systemiske Risikoråd vil kunne rette henstillinger med forslag til håndtering af systemiske risici til Finanstilsynet og – hvis der skal udformes lovgivning – til regeringen. Hvis en anbefaling ikke følges, skal den myndighed, som den er rettet imod, forklare sig.

For at stå bedre rustet i fremtiden er der endvidere oprettet en ny tilsynsstruktur i EU på det finansielle område. Der er etableret et netværk af nationale finanstillsyn, der samarbejder med tre nye europæiske tilsynsmyndigheder. De tre nye tilsyn er den europæiske banktilsynsmyndighed (EBA), den europæiske tilsynsmyndighed for forsikrings- og arbejdsmarkedspensionsordninger (EIOPA) og den europæiske værdipapirtilsynsmyndighed (ESMA). De tre nye tilsynsmyndigheder har til formål at fremme harmoniseringen af reglerne på tværs af medlemsstaterne og samtidig ensarte tilsynspraksis og -håndhævelse. De tre tilsynsmyndigheder har kompetence til at udarbejde bindende tekniske standarder, udstede henstillinger til medlemsstaterne i forbindelse med forkert anvendelse af EU-retten, agere på anmodning fra Kommissionen i nødsituationer, mægle i tvister mellem tilsynsmyndigheder fra forskellige medlemsstater samt generelt arbejde for øget koordination og konvergens på regulerings- og tilsynsområdet i EU.

Desuden er der løbende vedtaget ny EU-lovgivning, som afspejler den internationale udvikling på det finansielle område. Derved bliver de internationale erfaringer fra krisen i større eller mindre omfang overført til Danmark i forbindelse med gennemførelsen af EU-reglerne i dansk ret, selv om der ikke nødvendigvis er gjort de samme erfaringer i Danmark med finanskrisen som de øvrige EU-lande.

Der er gennemført en lang række reguleringsinitiativer i EU-regi som opfølgning på krisen, jf. boks 13.2, med vægt på princippet om en "single rule book" med det formål at ensarte reguleringen af den finansielle sektor i EU. De internationale initiativer, som er mest centrale set fra et dansk perspektiv i forhold til forebyggelse og håndtering af nødlidende pengeinstitutter, er den vedtagne revision af kapitalkravsdirektivet samt arbejdet med regler for krisehåndtering af nødlidende kreditinstitutter og etableringen af en bankunion. Udover de nævnte tiltag er der bl.a. taget initiativer i forhold til bl.a. ratingbureauer, aflønning, kursmanipulation og insiderhandel, handel med finansielle instrumenter, handel med derivater og forbedring af forbrugerbeskyttelsen, jf. afsnit 14.

Boks 13.2 Oversigt over EU-regulering af den finansielle sektor 2006-2013

Oversigten indeholder alene direktiver (D) og forordninger (F) vedtaget af Ministerrådet og Parlamentet, ikke forordninger udstedt af Kommissionen som gennemførelses- eller delegerede retsakter.

Bank

D 2009/14 af 11. marts 2009 om ændring af D 94/19 om indskudsgarantiordninger for så vidt angår dækningsniveau og udbetalingsfrist

D 2009/83 af 27. juli 2009 om ændring af visse bilag til D2006/48 for så vidt angår tekniske bestemmelser vedrørende risikostyring (CRD III)

D 2009/110 af 16. september 2009 om adgang til at optage og udøve virksomhed som udsteder af elektroniske penge (ændring)

D2009/111 af 16. september 2009 om ændring af D2006/48, D2006/49 og D2007/64 for så vidt angår banker tilsluttet centrale organer, visse komponenter i egenkapitalen, store engagementer, tilsynsordninger og krisestyring

F 2009/924 af 16. september 2009 om grænseoverskridende betalinger i Fællesskabet

F 1093/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den europæiske Banktilsynsmyndighed)

D 2010/76 af 24. november om ændring af D 2006/48 og D 2006/49 for så vidt angår kapitalkrav vedrørende handelsbeholdninger og gensecurisationer og tilsyn med aflønningspolitikken

D2011/89 af 16. november 2011 om ændring af D 98/78, D 2002/87, D2006/48 og D 2009/138 for så vidt angår Det supplerende tilsyn med finansielle enheder i et finansielt konglomerat (også relevant for forsikring og børsområdet)

F 260/2012 af 14. marts 2012 om tekniske og forretningsmæssige krav til kreditoverførsler og direkte debiteringer i Euro

D2013/36 af 26. juni 2013 om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut (ændring) (CRR)

F575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber (CRD IV)

Børsområdet

D 2004/39 af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter (senere ændringer i 2006, 2007, 2008, 2009 og 2010)

D 2009/65 af 13. juli 2009 om samordning af love og bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (senere ændringer i 2010, 2011 og 2013)

F 1060/2009 af 16. september 2009 om ratingbureauer (senere ændringer i 2011 og 2013)

D 2010/73 af 24. november 2010 om ændring af D 2003/71 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel og af D2004/109 om harmonisering af genemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked

F 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed)

D 2011/61 af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde

F 236/2012 af 14. marts 2012 om short-selling og visse aspekter af credit-default swaps

F 648/2012 af 4. juli 2012 om OTC-derivativer, centrale modparter og transaktionsregistre

F345/2013 af 17. april 2013 om europæiske venturekapitalfonde

F 346/2013 af 17. april 2013 om europæiske sociale iværksætterfonde

Andet

F 1092/2010 af 24. november 2010 om makrotilsyn på EU-plan med det finansielle system og om oprettelse af et europæisk udvalg for systemiske risici

Bankunion

Et aktuelt og centralt område i EU-reguleringen på det finansielle område er arbejdet med en bankunion med fælles tilsyn og fælles afviklingsmekanisme. Formålet med bankunionen er at understøtte finansiell stabilitet i euroområdet og i EU som helhed. Konkret skal initiativet bidrage til at bryde den negative spiral, der har gjort sig gældende særligt i euroområdet, hvor svage banker i et land påvirker og påvirkes af svage offentlige finanser i det pågældende land. Kommissionen fremsatte i sommeren 2012 forslag om etablering af et fælleseuropæisk tilsyn med kreditinstitutter, hvilket udgør det ene ben i bankunionen.

Der blev i april 2013 opnået enighed mellem Rådet og Europa-Parlamentet omkring rammerne for det fælleseuropæiske tilsyn forankret i ECB, som forventes at træde i kraft i 2. halvår 2014. Kommissionen har i juli 2013 fremsat forslag om den fælleseuropæiske afviklingsmekanisme, som der sigtes efter at skulle opnås enighed om i Rådet inden udgangen af 2013 og med Europa-Parlamentet inden valget hertil i maj 2014.

Den fælles tilsynsmekanisme er åben for deltagelse af ikke-eurolande, som kan indgå aftale om nært samarbejde med ECB om det finansielle tilsyn. Ikke-eurolande ventes også at kunne deltage i den fælles afviklingsmekanisme på lige fod med eurolandene, men de nærmere betingelser herom er ikke på nuværende tidspunkt endeligt fastlagt. Der er endnu ikke taget stilling til spørgsmålet om eventuel dansk deltagelse i bankunionen, da dette bl.a. afhænger af det endelige indhold af den samlede pakke af elementer i bankunionen. Ingen ikke-eurolande har definitivt meldt ud, hvorvidt de ønsker at deltage i bankunionen eller ej, bortset fra UK, som ikke har til hensigt at deltage.

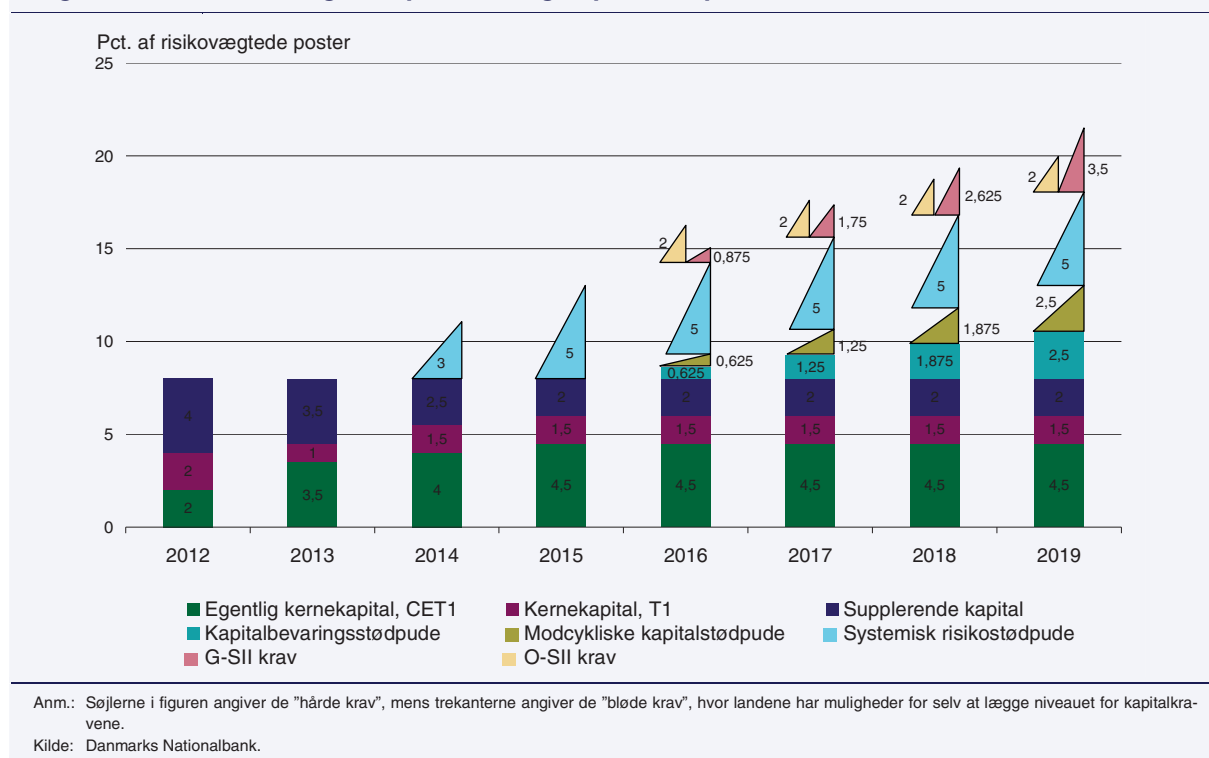
Revision af kapitalkravsdirektivet (CRD IV/CRR)

EU's kapitalkravsdirektiv for kreditinstitutter (CRD IV/CRR), som træder i kraft 1. januar 2014, indeholder skærpede krav til omfanget og kvaliteten af kreditinstitutternes kapital, begrænsninger på udlånsgearing, strammere harmoniserede krav til likviditet samt skærpede krav til institutternes selskabsledelse og risikostyring, herunder aflønningsregler for væsentlige risikotagere. Forslaget stiller ligeledes krav om national identifikation af systemisk vigtige finansielle institutioner samt mulighed for at pålægge disse et permanent højere kapitalkrav for at sikre, at store institutioner er ekstra modstandsdygtige, da en krisehåndtering af disse kan have store samfundsøkonomiske konsekvenser. Der gives med reglerne i CRDIV/CRR også mulighed for nationalt at pålægge finansielle institutter i Danmark en række strengere krav på midlertidig basis, hvis disse institutter er forbundet med såkaldte makroprudentielle eller systemisk risici, som udgør en fare for den finansielle stabilitet i de enkelte lande. Fastsættelsen af sådanne krav skal ske i samarbejde med både EU-Kommissionen, Rådet, ESRB (European Systemic Risk Board) og EBA (European Banking Authority).

Direktivet stiller krav om højere og bedre kapitalgrundlag, så kreditinstitutterne bliver mindre følsomme overfor tab. Det indebærer, at andelen af egenkapital i kreditinstitutternes kapitalgrundlag øges, og at der i øvrigt stilles større krav til kvaliteten af in-

stitutternes kapitalinstrumenter. Kravene til omfanget af den egentlige kernekapital¹ og den samlede kernekapital (inkl. hybrid kernekapital) forøges til hhv. 4½ og 6 pct., jf. figur 13.1. Det er en forøgelse på hhv. 2½ og 2 procentpoint i forhold til kravene i 2012. Kravet til omfanget af basiskapitalen ("minimumskapitalkrav") er derimod uændret på 8 pct. De nye krav til den egentlige kernekapital og den samlede kernekapital skal være fuldt indfaset i 2015.

Figur 13.1 Indfasning af kapitalkrav og kapitalstødpuder i CRD IV



Minimumskapitalkravene, der består af egentlig kernekapital, kernekapital og supplerende kapital, er hårde krav, der ikke kan afviges fra. De bløde krav, som er kapitalstødpuderne og kravene til de systemisk vigtige finansielle institutioner, giver en større national frihed i forhold til fastlæggelse af de konkrete krav. De bløde krav er angivet som trekkanter i figur 13.1.

Der er opstillet en række kriterier til de tre typer af kapital (egentlig kernekapital, samlede kernekapital og supplerende kapital), der skal være opfyldt for, at kapitalen kan tælle med i kreditinstitutternes solvensopgørelse. Formålet med kriterierne er at stille skrappe krav til kapitaltyperne for derved at sikre, at instrumenterne er tilstrækkeligt tabsabsorberende. Det indebærer bl.a., at de statslige kapitalindskud fra Bankpakke II ikke længere vil opfylde kriterierne for hybrid kernekapital, men de vil dog kunne tælle med frem til udgangen af 2017.

Derudover indføres nye kapitalstødpuder, som skal være fuldt implementeret i 2019, jf. figur 13.1. Kapitalbevaringsstødpuden på normalt op til 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver gælder i udgangspunktet for alle kreditinstitutter i EU til hver en tid, men de

¹ Egentlig kernekapital er den kapitaltype, der har den største evne til at absorbere tab, hvorfor det ligeledes vurderes som værende kapitaltypen af højeste kvalitet. I egentlig kernekapital indgår først og fremmest indbetalt aktie-, garant- og andelskapital, dvs. kapital, som enten aktionærer, garantier eller andelshavere har indbetalt i instituttet, overført overskud mv.

enkelte medlemslande kan efter en særlig procedure midlertidigt forhøje denne stødpude af hensyn til bl.a. systemiske risici. Den modcykliske stødpude fastsættes ligeledes nationalt og vil i udgangspunktet skulle ligge mellem 0 og 2½ pct. af de risikovægtede poster afhængigt af konjunkturerne. For det enkelte institut tager beregningen heraf udgangspunkt i stødpuderne i de lande, som det har krediteksponeringer over for. Formålet med den systemiske risikostødpude er at gardere sig mod systemiske eller makroprudentielle risici, som der ikke er taget hånd om i kapitalkravsdirektivet. Der er ingen øvre grænse for denne stødpude, men EU-Kommissionen skal dog godkende, hvis der fastsættes et niveau over 3 pct. af de risikovægtede aktiver (over 5 pct. fra 2015 for visse eksponeringer).

Endelig er der to kapitalstødpuder, der er rettet mod systemisk vigtige kreditinstitutter. Her skelnes der mellem globalt vigtige institutter (G-SII) og nationale eller europæiske systemisk vigtige institutter (O-SII). Også her er der fastlagt øvre grænser på hhv. 3½ og 2 pct. for størrelsen af stødpuderne. Er der behov for højere stødpuder, kan den systemiske stødpude tages i brug.

For alle stødpuderne gælder, at institutter ikke lukkes, hvis de ikke overholder kravene. De vil dog blive pålagt restriktioner i form af f.eks. begrænsninger på udbyttebetaling, bonusser mv.

Som led i forarbejdet med den danske gennemførelse af CRD IV-reglerne har SIFI-udvalget i marts 2013 afleveret en rapport, hvori der er konkrete bud på, hvilke danske kreditinstitutter, der skal klassificeres som systemisk vigtige, og, hvordan de skal håndteres.

Det er SIFI-udvalgets anbefaling, at danske SIFler pålægges et ekstra kapitalkrav, som skal udgøres af egentlig kernekapital. Kravet fastsættes på baggrund af et kvantitativt mål for SIFlernes systemiske betydning. SIFI-udvalget anbefaler et differentieret kapitalkrav på aktuelt 1-3,5 pct. af de risikovægtede poster. Det anbefales endvidere, at kravet kan stige til 4 pct. – eller højere – ved en øget systemisk betydning. De mest systemiske institutter pålægges således de højeste krav, da det er SIFI-udvalgets opfattelse, at risici stiger mere end proportionalt, jo mere systemiske institutterne er. Kapitalkravet vil kunne justeres et halvt procentpoint op eller ned baseret på en kvalitativ vurdering, men kapitalkravet kan ikke være mindre end 1 pct. Kapitalkravet indføres over en årrække indtil 2019.

Det er endvidere SIFI-udvalgets anbefaling, at der for alle SIFler uanset grad af systemiskhed stilles krav om etablering af en såkaldt krisehåndteringsstødpude på 5 pct. af de risikovægtede poster bestående af gældsinstrumenter, der skal konverteres til egentlig kernekapital eller nedskrives, hvis instituttet overgår til krisehåndtering. Hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital, som instituttet anvender til at leve op til minimumskapitalkravet, vil, hvis det lever op til de fastsatte krav for at kunne indgå i krisehåndteringsstødpuden, kunne medgå til at opfylde dele af krisehåndteringsstødpuden. Da hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital i medfør af CRD IV-reglerne kan udgøre 3,5 pct. af de risikovægtede poster, vil krisehåndteringsstødpuden, hvis denne kapital anvendes hertil, reelt blot udgøre et ekstrakrav på 1,5 pct. Krisehåndteringsstødpuden vil også kunne opfyldes med egentlig kernekapital, hvis instituttet ønsker det. SIFI-udvalget anbefaler, at krisehåndteringsstødpuden etableres over en

treårig periode, startende i 2020, dvs. når det ekstra kapitalkrav for SIFler er fuldt indfaset.

Der er efter krisen opstået debat om, hvorvidt – på den ene side – kapitalkravene i CRD IV/CRR i tilstrækkelig grad sikrer, at ejerne af de finansielle virksomheder selv bærer de reelle risici, som de kan påføre samfundsøkonomien – og på den anden side – spørgsmålet, om kravene er blevet så høje, at de kan risikere at hæmme kreditgivningen i samfundet og derved sænke den økonomiske velstand, jf. boks 13.2. Denne debat pågår også i Danmark, særligt i forlængelse af SIFI-udvalgets rapport. En overordnet vigtig pointe i denne debat er, at de økonomiske byrder, der eventuelt måtte opstå som følge af højere kapitalkrav, skal ses i forhold til den samfundsøkonomiske gevinst i form af en mere stabil finansiell sektor, som højere kapitalkrav medfører.

Boks 13.3 Kapitalomkostninger i kreditinstitutter: effekter af mere egenkapital

Egenkapital er den andel af et pengeinstituts eller anden kreditformidlers finansiering (dens passiver), der ikke tilvejebringes via indskud eller låneoptagelse. En stiliseret bankbalance er gengivet nedenfor:

Aktiver	Passiver
Udlån	Indlån
Andre aktiver	Lån fra andre kreditinstitutioner
	Obligationer
	Egenkapital

Indskud og lån honoreres via rentebetalinger og sluttelig tilbagebetaling, mens egenkapital modtager andele af fremtidig profit og ikke har krav om tilbagebetaling tilknyttet. Egenkapital bliver på denne måde et pengeinstituts "stødpude", så det kan honorere dets kreditorer, hvis der skulle opstå tab på instituttets aktiver.

Egenkapital står sidst i kapitalstrukturen. Det betyder, at ved et tab på instituttets aktiver søges først indlån og andre lån honoreret, hvorefter egenkapitalen honoreres. Det betyder også, at da indtjeningen fra pengeinstituttets aktiver er usikker, bliver egenkapitalens forrentning generelt mere usikker end forrentning af de andre finansieringstyper. Af disse årsager er kravet til forrentningen af egenkapitalen højere. Som eksempel kan investorerne krav til forrentningen af egenkapital være 12 pct., mens kreditorerne kræver 7 pct.

Et pengeinstituts risiko knytter sig til afkastet fra dens aktiver. Denne risiko berøres ikke af måden instituttet finansieres på, dvs. risikoen berøres ikke af andelen af egenkapital. Har et institut tab på 1.000 kr. på dens aktiver, som skal fordeles mellem 10 aktionærer (ejerne af egenkapitalen) med lige store aktiebeholdninger, må hver aktionær bære et tab på 100 kr.; hvis tab på 1.000 kr., der skal fordeles mellem 20 aktionærer, bærer hver 50 kr. Investorerne krav til forrentningen af hver enkelt krone egenkapital mindskes derved med højere egenkapitalandele af den samlede kapital, da tab bæres af flere. F.eks. kunne investorerne krav til forrentningen af egenkapital falde fra 12 pct. til 10 pct., når egenkapitalandelen øges.

Det er pengeinstituttets samlede kapitalstruktur, dvs. dets valg af andel af egenkapitalfinansiering og fremmedkapitalfinansiering, der bestemmer dets samlede kapitalomkostninger. Da egenkapital har højere afkastkrav end fremmedfinansiering, som følge af den højere tilknyttede risiko, vil krav om højere andele af egenkapitalfinansiering alt andet lige trække i retning af at øge de samlede kapitalomkostninger. Overfor står dette, at kravet til forrentningen af hver enkelt egenkapitalkrone falder, når instituttet har en højere egenkapitalandel, da tab fordeles på flere, som nævnt ovenfor. Modigliani & Miller (1958) viste, at disse to forhold under visse forudsætninger præcist opvejer hinanden således, at en virksomheds samlede kapitalomkostning forbliver upåvirket af graden af egenkapital. Renten på indskud og gæld kan også blive påvirket af mængden af egenkapital, da mere egenkapital gør sandsynligheden for konkurs mindre. Samspillet mellem egenkapital og gæld vil i Millers & Modiglianis set-up dog altid være således, at virksomhedens samlede kapitalomkostninger alene påvirkes af virksomhedens cash-flow og de dertil knyttede risici, men ikke af måden virksomheden finansieres på. Modigliani (i 1985) og Miller (i 1990) modtog senere Nobelprisen i økonomi, ikke mindst på basis af denne indsigt.

Modigliani & Miller (1958) er baseret på en række teoretiske forudsætninger, der ikke nødvendigvis kan antages at gælde for finansielle virksomheder. I det omfang disse forudsætninger ikke gælder, kan en højere egenkapitalfinansiering i pengeinstitutter øge deres samlede kapitalomkostninger. Det kan medføre, at pengeinstitutter hæver dens priser (renter og gebyrer) for at dække sådanne øgede kapitalomkostninger, hvilket kan have en negativt afsmittende effekter på den økonomiske vækst og velstand (IIF, 2010). På den anden side vil krav om øget egenkapitalandel ikke påvirke kapitalomkostninger i finansielle virksomheder, hvis forudsætningerne gælder.

Der er generel enighed om, at kapitalniveauet i den finansielle sektor var for lavt i årene op til krisen. Ny regulering i form af Basel III/CRD IV medfører øget egenkapital efter krisen. Der er i den akademiske litteratur dog samtidig debat om, hvorvidt en markant øget egenkapitalandel i banker vil øge den samlede økonomiske velstand.

Argumenter for mere egenkapital

Admati et. al. (2011) og Admati & Hellwig (2013) argumenterer for, at mere egenkapital i finansielle institutioner ikke øger de reelle omkostninger ved at drive disse, men til gengæld sparer samfundet for omkostninger ved finansielle kriser, da mere egenkapital gør det finansielle system sikrere. Raaballe (2013) argumenterer ud fra danske forhold, at pengeinstitutter bør holde mere egenkapital.

For det første argumenterer Admati & Hellwig (2013), at Modigliani & Miller (1958) antagelserne i stor udstrækning kan antages at gælde for pengeinstitutter, og andre kreditinstitutter, hvorved mere egenkapital ikke øger de samlede kapitalomkostninger. Dernæst argumenterer de, at store kreditinstitutter (kreditinstitutter der er "too big to fail") har et incitament til at holde egenkapitalandelen på et samfundsøkonomisk inoptimalt lavt niveau, og som følge heraf tage større risici end de burde i og med, at de ikke selv bærer risikoen i tilstrækkelig grad, hvis risiciene skulle materialisere sig. Dette skyldes, at store pengeinstitutter nyder godt af en implicit garanti fra staten om, at de bliver reddet, hvis de kommer i problemer. Med andre ord argumenterer Admati & Hellwig (2013), at selv, hvis et pengeinstituts samlede egenkapitalomkostninger skulle blive øget som følge af en højere egenkapitalandel, bliver denne effekt opvejet af, at den garanti staten implicit giver store banker vil falde i værdi. Gandhi & Lustig (2012) finder empirisk, at værdien af denne implicite statsgaranti er betydelig.

For det andet argumenterer Admati & Hellwig (2013), at pengeinstitutter kan have incitament til at optage mere gæld end samfundsøkonomisk optimalt, da rentebetalinger på gæld kan trækkes fra i skat, hvorved gældsfinansiering bliver relativt mere attraktivt for pengeinstitutter. Skatteskjoldet kan således være en årsag til, at de samlede kapitalomkostninger i en bank rent faktisk øges, hvis banker tvinges til at holde mere egenkapital.

Nationalbanken (2013) analyserer sammenhængen mellem investorenes afkastkrav til gæld på tværs af store europæiske pengeinstitutter og samme institutters kernekapitalprocent ved brug af data for 2012. Nationalbanken finder en negativ sammenhæng.

Argumenter mod mere egenkapital

Baker & Wurgler (2013) viser empirisk, at den målte systemiske risiko i pengeinstitutter falder, når pengeinstitutter holder mere egenkapital, men kravet til forrentningen af egenkapitalen falder ikke i nævneværdig grad. Derved vil krav om mere egenkapital i kreditinstitutter reelt øge de samlede kapitalomkostninger.

En central forskel mellem et pengeinstitut og andre typer af virksomheder er, at pengeinstitutter er formidlere af likviditet, da udlån normalt har længere løbetid end indskud: et udlån kan løbe over mange år, mens indskud kan hæves umiddelbart. Derved omdanner pengeinstitutter korte indskud til lange udlån. Som følge af denne likviditetstransformation medvirker pengeinstitutter til at øge den økonomiske velstand ved at give mulighed for, at (i sig selv uproduktiv) opsparing kan blive omdannet til kredit (med lang løbetid), der kan finansiere langsigtede produktive investeringer, der i den sidste ende skaber økonomisk vækst. På den anden side betyder denne likviditetstransformation, at pengeinstitutter i deres natur har en skrøbelig finansieringsstruktur som følge af forskellen på løbetiden af deres indskud og deres udlån. På denne baggrund viser Douglas & Rajan (2000), at der er et trade-off ved valget af kapitalstruktur i pengeinstitutter: mere egenkapital mindsker pengeinstitutters mulighed for at skabe likviditet (en bank med 0 pct. egenkapital kan omdanne alle dens indskud til udlån, mens en bank med 100 pct. egenkapital ikke kan lave løbetidstransformation overhovedet), men resultatet er mere stabile banker. Krav om mere egenkapital vil således øge robustheden af den finansielle sektor, men det kan også være forbundet med en samfundsøkonomisk omkostning, da det mindsker pengeinstitutters mulighed for at omdanne (kortsigtet) opsparing til (langsigtet) investering. DeAngelo & Stulz (2013) går et skridt videre og viser, at når pengeinstitutters likviditetstransformation er samfundsøkonomisk værdifuld, vil det være optimalt samfundsøkonomisk, at pengeinstitutter opererer med meget lav egenkapital. Med andre ord viser DeAngelo & Stulz (2013), at selv hvis antagelserne i Modigliani & Miller (1958) holder, men at pengeinstitutters løbetidstransformation, og deraf følgende likviditetsskabelse er samfundsøkonomisk værdifuld, vil der være samfundsøkonomiske omkostninger ved at tvinge pengeinstitutter til at holde mere egenkapital. Krav om mere egenkapital kan således virke til at mindske likviditetsskabelsen i samfundet, uagtet om krav om mere egenkapital er forbundet med højere omkostninger for det enkelte pengeinstitut eller ej. På denne måde kan krav om høj egenkapital i pengeinstitutter vise sig at blive samfunds-mæssigt inoptimalt, hvis niveauet lægges for højt.

Endelig antages i Modigliani & Miller (1958), at investorerne vil være villige til at øge deres egenkapitalandel i pengeinstitutter ved at ændre på deres porteføljevægte, da banker alene er "mellemstationer" mellem afkastet fra virksomheder til investorer. Spørgsmålet er, om investorer reelt vil være villige til at ændre deres porteføljeandele og derved øge deres eksponering overfor pengeinstitutter, hvis f.eks. der er asymmetrisk information mellem investorerne og pengeinstitutterne.

Andre forhold

Der er en diskussion af, hvorledes andelen af egenkapital i pengeinstitutter måles mest hensigtsmæssigt. Siden Basel II er kapitalkrav blevet sat i forhold til mængden af risikofyldte aktiver. Haldane (2012) argumenterer for, at risikovægtene, der benyttes til at måle mængden af risikofyldte aktiver, er upræcist estimeret, hvor-

ved det nødvendige kapitalniveau i pengeinstitutter ligeledes bliver upræcist estimeret, og for lavt. Haldane (2012) argumenterer, at regulatorer i højere grad bør fokusere på pengeinstitutters samlede, dvs. ikke risikovægtede, aktiver og derved i mindre grad deres vægtede værdi. I Basel III er fokus først og fremmest på de risikovægtede aktiver, og dernæst på de ikke-vægtede aktiver (leverage ratio). Leverage ratio er i Basel III sat til 3 pct. DIIS (2013) finder, at europæiske banker siden finanskrisen er blevet bedre kapitaliseret, når der måles på kapitalprocenter i forhold til risikovægtede aktiver, men ikke når der måles i forhold til bankernes samlede (ikke-risikovægtede) mængder aktiver.

BIS (2013) viser i en undersøgelse af opgørelsen af risikovægtede aktiver i mere end 100 store internationale bankers udlånsbøger, at der er helt op til 2 procentpoint (relativt 20 pct.) variation i de risikovægtede aktiver i forhold til benchmarken i undersøgelsen, som alene skyldes individuel praksis blandt bankerne.

Endelig argumenterer BIS (2010) og Rangvid (2010), at eventuelle omkostninger, der end måtte være ved at kræve højere egenkapital i pengeinstitutter, også skal ses i forhold til de gevinster, der vil være i form af, at det finansielle system bliver mere robust, når andelen af egenkapitalfinansiering er højere.

Krisehåndtering og Indskydergarantiordning

Finanskrisen har vist, at de offentlige myndigheder kan blive bedre rustet til at håndtere nødlidende kreditinstitutter, herunder at håndteringen sker på et ensartet regelgrundlag. Det gælder ikke mindst i forhold til store kreditinstitutter, der har væsentlige grænseoverskridende aktiviteter. For at opretholde væsentlige finansielle tjenesteydelser til borgerne og erhvervslivet har de offentlige myndigheder i EU været nødt til at iværksætte særlige statslige foranstaltninger i et stort omfang: Fra oktober 2008 til oktober 2011 har Europa-Kommissionen godkendt statsstøtteforanstaltninger til finansielle institutioner for et beløb på 4,5 billioner euro (svarende til 37 pct. af EU's BNP).

På den baggrund forhandles der for øjeblikket i EU om Krisehåndteringsdirektivet, der skal skabe fælles rammer for de nationale ordninger vedr. tidlig indgriben, forebyggelse, afvikling og grænseoverskridende tilsynssamarbejde vedr. nødlidende og potentielt nødlidende kreditinstitutter mv. EU-reglerne skal sikre, at myndighederne i fremtiden vil være rustet til at gribe beslutsomt ind, både før der opstår problemer og, hvis de opstår, tidligt i forløbet. Hvis et pengeinstituts finansielle situation forringes væsentligt, sikres det desuden i forslaget, at instituttets kritiske funktioner kan reddes, og at det primært er bankejerne og kreditorerne, som skal betale omkostningerne til omstruktureringen og eventuel afvikling. Forslaget indeholder bl.a. muligheden for nedskrivning og/eller konvertering af kreditorers tilgodehavender til aktier for at finansiere en ordnet afvikling ("bail-in"). Forslaget blev fremsat i juni 2012, og der er opnået enighed i Rådet (ECOFIN) i juni 2013. EU-Parlamentet forventes at forhandle direktivet i løbet af efteråret.

Desuden pågår der forhandlinger om en revision af direktivet om nationale indskydergarantiordninger, idet der generelt er behov for at harmonisere indskydergarantiordningerne i de forskellige EU-lande for at sikre lige konkurrencevilkår og mere ensartet behandling af pengeinstitutter og indskydere på tværs af grænserne. Med Kommissionens forslag lægges der op til at tage et vigtigt skridt i denne retning. Forhandlingerne om revisionen af direktivet afventer dog en vedtagelse af krisehåndteringsdirektivet.

Kommende tiltag

Kommissionens opfølgning på den finansielle krise er ikke afsluttet endnu. I løbet af 2013 forventer Kommissionen således at fremsætte en række vigtige forslag til direktiver og forordninger på det finansielle område. Kommissionen har således blandt andet fokus på bedre regulering af skyggebanksystemet, som udgør et system for kreditformidling, der involverer aktører og aktiviteter, der befinder sig uden for det almindelige banksystem og derfor ikke er reguleret på samme måde som bankerne uagtet at disse har nogle af de samme karakteristika og risici som regulære banker (løbetidstransformation mv.). EU-Kommissionen har i september 2013 offentliggjort en køreplan for, hvordan risiciene i skyggebanksystemet skal tackles.

Kommissionen ventes ligeledes på baggrund af den såkaldte Liikanen-rapport at komme med konkrete lovgivningsforslag vedr. den grundlæggende organisering af banker, herunder eventuelt krav om mere eller mindre skarpe adskillelser af forskellige aktiviteter inden for den samme bank for at mindske risikoen for, at problemer på ét område går ud over (potentielt systemiske) aktiviteter på andre områder.

13.2 Dansk opfølgning på krisen

Finanstilsynets såvel som Nationalbankens tilsyns- og overvågningsreaktioner op til finanskrisen er behandlet i kapitel 7. Fokus i det følgende er på de to institutioners erfaringer fra krisen og de tiltag, der er iværksat på baggrund af de indhøstede erfaringer fra krisen.

13.2.1 Finanstilsynets erfaringer fra krisen

Finanskrisen har medført mange og store ændringer i den måde, som Finanstilsynet udfører sin tilsynsvirksomhed på. Læringen af krisen er tæt forbundet med de ændrede rammer for Finanstilsynets arbejde, som i høj grad også påvirker tilsynsstrategien og tilsynspraksis. Ændringerne i lovgivningen og i tilsynspraksis er nærmere beskrevet i afsnit 13.3.

Efter krisens udbrud var der en erkendelse af behovet for at skærpe fokus på væsentlige risikofaktorer og holdbarheden af virksomhedernes forretningsmodeller. På den baggrund blev Lov om finansiell virksomhed ændret, så Finanstilsynet ikke alene skal se på, om den finansielle virksomhed overholder den finansielle lovgivning. Tilsynsvirksomheden skal nu tilrettelægges med henblik på at fremme den finansielle stabilitet og tilliden til de finansielle virksomheder og markeder. Finanstilsynet har derfor øget sit fokus på at sikre, at alle væsentlige forhold i kreditinstitutterne vurderes og, at tilsynet forholder sig kritisk til forretningsmodellen og de risici, den medfører. Krisen understregede endnu en gang, at visse former for forretningsmodeller er sårbare. Med introduktionen af tilsynsdiamanten i 2010 har Finanstilsynet valgt at lægge vægt på store engagementer, udlånsvækst, funding-ratio, ejendomsseksponeringer og likviditetsoverdækning, som erfaringsmæssigt er indikatorer på sårbare forretningsmodeller, jf. afsnit 13.3.

En erfaring fra krisen er ligeledes, at det ikke er nok at henstille til virksomheder, der har en risikabel forretningsmodel, at de ændrer adfærd, da det inden krisen ikke førte til væsentlige ændringer. En ændring i Lov om finansiell virksomhed i 2010 har givet

Finanstilsynet grundlag for tidligt at gribe ind overfor adfærd, som udgør en væsentlig risiko for virksomheden – eksempelvis adfærd som ikke er i overensstemmelse med tilsynsdiamanten.

Håndteringen af nødlidende pengeinstitutter i perioden 2009-12 har vist, at det kan være svært at forudsige udviklingen i både enkelte engagementer og i porteføljer af engagementer. Undersøgelser af en række pengeinstitutter i årene 2006-07, hvor institutterne senere blev nødlidende, førte ikke til justeringer af solvensbehov eller nedskrivninger i nævneværdig grad. Fokus på det enkelte engagement var således ikke tilstrækkeligt til at sikre instituttets overlevelse. Erfaringen er således, at tilsynet skal inddrage risikoprofilen af hele virksomhedens forretningsmodel og ikke kun foretage en gennemgang af de enkelte engagementer.

Finanskrisen har vist ledelsesmæssige svigt i en lang række institutter. Det har særligt været overdreven risikoappetit, ofte kombineret med dårlig risikostyring. En medvirkende årsag har formentlig været, at der ikke har været stillet store krav til bestyrelsesmedlemmernes kompetencer. En uvidende bestyrelse har i en række tilfælde ikke kunnet føre den nødvendige kontrol med direktionen. Kravene til ledelsen og de enkelte medlemmer af bestyrelsen er derfor efterfølgende blevet skærpet, og Finanstilsynet reagerer nu mere konsekvent over for ulovligheder og inkompetence blandt ledelsesmedlemmer. Der er ligeledes øget fokus på sunde incitamentsstrukturer – eksempelvis aflønningspolitikens betydning for risikotagning.

Efter 2010 er der gennemført en række initiativer for at skabe øget åbenhed og gennemsigtighed om Finanstilsynets arbejde. I dag er der sammenlignet med andre EU-lande en unik mulighed for at følge med i Finanstilsynets arbejde og vurdering af de enkelte institutter. De nye regler indebærer, at der offentliggøres en redegørelse på virksomhedens og Finanstilsynets hjemmeside efter hver inspektion. Redegørelsen beskriver tilsynets vurdering af virksomheden og de centrale tilsynsreaktioner, som virksomheden har modtaget fra Finanstilsynet. Herudover er rapporteringen til virksomhedens bestyrelse blevet mere målrettet til dens behov. Det er således blevet tydeligere, hvad Finanstilsynet forventer af virksomheden, og hvad Finanstilsynet vurderer, er de væsentligste risici.

13.2.2 Nationalbankens erfaringer

Erfaringer vedrørende finansiell stabilitet

Erfaringerne fra valutakrisen i efteråret 2008 er, at der i en periode med pres på kronen kan være behov for endog meget store beløb til intervention. Valutareserven nåede under krisen ned på et uacceptabelt lavt niveau. Pengeinstitutternes afhængighed af finansiering i dollar og euro og knapheden på disse valutaer under krisen har desuden vist, at der kan være behov for at kunne yde udlån i valuta. Generelt har den finansielle krise vist, at der internationalt pludselig kan opstå mangel på valuta. Nationalbanken har i lyset af disse erfaringer mere end fordoblet valutareserven i forhold til niveauet forud for krisen.

En overordnet erfaring fra krisen var desuden, at likviditetsforhold kan spille en afgørende rolle. Såkaldte "bank-runs" har historisk været kendetegnet ved, at indskyder-

ne i panik har hævet deres indskud – ofte på baggrund af rygter. Den finansielle krise har vist, at en lignende situation kan opstå på de finansielle markeder, idet markerne kan falde bort og refinansiering af gæld kan blive umuliggjort. Det er derfor nødvendigt at overvåge og regulere penginstitutternes likviditet i langt større omfang, end det blev gjort før krisen. Nationalbanken har derfor i lighed med Finanstilsynet efter krisen haft stort fokus på overvågningen af penginstitutternes likviditet og har bl.a. i samarbejde med Finanstilsynet etableret et system for månedlige likviditetsindberetninger fra pengeinstitutterne.

På baggrund af erfaringen fra pengeinstitutterne er der fra Nationalbankens side øget fokus på likviditetsrisici i realkreditsystemet. Finansieringen af 30-årige lån med korte – ofte etårige – obligationer, som udstedes indenfor korte tidsrum, indebærer en likviditetsrisiko. Nationalbanken har påpeget denne risiko i bl.a. en række publikationer. Desuden indgik Nationalbanken i 2009 en aftale med sektoren om en mere hensigtsmæssig og jævn fordeling af refinansieringen af variabelt forrentede lån.

Med hensyn til stresstest har krisen vist, at Nationalbanken ligesom myndigheder i andre lande opstillede betydeligt mildere scenarier end det efterfølgende faktiske forløb i BNP og boligpriser. Baggrunden herfor var, at faldet i BNP var markant større end normale konjunkturtilbageslag, og at Nationalbanken – på linje med andre myndigheder i ind- og udland – ikke inddrog risikoen for en global systemisk krise af den størrelse, som hurtigt udviklede sig i efteråret 2008.

Materialiseringen af likviditetsrisici viste, at risici for den finansielle stabilitet kan opstå uden for de områder, der kan opfanges med en solvensstresstest. Derfor er det relevant at have fokus på risici, der ikke nødvendigvis kan inddrages i en traditionel solvensstresstestmodel.

I forhold til budskaber og advarsler omkring risici for den finansielle stabilitet har Nationalbanken fra og med publikationen *Finansiel stabilitet 2011* eksplicit anbefalet initiativer, der ifølge Nationalbankens vurdering adresserer væsentlige risici i den finansielle sektor. Det ændrer dog ikke ved, at de finansielle institutioner ikke er forpligtet til at følge anbefalingerne.

13.3 Ændringer i regler og tilsynspraksis efter krisen

Der er gennemført en række ændringer i den danske finansielle regulering, som afspejler erfaringerne fra krisen. Ændringerne har bl.a. til hensigt at skærpe det forebyggende tilsyn, sikre kompetente ledelser, øge åbenheden og gennemsigtigheden i den finansielle sektor, og give tilsynet adgang til hurtigere at gribe ind over for institutter med uholdbare forretningsmodeller. Nedenfor beskrives ændringerne på de nævnte områder nærmere.

Bankpakkerne er beskrevet i kapitel 12, mens regulering, som vedrører forbrugerforhold, er beskrevet i kapitel 14.

I november 2009 lancerede Finanstilsynet en ny strategi, som lagde vægt på et offensivt tilsynsarbejde med skærpet fokus på de væsentlige risikofaktorer og holdbarheden af virksomhedernes forretningsmodeller. Udgangspunktet for strategien var et

ønske om at styrke tilsynet med de finansielle virksomheder med henblik på at forebygge kriser i fremtiden. I oktober 2012 offentliggjorde Finanstilsynet ”Strategi 2015 – 18 nye initiativer”, hvor der fortsat er fokus på at arbejde effektivt for at øge den finansielle sektors robusthed og for at styrke tilliden til den finansielle sektor.

De lovgivningsmæssige ændringer, som har størst betydning for Finanstilsynets arbejde, er²: At tilsynet skal ske med henblik på at fremme finansiell stabilitet og tilliden til de finansielle virksomheder, at der skal ske tilsyn med de finansielle virksomheders forretningsmodeller, at der er mulighed for tidlig indgriben, og at reglerne om egnethed og hæderlighed for virksomhedernes ledelse er blevet præciseret. Derudover er der gennemført initiativer i forhold til aflønning i finansielle virksomheder, der er tiltag for at sikre øget åbenhed og gennemsigtighed i den finansielle sektor samt en række øvrige initiativer som en direkte reaktion på den finansielle krise.

13.3.1 Risikobaseret tilsyn med fokus på forretningsmodellens holdbarhed

Lovgrundlaget er tilpasset, så det sikres, at der fremover gennemføres risikobaseret tilsyn med pengeinstitutterne. Før finanskrisen prioriterede Finanstilsynet sine tilsynsaktiviteter i forhold til de virksomheder, hvor risikoen for overtrædelser eller konsekvenserne heraf var størst. I den forstand var tilsynet også før finanskrisens risikobaseret. Men efter finanskrisen har Finanstilsynet endvidere skærpet sin tilsynspraksis således, at der lægges vægt på et offensivt tilsynsarbejde med skærpet fokus på alle væsentlige risikofaktorer, og at tilsynet forholder sig kritisk til forretningsmodellen og kan gribe tidligere ind, hvis en forretningsmodel vurderes at være uholdbar.

Den risikobaserede undersøgelsesplanlægning indebærer, at jo større en finansiell virksomhed er, og/eller jo værre den finansielle virksomhed har det, desto oftere kan virksomheden forvente, at Finanstilsynet kommer på inspektion. I den risikobaserede tilgang identificerer Finanstilsynet pengeinstitutter med risikofyldte profiler ud fra udvalgte indikatorer og sammenholder resultaterne med erfaringer fra inspektioner i de enkelte virksomheder. Ratingprocessen er på det seneste styrket via tilførsel af mere fremadskuende risikoindikatorer, herunder en kapitalfremskrivning under mindre gunstige konjunkturforskel.

Undersøgelser af virksomheder skæres til, således at der er fokus på de væsentligste risici i den enkelte virksomhed, om de identificerede risici styres forsvarligt, og om virksomheden har afsat tilstrækkelig kapital i forhold til dens risici.

Finanstilsynet har fået øgede midler til bl.a. flere kontrolbesøg og inspektioner i pengeinstitutter, herunder ikke mindst i forhold til institutter under skærpet tilsyn. Det er desuden fastsat, at Finanstilsynet fremover mindst én gang om året skal gennemgå solvensbehovet for penge- og realkreditinstitutter med en arbejdende kapital (indlån, udstedte obligationer, efterstillet kapitalindskud og egenkapital) på over 250 mio. kr.

Opfølgningen på påbud er styrket, idet virksomhederne fremover skal indsende dokumentation for, at de har efterlevet alle påbud. Desuden skal de eksterne revisorer i revisionsprotokollatet redegøre for virksomhedens efterlevelse af samtlige de påbud,

² Lov nr. 549 af 1. juni 2010 (L 175).

virksomheden har modtaget i løbet af året. Endelig har Finanstilsynet strammet arbejdsgangene i relation hertil.

Finanstilsynet har desuden fået mulighed for på et tidligere tidspunkt at reagere over for en finansiel virksomhed, der er i en situation, hvor den fortsat overholder gældende lovgivning – herunder kapitalkrav mv. – men, hvor der er en ikke uvæsentlig risiko for, at virksomheden på kortere eller længere sigt vil miste sin tilladelse til at drive virksomhed.

Sigtet med bestemmelsen er at forsøge at forebygge, at institutter bliver nødlidende. I sagens natur er det ikke ofte, at Finanstilsynet vil have grundlag for at anvende bestemmelsen. Den er imidlertid vigtig, fordi den giver en mulighed for at gribe ind overfor adfærd, som efter Finanstilsynets erfaring kan resultere i, at et institut bliver nødlidende. Bestemmelsen danner således grundlag for indgreb overfor adfærd, som ikke er i overensstemmelse med tilsynsdiamanten, jf. næste afsnit.

I praksis er bestemmelsen brugt overfor Helgenæs Sparekasse i juli 2012. Finanstilsynet påbød sparekassen at stoppe udlån til nye kunder henvist fra økonomikonsulenter, indtil Finanstilsynets næste inspektion var gennemført. Finanstilsynet fandt, at omfanget og boniteten af udlånet til de omtalte kunder indebar en ikke uvæsentlig risiko for, at sparekassen inden for en overskuelig tid ikke ville kunne opfylde lovens kapitalkrav og derfor ville miste sin tilladelse. Finanstilsynets vurdering baserer sig bl.a. på, at Helgenæs sparekasse i perioden medio 2010 til maj 2012 havde haft en forøgelse af udlånet på 132 pct. Størstedelen af udlånet var sket til kunder, som fik deres økonomi administreret af økonomikonsulenter, dvs. kunder, som havde vanskeligt ved at administrere deres økonomi og derfor frivilligt havde valgt at lade sig administrere af eksterne økonomikonsulenter.

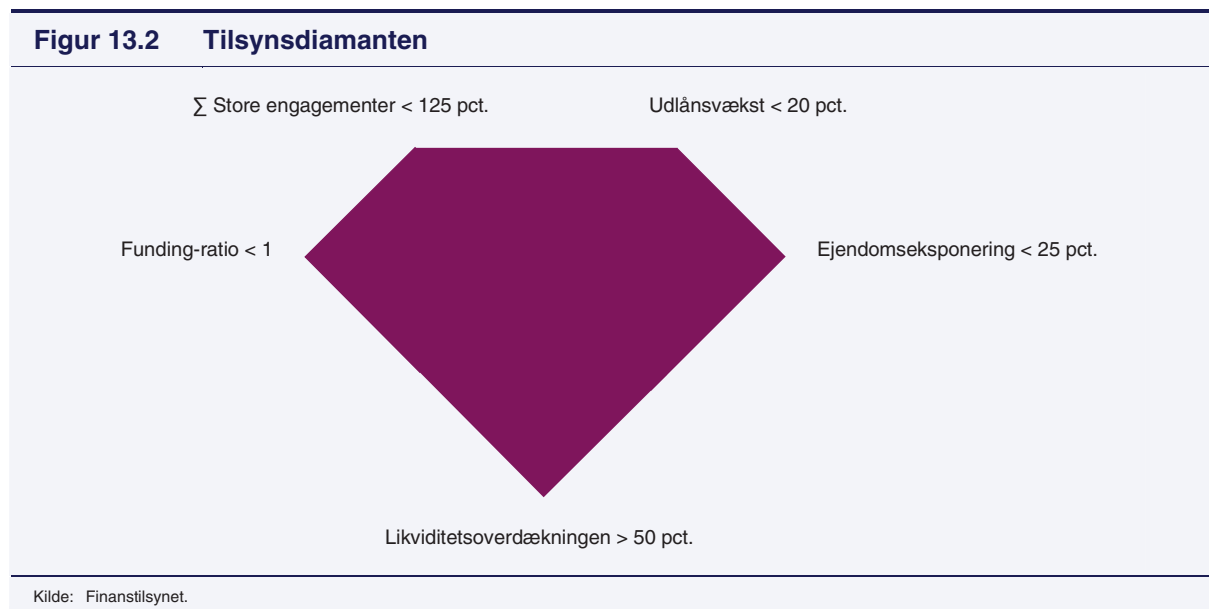
Desuden har Finanstilsynet fået øgede muligheder for at udveksle og videregive oplysninger til Nationalbanken og anklagemyndigheden med henblik på at sikre et styrket og koordineret samarbejde. Der blev således bl.a. i 2012 nedsat en taskforce mellem Finanstilsynet og anklagemyndigheden til at styrke indsatsen på det finansielle område med henblik på at sikre en målrettet og koordineret efterforskning og straf- forfølgning af sager.

Finanstilsynet har desuden fået mulighed for i nærmere angivne sager at udstede administrative bødeforelæg, hvis sagen vedrører en overtrædelse, som ikke skønnes at medføre højere straf end bøde. Det medvirker til en hurtigere sanktionering i de pågældende sager.

13.3.2 Tilsynsdiamanten og holdbare forretningsmodeller

Krisen har vist, at der er nogle forretningsmodeller, som er mere sårbare end andre. Sårbare forretningsmodeller kan eksempelvis være baseret på udlån til ejendomsbranchen, til nærtstående parter, eller meget specialiserede institutter, såkaldte nichebanker. I praksis har Finanstilsynet arbejdet med at identificere sårbare forretningsmodeller, og hvordan risiciene kan håndteres. Det har betydning både for tilsyn med eksisterende institutter, men også for behandlingen af ansøgninger om etablering af institutter.

For at sikre indlejring af erfaringerne fra krisen har Finanstilsynet identificeret en række parametre af stor betydning for flere nødlidende institutter og indført en tilsynsdiamant for pengeinstitutter, som indeholder pejlemærker, som virksomhederne som udgangspunkt bør overholde, jf. figur 13.2. Tilsynsdiamanten blev introduceret i juni 2010 og blev indfaset i perioden 2010-12 for at give pengeinstitutterne tid til at foretage de nødvendige tilpasninger.



Grænseværdierne er fastsat, så de på den ene side skal modvirke overdreven risikotagning, og på den anden side skal gøre det muligt for sunde pengeinstitutter at drive profitabel bankvirksomhed og yde den nødvendige kredit til virksomheder og husholdninger. Nogle af tilsynsdiamantens risikoområder kan være svære for institutterne at ændre på kort sigt.

Ultimo 2010 var der 29 overskridelser af tilsynsdiamantens pejlemærker. Siden har institutterne foretaget en række tilpasninger. Ultimo 2012 var antallet af overskridelser af tilsynsdiamantens pejlemærker således reduceret til 14. Finanstilsynet har i perioden været i dialog med de enkelte pengeinstitutter ved inspektioner o.l. om, hvordan instituttet ligger i forhold til tilsynsdiamantens pejlemærker.

Med virkning fra 1. januar 2013 vil Finanstilsynet påbegynde en dialog med instituttet, når tilsynsdiamantens grænseværdier overskrides. Finanstilsynet vil efter en individuel og konkret vurdering reagere over for instituttet ved en overskridelse af tilsynsdiamantens pejlemærker. Finanstilsynet kan reagere med skærpet overvågning (dvs. hyppig rapportering fra instituttet til Finanstilsynet samt løbende dialog mellem instituttet og tilsynet), risikooplysninger og samtidig offentliggørelse af disse, redegørelse og/eller undersøgelse af instituttet samt påbud efter § 350 i Lov om Finansiell Virksomhed. Finanstilsynet vil ud fra en proportionalitetsvurdering benytte den mindst indgribende reaktion set i forhold til overtrædelsens karakter, hvorfor tilsynet vil rea-

gere mere indgribende i mere alvorlige situationer, f.eks. ved gentagne overskridelser af pejlemærker og ved manglende reaktion fra instituttets side.³

Som led i bedre overvågning af store kunder og vurderingen af deres kreditkvalitet, er der i regi af Finanstilsynet oprettet et kreditorregister, hvor det fremgår, hvilke institutter kunderne befinder sig i. Kreditorregisteret kan bidrage til, at et lille antal personer ikke igen kan påføre pengeinstitutter så store tab, som det eksempelvis skete med ejendomsudviklere under den seneste krise, jf. kapitel 11. Det er kun Finanstilsynet, der vil have adgang til informationerne i kreditorregisteret.

Der er desuden indført nye krav ved handel med pantebreve. Formålet er at skabe et velordnet marked for pantebreve og større gennemsigtighed om de handlede pantebreve. Der stilles bl.a. krav om, at pantebrevsselskaber skal have særskilt tilladelse, hvilket medvirker til at sikre et overblik over markedets omfang og dets aktører. Der er også indført krav om, at der i forbindelse med salg af pantebreve skal gives et vist minimum af oplysninger om den ejendom, som ligger til sikkerhed for pantebrevet. Disse regler kan bidrage til at risici knyttet til pantebreve bliver mere gennemskuelige og at pantebrevkarruseller kan blive opdaget tidligere, jf. afsnit 11.5.2 og bilag E.

Endelig blev der som en del af Bankpakke II vedtaget, at kreditinstitutterne skulle offentliggøre deres individuelle solvensbehov med henblik på at sikre større åbenhed om institutternes risikoeksponering. Dette er også relativt unikt i forhold til andre EU-lande.

13.3.3 Skærpede krav til institutternes ledelse og revision

Finanskrisen har vist ledelsesmæssige svigt i en lang række institutter. Det har særligt været i form af overdreven risikoappetit, ofte kombineret med dårlig risikostyring. En medvirkende årsag har formentlig været, at der historisk ikke er stillet store krav til bestyrelsesmedlemmernes kompetencer. En uvidende bestyrelse har i en række tilfælde ikke kunnet føre den nødvendige kontrol med direktionen.

Regler om krav til ledelsen og driften af de finansielle virksomheder, samt de krav, som stilles til de enkelte medlemmer af bestyrelse og direktion, er øget og skærpet.

Det var Finanstilsynets vurdering – støttet af Kammeradvokaten – at det med den daværende formulering af bestemmelsen i Lov om Finansiell virksomhed om egnethed og hæderlighed (fit & proper) stort set ville være umuligt i praksis at afsætte et ledelsesmedlem, fordi det ville være så indgribende over for den pågældende person, at det ikke ville være proportionalt.

Det er derfor blevet præciseret, at ledelsen løbende skal leve op til kravene til egnethed og hæderlighed, ligesom det – med henblik på at øge muligheden for at kunne afsætte ledelsen uden at komme i strid med proportionalitetshensynet – nu fremgår eksplicit af bestemmelsen, at hensynet til at opretholde tilliden til den finansielle sektor skal tillægges vægt, når der konkret skal tages stilling til, om en ledelsesperson har udvist en uansvarlig adfærd.

³ Se vejledning om tilsynsdiamanten for pengeinstitutter (VEJ nr. 9047 af 07/02/2013 ligger på Finanstilsynets hjemmeside), der indeholder en udførlig beskrivelse af tilsynsdiamantens pejlemærker og af Finanstilsynets reaktionsmuligheder ved overskridelse af et eller flere af diamantens pejlemærker.

Finanstilsynet har dermed fået langt bedre mulighed for at skride ind og påbyde et bestyrelsesmedlem i en finansiel virksomhed at nedlægge sit hverv, såfremt vedkommende ikke opfylder kravene til egnethed og hæderlighed. Såfremt påbuddet ikke efterkommes, kan bestyrelsesmedlemmet straffes med bøde. Herudover kan en finansiel virksomhed straffes med tvangsbøder, hvis den ikke efterkommer et påbud om at afsætte en direktør, der ikke opfylder kravene til egnethed og hæderlighed. Finanstilsynet har desuden skærpet det løbende tilsyn med, om de personer, der sidder i ledelsen i de finansielle virksomheder er egnede og hæderlige.

Der er desuden indført skærpede krav til ledelsens styring og indretning af en finansiel virksomhed. I juli 2012 er der stillet nye skærpede krav til viden og erfaring i bestyrelsen i finansielle virksomheder, herunder skal der fremover i større finansielle virksomheder altid være mindst et medlem af bestyrelsen med erfaring fra en anden relevant finansiel virksomhed.

Bestyrelserne har i længere tid haft pligt til at gennemføre en årlig selvevaluering med henblik på at sikre, at bestyrelsen besidder den fornødne viden og erfaring i forhold til virksomhedens forretningsmodel. I 2012 krævede Finanstilsynet denne selvevaluering indsendt til Finanstilsynet. Finanstilsynet gennemgik de indsendte evalueringer, og, hvor de ikke gav et tilfredsstillende billede af kompetencerne i bestyrelsen, blev institutterne bedt om at foretage de fornødne justeringer af bestyrelsens sammensætning med henblik på at sikre, at bestyrelserne har de fornødne kompetencer.

Siden juli 2010 har Finanstilsynet rejst 42 sager om egnethed og hæderlighed mod personer i finansielle virksomheder.⁴

For at reducere risikoen for, at sammensætningen af aflønningen i finansielle virksomheder fører til overdreven risikovillighed, er der på baggrund af en bred politisk aftale i forligskredsen bag finansiel stabilitet nu lagt en række lovgivningsmæssige begrænsninger. De indebærer bl.a.:

- et loft over den variable løndel for direktion og bestyrelse på 50 pct. af den faste løn,
- aktieoptioner eller lignende instrumenter, som tildeles direktionen og bestyrelsen, må højst udgøre 25 pct. af den variable løndel og
- udbetaling af variabel løn skal baseres på resultater over en længere periode. Mindst 40 pct. af den variable løndel – og mindst 60 pct. af større variable lønde – fordeles over mindst tre år. Dog gælder for direktion og bestyrelse, at udbetaling af den variable løndel fordeles over mindst fire år.

Generalforsamlingerne – og dermed aktionærer mv. – skal desuden tage stilling til aflønningspolitik i de enkelte institutter, og Finanstilsynet fører tilsyn med institutternes aflønningspolitikker.

13.3.4 Ændrede krav til nedskrivninger og solvens

Finanstilsynet har med virkning fra 2. kvartal 2012 strammet reglerne for nedskrivninger. Den væsentligste ændring vedrører lån med pant i fast ejendom, hvor institutterne i deres nedskrivningsberegninger skal tage udgangspunkt i markedsværdien af

⁴ Der er ikke truffet et tilsvarende antal afgørelser, da adressaten ofte trækker sig fra posten, når udkastet til afgørelse sendes i høring.

ejendommen. Dermed indsnævres vurderingselementet i nedskrivningsberegningerne, hvilket vil give større transparens om kvaliteten af institutternes lånebøger. De mere præcise nedskrivningsregler skal bidrage til et bedre kendskab til tilsynets tilgang forud for inspektioner i de enkelte institutter, og til at institutterne får taget de nødvendige nedskrivninger, før tilsynet kommer på inspektion.

Derudover har Finanstilsynet foretaget en opstramning af reglerne for beregning af solvensbehov. Hidtil har de finansielle virksomheder kunnet benytte to metoder til at beregne det individuelle solvensbehov, den såkaldte sandsynlighedsmodel og kreditreservationsmodel. Finanstilsynet har hidtil ikke kunnet påbyde et højere individuelt solvenskrav end det lavest beregnede. Fra og med 2013 vil Finanstilsynet imidlertid alene benytte kreditreservationsmetoden. Kreditreservationsmetoden har erfaringsmæssigt vist sig at give et højere og mere retvisende solvensbehov for penginstitutter med store og svage engagementer. Dermed skabes større klarhed omkring beregningen af de finansielle virksomheders solvensbehov. Der vil for visse institutter kunne være tale om en væsentlig opstramning.

I lyset af de nye regler for beregning af solvensbehov og nedskrivninger er tilgangen til håndhævelsen af søjle II-kravet blevet justeret. Overskridelse af det hårde 8 pct. krav vil fortsat medføre inddragelse af tilladelsen til at drive pengeinstitutvirksomhed, mens overskridelse af det højere og bløde krav vil blive ledsaget af forbud mod udbetaling af udbytte og bonus, indsendelse af kapitalgenopretningsplan til tilsynet mv. Finanstilsynet har dermed fået en mere tålmodig tilgang til at håndhæve overtrædelse af de individuelle solvenskrav, hvilket giver et potentielt nødlidende institut mere tid til at finde løsninger.

13.3.5 Åbenhed og kommunikation

I 2010 blev der indført nye regler, som sikrer en betydelig åbenhed om Finanstilsynets arbejde. Reglerne er løbende blevet udvidet for at give offentligheden, bankkunderne og bankaktionærer bedre indblik i bl.a. institutternes sundhedstilstand. Finanstilsynet er nu forpligtet til aktivt at informere offentligheden om sager af almen interesse.

Af reglerne følger bl.a., at Finanstilsynet skal udarbejde en redegørelse efter hver inspektion, som skal offentliggøres på virksomhedens og tilsynets hjemmeside. Redegørelserne beskriver tilsynets vurderinger af virksomhederne og, hvilke centrale tilsynsreaktioner virksomheden har modtaget fra tilsynet. Endvidere skal væsentlige tilsynsreaktioner mellem inspektioner offentliggøres. Virksomhederne skal også offentliggøre deres solvensbehov og individuelle solvenskrav.

For at øge åbenheden og styrke håndhævelsen skal visse afgørelser af væsentlig betydning, som er truffet i medfør af hvidvaskloven, offentliggøres. Ligeledes skal der ske offentliggørelse af beslutninger om at overgive sager til politimæssig efterforskning.

Alle afgørelser truffet af Det Finansielle Råd (tidl. Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd) i forhold til juridiske personer skal som udgangspunkt offentliggøres med navns nævnelse.

Denne åbenhed og den medfølgende opmærksomhed fra medier, investorer og kunder har formentlig en gavnlig effekt på institutternes omhyggelighed med at efterkomme Finanstilsynets påbud.

Finanstilsynet har indført nye standarder for rapportering efter undersøgelser, som gælder for alle virksomheder under tilsyn. Rapporteringen er blevet mere målrettet modtagerne, og særligt rapporteringen til bestyrelsen er i højere grad end tidligere tilpasset bestyrelsens behov. Rapporteringen er også blevet gjort mere handlingsorienteret, så det er tydeligt, hvad Finanstilsynet forventer af virksomheden, ligesom det er blevet tydeligere, hvad Finanstilsynet vurderer, er de væsentlige risici i en given virksomhed.

Endelig er der øget offentlighed om forløbet op til et pengeinstituts sammenbrud, idet Finanstilsynet skal udarbejde og offentliggøre en redegørelse (§ 352a-redegørelser).

13.4 Andre tiltag efter krisen

Udover de ændringer i reguleringen af det finansielle område, der er beskrevet i afsnit 13.3, er der gennemført en række tiltag, der vil påvirke den finansielle sektor og risikotagningen i sektoren. Disse ændringer beskrives kort i dette afsnit.

Ændringer i indbetalingsstrukturen til Indskydergarantifonden

Pengeinstitutternes finansiering af Garantifonden for Indskydere og Investorer er ændret med det formål at tilvejebringe en mere jævn og forudsigelig belastning af pengeinstitutterne. Samtidig blev fondens målformue øget fra 3,2 mia.kr. til ca. 7,5 mia. kr. (1 pct. af de dækkede nettoindskud). Endelig er opgaverne under afviklingsafdelingen udvidet til også at omfatte restrukturering.

Det bemærkes, at institutternes indbetalinger til Indskydergarantifonden ikke er risikobaserede. En model til risikobaserede indbetalinger til Indskydergarantifonden er skitseret i Boks 13.4.

Forøget lønsumsafgift

I Danmark beskattes den finansielle sektor i kraft af dels selskabsskatten og dels lønsumsafgiften. Regeringens indgåede aftale om en skattereform i juni 2012 indebærer en forhøjelse af lønsumsafgiften for den finansielle sektor for at finansiere afskaffelsen af "iværksætterskatten". Regeringens indgåede aftale om en vækstplan i april 2013 indebærer en yderligere forhøjelse af lønsumsafgiften for den finansielle sektor for at modsvare den lavere selskabsskattebetaling under ét.

Nyt referencerentesystem

Der er etableret en alternativ referencerente pr. 1. januar 2013 og indført offentligt tilsyn med relevante danske referencerenter. Finanstilsynet har endvidere fået mulighed for at indhente materiale tilbage i tid.

Boks 13.4 Model for risikobaseret indbetaling til Indskydergarantifonden

En teoretisk præcis og velfunderet metode til at beregne indbetalinger til Indskydergarantifonden på kunne være en optionsmodel, hvor sandsynligheden for, at instituttet kommer under solvensgraden benyttes som mål for indbetaling. Dette kræver dog markedspriser og kan derved ikke direkte benyttes af ikke-børsnoterede institutter. En anden metode må derfor benyttes i det danske tilfælde.

Finanstilsynet har via tilsynsdiamanten udpeget variable, der kan give forhøjet risiko i et pengeinstitut. Disse kunne være centrale variable i en risikobaseret indbetaling til Indskydergarantifonden. Tilsynsdiamanten indeholder dog ikke pejlemærke for kapitalniveauet i et institut. Kapitalniveauet har – teoretisk og empirisk – vist sig at være vigtigt for konkursrisikoen i et pengeinstitut. Kapitalniveauet benyttes ligeledes i den amerikanske model til beregning af risikobaserede indbetalinger til Indskydergarantifonden.

En risikobaseret indbetaling til Indskydergarantifonden kunne derfor baseres på de fem elementer i tilsynsdiamanten og kapitaloverdækningen (kapitaloverdækning i forhold til det individuelle solvensbehov, da det empirisk har vist sig, at det er kapitaloverdækningen, der som mål for "kapital" bedst beskriver institutter, der er gået konkurs, jf. kapitel 11). En yderligere fordel ved denne model er, at der kommer øget fokus på tilsynsdiamanten, og at modellen derved også baseres på Finanstilsynets skøn for, hvilke variable der definerer "risikabel" pengeinstitutvirksomhed.

Modellen kan ikke baseres på selve grænserne i tilsynsdiamanten som kriterier for indbetaling, da det vil betyde, at et pengeinstitut vil have incitament til at lægge sig lige under grænserne, og der derved ikke kommer indbetalinger, selvom der er risiko.

En model kunne derfor i stedet tage udgangspunkt i en rangordning af institutterne i de forskellige kategorier (20 pct. mest risikabel, 20 pct. næstmest.....) og opkræver indbetaling herefter:

Rang- ordning	Likviditets- over- dækning	Ejendoms- eksponering	Udlåns- vækst	Store enga- gementer	Fund- ing- ratio	Solvens- overdækning
Mest risi- kabel						
Næstmest risikabel						
Mellem						
Næstlavest Risiko						
Lavest risi- ko						

Det bemærkes, at solvensoverdækning foreslås målt i forhold til det individuelle solvensbehov, dvs. uden SIFI-tillæg til SIFI'er. Dette virker rimeligt, givet at SIFI'erne netop har mere kapital og derved mindre fallitsandsynlighed alt andet lige.

Eksempel:

I det følgende gives et konkret eksempel på anvendelse af modellen.

Et Institut A har en likviditetsoverdækning, der hører til blandt de 20 pct. mindste, en udlånsvækst blandt de 20 pct. højeste, og en solvensoverdækning blandt de 20 pct. højeste. Dette institut vil blive rubriceret som følger (der belyses som eksempel disse 3 kategorier – instituttet har selvfølgelig også en funding ratio osv.):

Rang-ordning	Likviditets-over-dækning	Ejendoms-eksponering	Udlåns-vækst	Store enga-gementer	Fund-ing ratio	Solvens-overdækning
Mest risi-kabel	Institut A		Institut A			
Næstmest risikabel						
Mellem						
Næstlavest Risiko						
Lavest risi-ko						Institut A

Indbetalingen vil være i basispunkter af de dækkede indskud, hvor "mest risikabel" koster flere basispunkter end næstmest, der igen koster mere end "mellem", og den laveste pris er så i den "laveste risikoklasse". I eksemplet optræder Institut A 2 gange i den "mest risikable" kategori, men én gang i den mindst risikable (og selvfølgelig også i de 3 andre kategorier, der for overskuelighedens skyld ikke er medtaget i eksemplet). Dette giver en samlet indbetaling i basispunkter af instituttets dækkede indskud.

I forbindelse med gennemførelsen skal niveauet for mængden af midler, der skal opspares i Indskydergarantifonden, fastlægges, ligesom satserne (antal basispunkter) vil skulle kalibreres, så der mest hensigtsmæssigt opnås det ønskede niveau af dækkede indskud indenfor en given årrække.

Se også Økonomiministeriet (1994) for teoretiske betragtninger omkring indskydergarantiordninger.

13.5 Samfundsøkonomiske omkostninger ved finansielle kriser

De reguleringstiltag, der er gennemført og er ved at blive gennemført siden udbruddet af den finansielle krise, har til sigte at gøre den finansielle sektor mere robust og herved mindske sandsynligheden for systemiske finansielle kriser, samt begrænse omfanget heraf skulle de opstå. Reguleringen skal derfor ikke mindst ses i lyset af, at den finansielle krise har haft betydelige samfundsøkonomiske omkostninger.

Atkinson, Luttrell & Rosenblum (2013) har lavet en større kortlægning af omkostningerne ved den finansielle krise i USA. Sådanne udregninger er omgivet af betydelig usikkerhed, men forskernes konservative skøn er, at omkostningerne ved den seneste finansielle krise for USA kan opgøres til mindst 6.000 mia. USD, eller 40 pct. af amerikansk BNP i 2007, og kan være så høje som 14.000 mia. USD, hvilket svarer til 90 pct. af BNP i 2007. Derudover bemærker forfatterne, at krisen har medført højere arbejdsløshed, som ofte har personlige ikke-direkte-målbare økonomiske omkostninger, såsom et højere stressniveau, dårligere fysiske tilstand som følge af arbejdsløshed og et fald i antallet af skilsmisser under den finansielle krise.⁵ Derudover er formuen faldet i USA efter krisen. Tages alle disse forhold med konkluderer Atkinson et al. (2013) "*This more comprehensive evaluation of factors suggests that what the U.S. gave up as a result of the crisis is likely greater than the value of one year's output.*"

Reinhart & Rogoff (2009) har med historiske briller analyseret de økonomiske konsekvenser af finansielle kriser. De finder, at arbejdsløsheden stiger med 7 procentpoint

⁵ Fald i skilsmisser kan naturligvis være en positiv begivenhed, men når det falder sammen med stigningen i antallet af ufrivilligt arbejdsløse, som det gjorde under den finansielle krise, rejser det hypotesen, om faldet mere skyldes negative økonomiske årsager end positive familiemæssige årsager.

efter finansielle kriser, BNP falder fra top til bund med 9 pct. i gennemsnit og den reale offentlige gæld er i gennemsnit vokset med 86 pct. fra før til efter krisen.

Rangvid (2010) benytter i store træk samme metode som Atkinson et al. (2013) til at estimere de bredere samfundsøkonomiske omkostninger for Danmark som følge af den seneste finansielle krise. Rangvid (2010) understreger, at udregningerne er usikre, men at det samtidigt virker plausibelt, at den samfundsøkonomiske omkostning ved finanskrisen kan opgøres til flere hundrede mia. kr. Abildgren et al. (2011) benytter en anderledes og lidt mere avanceret metode (i forhold metoden brugt i Rangvid, 2010 og Atkinson, Luttrell & Rosenblum, 2013) til at belyse de samfundsøkonomiske konsekvenser af finansielle kriser i Danmark i historisk perspektiv. De finder i lighed med Rangvid (2010), at den seneste finansielle krise har været omkostningsfuld for dansk økonomi. Baseret på observationer for 2009-11, samt forecast for den økonomiske udvikling i årene 2011-13, estimerer Abildgren et al. (2011), at det reale BNP i hvert af årene 2009-13 i gennemsnit ligger 2,25-2,5 pct. under det niveau, som det ville have været på i fravær af en kriseramt dansk finansiell sektor. Det giver et samlet akkumuleret produktionstab over de fem år på omkring 12 pct. af BNP. Det svarer til omkring 200 mia. kroner.

På trods af de usikkerheder, der er forbundet med præcise opgørelser af omkostninger ved finansielle kriser, står det entydigt tilbage, at finansielle kriser generelt bliver fulgt af dybe økonomiske recessioner, og derved betydelige samfundsøkonomiske omkostninger. Eventuelle omkostninger forbundet med reguleringsmæssige tiltag, der gør den finansielle sektor mere robust, skal således ikke mindst vurderes i lyset heraf. Samtidig bør det dog erindres, at en del af faldet i dansk BNP efter krisen også skal ses i lyset af den økonomiske overophedning inden krisen, jf. kapitel 5. De samfundsøkonomiske effekter fra den finansielle krise bør således også ses i lyset af andre forhold end finansiell regulering, herunder andre forhold der bidrog til overophedningen i årene inden krisen.

13.6 Erfaringer fra krisen 1987-93

I det følgende sammenlignes krisen i Danmark i 1987-93 med den seneste krise på baggrund af bl.a. Abildgren og Thomsen (2011). De ydre omstændigheder ved krisen i Danmark i perioden 1987-93 var på mange måder anderledes end under den seneste krise, mens årsagerne til at et stort antal pengeinstitutter blev nødlidende i meget høj grad svarer til udviklingen under den seneste krise.

Forud for begge kriser var der overophedning af økonomien og stærkt stigende ejendomspriser. Under begge kriser har høj udlånsvækst, store engagementer og ejendomsseksponeringer formentlig været de væsentligste direkte årsager til at pengeinstitutter er blevet nødlidende. Desuden har direktionens vækstambitioner, en svag bestyrelse og en svag revision formentlig haft væsentlig betydning i begge kriser.

Den seneste krise adskiller sig fra den foregående ved at have international karakter, at pengeinstitutterne i høj grad finansierede udlån på de internationale penge- og kapitalmarkeder, at kapitalkravene til institutterne og deres stødpuder generelt var mindre, og at staten bl.a. som følge af de nævnte forhold i høj grad var nødsaget til at

gennemføre en række foranstaltninger i form af generelle ordninger til fordel for den finansielle sektor. I forhold til den forrige krise var de danske pengeinstitutter betragtet under ét i en skrøbeligere tilstand under den seneste krise end den forrige krise, hvor institutterne bl.a. var bedre polstrede. Den seneste krise adskilte sig desuden fra den foregående ved, at den i væsentlig grad udsprang fra den finansielle sektor, at den fik systemisk karakter og at den efterfølgende har medført en lang række justeringer af lovgivningen på det finansielle område.

Fra et dansk makroøkonomisk perspektiv havde den seneste krise et langt stærkere samfundsøkonomisk udgangspunkt end den foregående krise målt på betalingsbalance, udlandsgæld, offentlig gæld og arbejdsmarkedet. Endelig bidrog finanspolitikken i Danmark før den seneste krise til overophedningen, mens finanspolitikken under den foregående krise bidrog til at begrænse overudnyttelsen af produktionsressourcerne.

Nogle af de væsentligste ligheder mellem krisen i 1987-93 og den seneste krise er de konkrete forhold, som bidrog til, at en række pengeinstitutter kom i vanskeligheder. Baggrunden for, at pengeinstitutterne blev nødlidende i den foregående krise, er nærmere beskrevet i Økonomiministeriet (1994 og 1995). På grundlag af regnskabsdata og en spørgeskemaundersøgelse blandt de medarbejdere i Finanstilsynet, som havde det mest indgående kendskab til de ophørte institutter, blev der identificeret en række forhold, som bidrog til de mange ophør af danske pengeinstitutter.

Af gennemgangen af institutregnskaberne fremgår det bl.a.:

- "Selvom det ikke er muligt at udpege nogle simple indikatorer for, om et institut vil få overlevelseshesproblemer, er der nogle forhold, der er hyppigt forekommende i de ophørte institutter. De institutter, der ophørte under højkonjunkturen i midten af 1980'erne, var karakteriseret ved en meget stærk udlånsvækst over et kort forløb inden krisen, hvilket kunne tyde på, at udlånsekspansionen til dels skete på bekostning af kreditkvaliteten i udlånene."
- "De ophørte institutter, der ikke var blandt de 25 pct. af institutterne med højest udlån i forhold til kernekapitalen, var enten institutter, der ophørte som følge af helt specielle forhold, eller pengeinstitutter, der havde koncentreret virksomheden i lokalområdet, og blev ramt af en nedgang i de lokale konjunkturer."
- "De store ophørte institutter var koncentreret om de samme brancher som hele gruppe 2-3. Koncentrationen var dog langt mere markant og med større vægt på ejendomsrelaterede engagementer. Af de samlede erhvervsudlån var 25-30 pct. ejendomsrelaterede, og institutterne havde hver omkring knap 8 pct. af de samlede ejendomsrelaterede udlån i gruppe 2-3 i 1991, men kun omkring 4,5 pct. af de samlede udlån og garantier. Disse institutter viste sig derfor at have en væsentlig risikoeksponering som følge af det kraftige fald i priserne på fast ejendom."⁶
- "For hovedparten af de ophørte institutter udgjorde udlånene en stor andel af kernekapitalen, og institutterne var således følsomme overfor udsving i konjunkturerne."
- "Stærk udlånsvækst, høj andel af udlån i forhold til kernekapitalen, lav kapitaldækning, lav og faldende kapitalforrentning og en stærk koncentration af engagementer på enkeltbrancher eller enkelte kunder, kan således være tegn på en uheldig udvik-

⁶ Branchefordelt udlån, tab og hensættelser blev først indberettet fra institutterne fra 1991.

ling. Nogle institutter kan imidlertid også overleve ved sådanne karakteristika, ligesom institutter med en fornuftig udvikling i disse nøgletal kan vise sig ikke at være levedygtige.”

Spørgeskemaundersøgelsen vedrørende baggrunden for institutternes ophør var bygget op om 20 hypoteser for baggrunden for at et pengeinstitut blev nødlidende. For hvert af de 38 analyserede institutter kunne de interviewede angive deres vurdering af et forholds betydning for et instituts ophør. På den baggrund blev det bl.a. konkluderet:

- ”En væsentlige del af forklaringen på instituttophør er angiveligt den daglige ledelses adfærd. Urealistisk vurdering af kreditrisiciene, manglende styring af store kunder, manglende overblik samt manglende interesse for kontrol af kreditrisici anføres at være de væsentligste enkeltårsager. Der er samtidig en nær sammenhæng mellem disse. Direktionens ”vækstfiksering” i sammenhæng med instituttets volumensyge bidrager ligeledes væsentligt til at forklare hændelsesforløbene.”
- ”Det vurderes videre, at en ”svag” bestyrelse har været en væsentlig medvirkende årsag i knap 2/3 af de undersøgte tilfælde. Betegnelsen ”svag” er tvetydig, idet der både kan være tale om svaghed i faglig/uddannelsesmæssig henseende og i manglende gennemslagskraft i ledelsen af instituttet. Imidlertid vil det sidste meget ofte være en følge af førstnævnte.”
- ”En ”svag” valgt revision (dvs. med ringe gennemslagskraft overfor direktion og bestyrelse) vurderes ligeledes at have stor betydning som forklarende årsag.”
- ”Af generelle årsager tillægges den størrelsesmæssige koncentration af engagementer størst betydning. Den branchemæssige koncentration af engagementerne og fejlvurdering af konjunkturudviklingen spiller tillige en betydelig rolle. Tabellen viser ikke overraskende en pæn samvariation mellem branchemæssig og størrelsesmæssig koncentration af engagementer og direktionens manglende styring af store kunder.”

På baggrund af både regnskabsgennemgangen og spørgeskemaundersøgelsen blev det videre bl.a. konkluderet:

- ”Vanskeligheden ved at finde nogle klare fællestræk i de ophørte institutters regnskabsudvikling peger på, at regnskaber ikke har givet et tilstrækkeligt retvisende billede. Gennemgangen af regnskaber og spørgeskemaundersøgelsen understreger således betydningen af, at ledelsen sikrer, at aktiverne løbende vurderes, og at værdiansættelsen af aktiverne er realistisk og forsigtig. Alle de ophørte pengeinstitutter havde blanke revisionspåtegninger i det sidste årsregnskab.”
- ”Tilsynet lægger vægt på at kontrollere aktivernes værdiansættelse med mellemrum, blandt andet i forbindelse med inspektioner på stedet i de enkelte institutter. Resultaterne fra undersøgelsen understreger således også betydningen af, at Tilsynet fortsat benytter tilsynsmetoder, der i størst mulig omfang bidrager til at kontrollere værdiansættelsen. Det må dog være pengeinstitutternes ledelse, der har den endelige forpligtigelse til at sikre, at regnskaberne er retvisende.”

Nogle af de væsentligste erfaringer fra den foregående krise var således, at høj udlånsvækst, store engagementer og ejendomseksponeringer gjorde institutterne sårbare. Det konkluderes også at urealistisk vurdering og manglende styring af kreditrisici spillede en væsentlig rolle, og at direktionens ”vækstfiksering” bidrog til at forklare

hændelsesforløbene. Endelig peges der i relation til corporate governance på, at en svag bestyrelse og en svag revision har haft stor betydning for forløbet.

Erfaringer fra dengang angående årsagerne til, at flere institutter blev nødlidende er i meget høj grad sammenfaldende med erfaringerne fra den seneste krise. Det rejser spørgsmålet, hvorfor de samme forhold gjorde sig gældende igen mindre end 15 år efter den foregående krises afslutning. Fokus efter den forrige krise var imidlertid i højere grad på at udvikle og kvalitetssikre modeller for redning af pengeinstitutter kombineret med en tro på, at kreditinstitutterne havde lært af krisen og indlejret erfaringerne herved. På denne måde blev det ikke forebygget, at den seneste krise havde flere af de samme årsager som den tidligere krise.

AFSNIT V: FORBRUGERFORHOLD

14. Privatkundebeskyttelse

I årene op til finanskrisen var der en betydelig stigning i udbuddet af komplekse investeringsprodukter. Det stigende udbud blev i høj grad matchet af efterspørgsel fra almindelige husholdninger, der ikke nødvendigvis havde forudsætningerne for at forstå disse produkter, herunder, hvilke risici de påtog sig. Nogle aktører havde i årene frem mod krisen større fokus på de mulige gevinster ved produkterne end mod de risici, som de potentielt højere gevinster afspejlede. Det har bidraget til at øge privatkunders eksponering mod relativt komplekse finansielle produkter, men det har imidlertid ikke været årsag til krisen.

Husholdninger og almindelige forbrugere begyndte således at spekulere i investeringsprodukter. I kombination med lave renter og fremgangen i realøkonomien var optimismen, og heraf større risikoappetit, medvirkende til generelt stigende aktivpriser – lige fra aktier og andre finansielle aktiver til boliginvesteringer med køb af ekstra bolig i forventning om at kunne få del i opturen. F.eks. steg aktiekurserne med godt 200 pct. fra det lokale minimum i marts 2003 til toppen i oktober 2007. Fremgangen i aktivpriserne var medvirkende til at skabe en formuefremgang, som virkede stimulerende på den økonomiske aktivitet igennem højere forbrugskvoter.

Fokus i kapitlet er på investeringsrådgivning i overensstemmelse med uddybningen af punkt 4 i Kommissoriet for udvalgets arbejde, jf. bilag B. Herved forstås personlige anbefalinger til en person i dennes egenskab af investor om transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter.¹

Kapitlet går ikke ind i en diskussion af regler i forbindelse med privatkunders optagelse af lån. Dette ikke mindst da det i lyset af den relativt dybe økonomiske krise har været begrænset, hvad der har været direkte tab på privatkunder i penge- og realkreditinstitutter, jf. kapitel 10. Omvendt behandler kapitlet lånefinansierede investeringer i værdipairer

Det er vanskeligt at dokumentere den samfundsøkonomiske effekt af den mangelfulde rådgivning alene af den grund, at de samlede tab, der efter krisen er opstået på komplekse investeringsprodukter, udgør en forholdsvis lille andel af det samlede nationalprodukt, eller for den sags skyld af den samlede værdi af andre former for opsparing såsom aktier og ejerbolig.

¹ Dette rådgivningsbegreb følger investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 2, stk. 4-5. Rådgivningsbegrebet ligger tættere på det traditionelle (juridiske) rådgivningsbegreb end det videregående rådgivningsbegreb, der er anvendt i god skik bekendtgørelsens § 7, stk. 1, som tillige omfatter accessoriske vejlednings- og oplysningspligter ved afsætning i stil med den almindelige oplysnings- og vejledningspligt, der også uden for den finansielle sektor gælder ved afsætning af varer og tjenesteydelser, uden at sælgeren/tjenesteyderen af den grund anses for "rådgiver", se Andersen & Møgelvang-Hansen (1997), Andersen & Faurdal (2013) samt Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013).

Finansiell innovation er i udgangspunktet en fordel for samfundsøkonomien, fordi det bl.a. kan være med til at sikre bedre match mellem opsparing og investering. En omkostning ved finansiell innovation kan imidlertid være, at det kan give anledning til, at allerede eksisterende problemer med asymmetrisk information mellem udbyder og kunde bliver endnu større end på finansielle markeder, der udelukkende udbyder simple, let gennemskuelige produkter. Problemet er, at de potentielle interessekonflikter mellem udbyder og privatkunde kan blive større ved komplekse produkter til ulempe for de private kunder. Det stiller øgede krav til oplysning og rådgivning af privatkunder.

I dette kapitel belyses det, om dårlig rådgivning har forstærket finanskrisens konsekvenser for kunder, som ikke har haft forudsætningerne for at vurdere de risici, der har været knyttet til investeringsprodukterne. Fokus i dette kapitel er således på sager, hvor der har været ydet rådgivning, og hvor denne muligvis har været utilstrækkelig. Hvis investeringer er foretaget på egen hånd uden nogen form for rådgivning, eller hvis risikoen ved at indgå en transaktion er fuldt ud erkendt, så er det langt mindre relevant at diskutere, om rådgivningen har været tilstrækkelig god, idet der dog efter omstændighederne kan være en pligt til at fraråde transaktionen. I forbindelse med behandlingen i kapitlet inddrages andre aspekter ved investeringer, f.eks. risikomærkning, erstatningsregler mv.

Antallet af sager hos Pengeinstitutankenævnet nåede det højeste niveau nogensinde i 2009 og 2010. Det afspejler, at privatkunder eller kunder i privatkundelignende forhold i en række sager har lidt væsentlige tab, og sagerne vedrører ofte utilstrækkelig rådgivning. De tab, som privatkunder har lidt i den type sager, har ofte haft store økonomiske konsekvenser for den enkelte, men det samlede tab i disse sager er langt mindre end det samlede tab på f.eks. de børsnoterede aktier og ejerboliger i årene umiddelbart efter finanskrisens udbrud.

Afsnit 14.1 beskriver overordnet den rådgivning, som finder sted i pengeinstitutterne. Afsnit 14.2 beskriver nogle overordnede tendenser for privatkunders investeringer i finansielle produkter. Afsnit 14.3 gennemgår nogle af de nye produkter, som er blevet udbudt, og en række væsentlige sager, hvor kunderne har klaget over rådgivningen. Afsnit 14.4 beskriver rådgiverens rolle og den potentielle interessekonflikt, mens afsnit 14.5 kort beskriver den relevante lovgivning, tilsynspraksis og de væsentligste tiltag, som er gennemført siden finanskrisens udbrud for at sikre bedre kundebeskyttelse. I afsnit 14.6 diskuteres, om de gennemførte tiltag er tilstrækkelige.

Boks 14.1 Sammenfatning

1. Privatkunders anvendelse af finansielle produkter, som gav mulighed for et højere afkast end traditionelle obligationer, steg i årene op mod krisen. Produkterne omfattede eksempelvis strukturerede produkter og lånefinansiering af investeringer – evt. ved den generelle tendens til at belåne boligens friværdi og/eller landmænds optagelse af lån i schweizerfranc. Investeringerne medførte også i mange tilfælde en stor eksponering mod pengeinstitutternes egne aktier eller garantbeviser.
2. Da krisen brød ud, led mange privatkunder betydelige tab, og antallet af klager, som blev behandlet i Pengeinstitutankenævnet, steg i 2009 og 2010 til de højeste niveauer nogensinde. Selvom visse privatkunder har lidt betydelige tab i disse sager, så har den generelle boligprisudvikling og den generelle aktiekursudvikling samlet set haft langt større betydning.
3. I en del sager er det blevet konkluderet, at rådgivningen har været utilstrækkelig. I nogle tilfælde er der i rådgivningssituationen lagt større vægt på de potentielle gevinster frem for risiciene. Andelen af sager, hvor kunder har fået medhold i Pengeinstitutankenævnet er steget. Der er en del sager, hvor nævnet har set på samme investeringsprodukt, og hvor pengeinstituttet ikke har fulgt afgørelserne i disse sager.
4. Finansielle supermarkeder i Danmark var ikke årsag til finanskrisen.
5. Et bredt produktudbud og økonomiske incitamenter til at foretage salg kan have bidraget til udbredelsen af produkter, som ikke passede til kundernes risikoprofil og situation.
6. I det hele taget kan en rådgivers direkte økonomiske interesse i at foretage salg, samt i nogle tilfælde utilstrækkelig rådgivning og en uigennemsigtig prisstruktur for rådgivningen, gøre det vanskeligt for forbrugeren at opnå retvisende rådgivning.
7. Som følge af erfaringerne fra krisen – og for at etablere et regelgrundlag, som bidrager til, at tilliden bliver genskabt – er reglerne til beskyttelse af privatkunder blevet skærpet på flere områder. Der er krav om risikomærkning af produkter og skærpede krav til den rådgivning, som skal ydes til privatkunder. Herudover er der nu forbud mod lån til køb af egne aktier/garantbeviser og mod etablering af progressive aktionær- og garantfordele ligesom der er fastsat øgede kompetencekrav til investeringsrådgiverne.
8. Finanstilsynets initiativ til at sikre, at finansielle produkter har kvalitet og værdi for kunden, udtrykker et bredere fokus i forhold til de foregående års fokus på primært information og gennemsigtighed.

14.1 Overordnet beskrivelse af rådgivning i pengeinstitutter

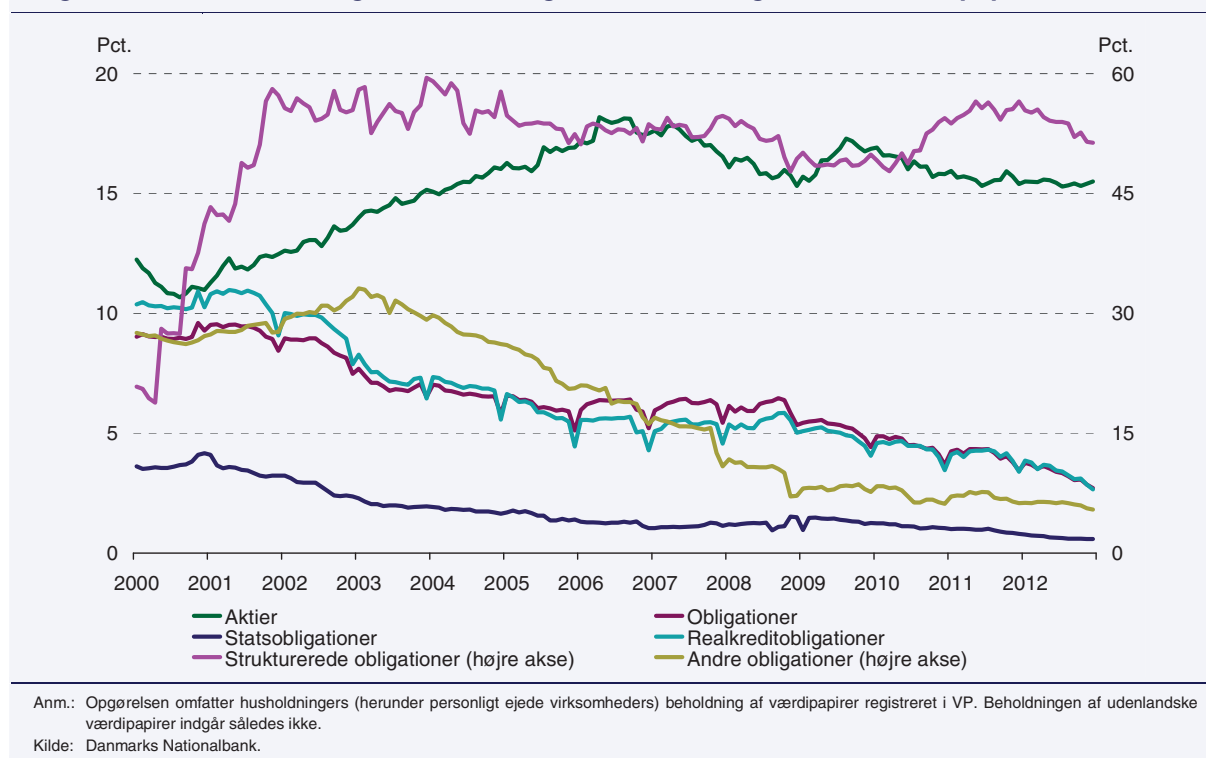
Den typiske privatkunde efterspørger over et livsforløb en række finansielle produkter. Privatkunders indgang til disse produkter vil typisk gå gennem et pengeinstitut. Pengeinstitutterne udbyder selv en række af produkterne som f.eks. udlån og opsparring. Men herudover fungerer pengeinstitutterne som formidlere af produkter fra andre finansielle virksomheder, som f.eks. realkreditlån, forsikringer og investeringsfor- eninger.

På grund af pengeinstitutternes rolle som privatkundernes primære økonomiske sparringspartner stilles der særlige krav i lovgivningen til den rådgivning, der ydes i pengeinstitutterne, af hensyn til beskyttelsen af privatkunder.

Et grundlæggende kendetegn ved kravene til pengeinstitutternes rådgivning er, at rådgivningen er baseret på "kend-din-kunde"-princippet, hvor der tages udgangspunkt i kundens erfaringer med finansielle produkter, kundens økonomi, låneformålet og kundens risikovillighed.

Derudover stilles der krav om, at rådgivningen skal tilgodese kundens interesser og give kunden et godt grundlag for at træffe beslutninger. Rådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørende. Det gælder uanset, om rådgivningen drejer sig om opsparring, investeringsprodukter eller lån. Tidligere var der tradition for, at investeringer i komplekse investeringsprodukter alene blev tilbudt en mindre del af kundekredsen i pengeinstitutter, såsom *private banking* kunder. Et karakteristisk træk ved udviklingen i årene inden krisen var, at komplicerede investeringsprodukter samt pengeinstitutternes egne aktier i højere grad blev tilbudt andre bredere segmenter af kundegrupper.

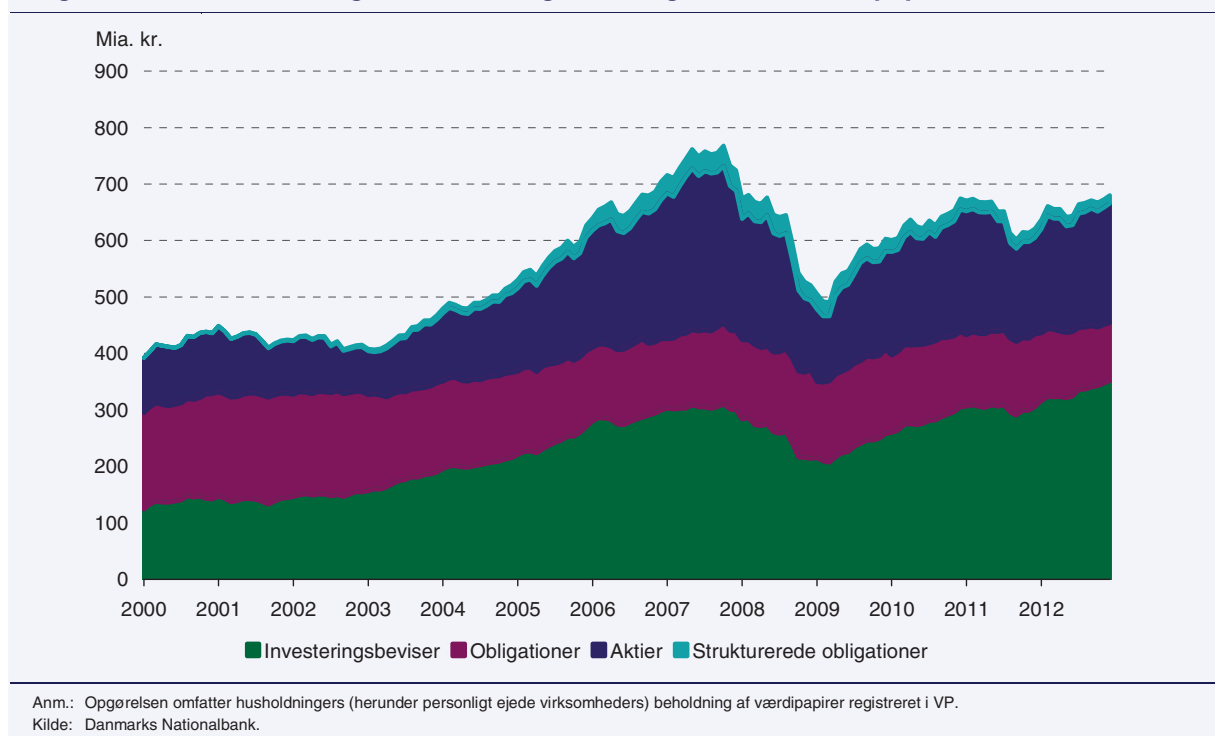
Figur 14.1 Husholdningers beholdningsandel af VP-registrerede værdipapirer



14.2 Privatkunders anvendelse af finansielle produkter

I årene op til finanskrisen steg husholdningernes andel af aktier registreret i VP fra 11 pct. til 18 pct., mens andelen af obligationer generelt faldt, jf. figur 14.1. Målt på markedsværdien steg husholdningernes beholdning af aktier ligeledes betydeligt, mens beholdningen af obligationer faldt, jf. figur 14.2. Husholdningernes beholdning af strukturerede obligationer² steg ligeledes væsentligt frem til 2007, og udgjorde medio 2007 ca. 50 mia. kr. af husholdningernes samlede beholdning af værdipapirer registreret i VP på ca. 750 mia. kr. I perioden ultimo juli 2007 til ultimo marts 2009 var de opgjorte kursreguleringer på husholdningernes aktier ca. -184 mia. kr. på aktier og ca. -86 mia. kr. på investeringsforeninger. Over samme periode var kursreguleringerne på obligationer og strukturerede obligationer langt mindre, og samlet set positive.

² En struktureret obligation (også kaldet garantiobligation eller indekseret obligation) er et sammensat finansielt instrument, bestående af en traditionel obligation og en option, hvis afkast afhænger af udviklingen i et eller flere underliggende aktivtyper, såsom aktier, renter, valuta mv. Obligationselementet i strukturerede obligationer er oftest en nul kuponobligation, og udstedere garanterer typisk tilbagebetaling af minimum 100 pct. af hovedstolen ved udløb, jf. Nationalbankens kvartalsoversigt, 1. kvartal 2011.

Figur 14.2 Husholdningers beholdning af VP-registrerede værdipapirer

Husholdningernes øgede eksponering mod aktiver med en afkastprofil med større potentiel gevinst og højere tabsrisiko end traditionelle obligationer synes at afspejle en generel øget interesse for brug af finansielle produkter. Der var således i årene op til krisen en stigende efterspørgsel fra visse almindelige kunder efter produkter med mulighed for høje afkast, herunder også aktier og visse typer af investeringsforeninger.

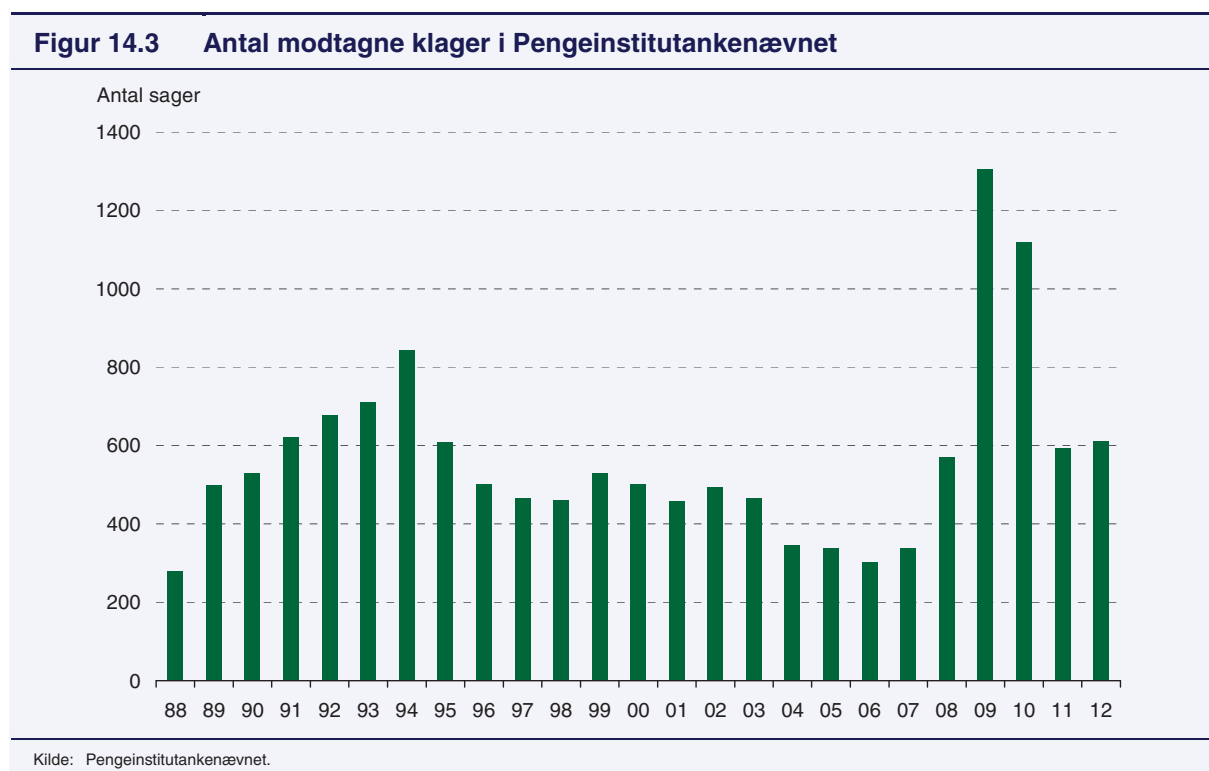
Den øgede anvendelse af finansielle produkter har været hjulpet på vej af flere forhold. Den generelle økonomiske udvikling fra 2003 til 2007 medførte stigende aktiekurser og i særdeleshed stigende boligpriser. Aktivprisstigninger (herunder stigninger i boligformuen, jf. kapitel 6) har øget visse husholdningers økonomiske råderum og kan have bidraget til en opfattelse af, at det eneste fornuftige var at investere i bl.a. finansielle aktiver for at få del i værdistigningen (f.eks. gennem belåning af friværdien af boligen). Der var i perioden stor optimisme og i nogle tilfælde en næsten euforisk stemning i forhold til værdistigningerne og mulighederne for at få del i disse.

Samtidig blev produktpaletten af investeringsprodukter i pengeinstitutterne udvidet betydeligt. Udviklingen betød, at nye og (i nogle tilfælde meget) komplicerede produkter, eksempelvis garantiprodukter og aktieindekserede obligationer i stigende grad blev solgt til privatkunder. Pengeinstitutterne begyndte samtidig at tilbyde kunderne at handle direkte med værdipapirer – f.eks. gennem netbank – hvorved investering i eksempelvis aktier blev gjort nemt tilgængelig for den store del af befolkningen, som havde fået internetforbindelse. Herudover har visse pengeinstitutter gjort deres kunder opmærksomme på mulighederne for eksempelvis at investere friværdien i boligen, optage lån i schweizerfranc til en lav rente eller muligheden for at opnå en særlig attraktiv afkastmulighed ved investering i specifikke finansielle instrumenter – herunder også pengeinstituttets egne aktier.

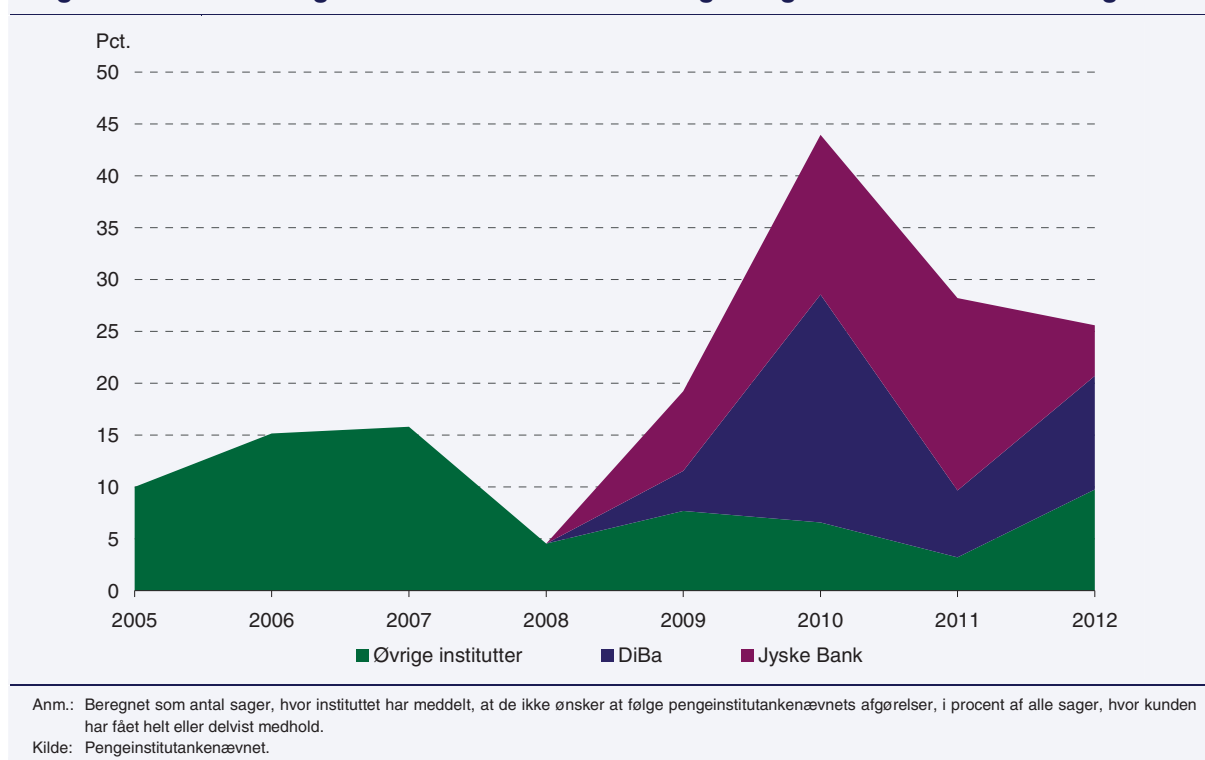
Den forholdsvis korte, men positive, erfaring fra brugen af de forskellige finansielle instrumenter i den brede befolkning har formentlig bekræftet den enkelte i, at det i høj grad handlede om at bruge de nye muligheder aktivt, og at rådgivningen i pengeinstitutterne netop gav mulighed for det.

Endvidere bidrog det lave renteniveau formentlig til, at der blev efterspurgt aktiver med større afkast. Det gjorde det lettere for pengeinstitutterne at sælge nye finansielle produkter med et større potentielt afkast. Finanskrisen viste tydeligt, at der normalt er sammenhæng mellem risici og afkast på finansielle aktiver. Mange private investorer led tab, og de værst ramte etablerede i processen en betydelig gæld som følge af lånefinansierede investeringer. En stor del af de kunder, som eksempelvis har lånefinansieret køb af bankens aktier, optaget lån i schweizerfranc eller købt strukturerede finansielle produkter, har formentlig ikke forstået og forholdt sig til de risici, som det indebar.

Mange kunder klagede til Pengeinstitutankenævnet over den rådgivning om bl.a. værdipapirhandel, som de havde modtaget af pengeinstitutter. Antallet af sager har ikke været set højere nogensinde, jf. figur 14.3.



Selv om Pengeinstitutankenævnet har givet en kunde helt eller delvist medhold i en klage over et pengeinstitut, er det ikke alle institutter, der følger nævnets afgørelse, jf. figur 14.4. Det skal her bemærkes, at institutterne ikke er forpligtet til at følge afgørelserne.

Figur 14.4 Andel sager hvor institutter ikke har fulgt Pengeinstitutankenævnets afgørelse

Den andel af pengeinstitutterne, der ikke har fulgt Pengeinstitutankenævnets afgørelser, er steget ganske betragtelig under finanskrisen. Nogle få udbyderes produkter (DiBas salg af ScandiNotes og Kalvebodobligationer og Jyske Banks Jyske Invest Hedge Markedsneutral obligationer) udgør en stor del af de samlede sager, og de samlede økonomiske konsekvenser for institutterne har formentlig medvirket til, at de ikke har fulgt Pengeinstitutankenævnets afgørelser.

Ankenævnet har ingen sanktionsmuligheder over for pengeinstitutterne. Kunder, som har fået medhold, men ingen kompensation fra instituttet, må derfor i givet fald anlægge en civilretlig sag mod det relevante pengeinstitut, eventuelt med bistand fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen. I 2010 blev der indført en ordning, hvorefter Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen skal refundere kunden de omkostninger, som kunden måtte have haft i den forbindelse. Muligheden for refundering er forholdsvis ny, hvorfor der ikke er tilstrækkelige erfaringer hermed til, at der kan evalueres på ordningen på nuværende tidspunkt.

14.3 Produktbuddet og problemsager fra finanskrisen

Brugen af finansielle produkter har påført private kunder tab og ført til en række klager over den rådgivning, som kunderne har modtaget i relation til produktet. De produkter, som en del kunder i pengeinstitutter fik adgang til i årene op til krisen, såvel som en række konkrete sager på området, er beskrevet i de følgende afsnit. De konkrete sager er udvalgt på grundlag af deres økonomiske omfang og/eller deres mere principielle betydning.

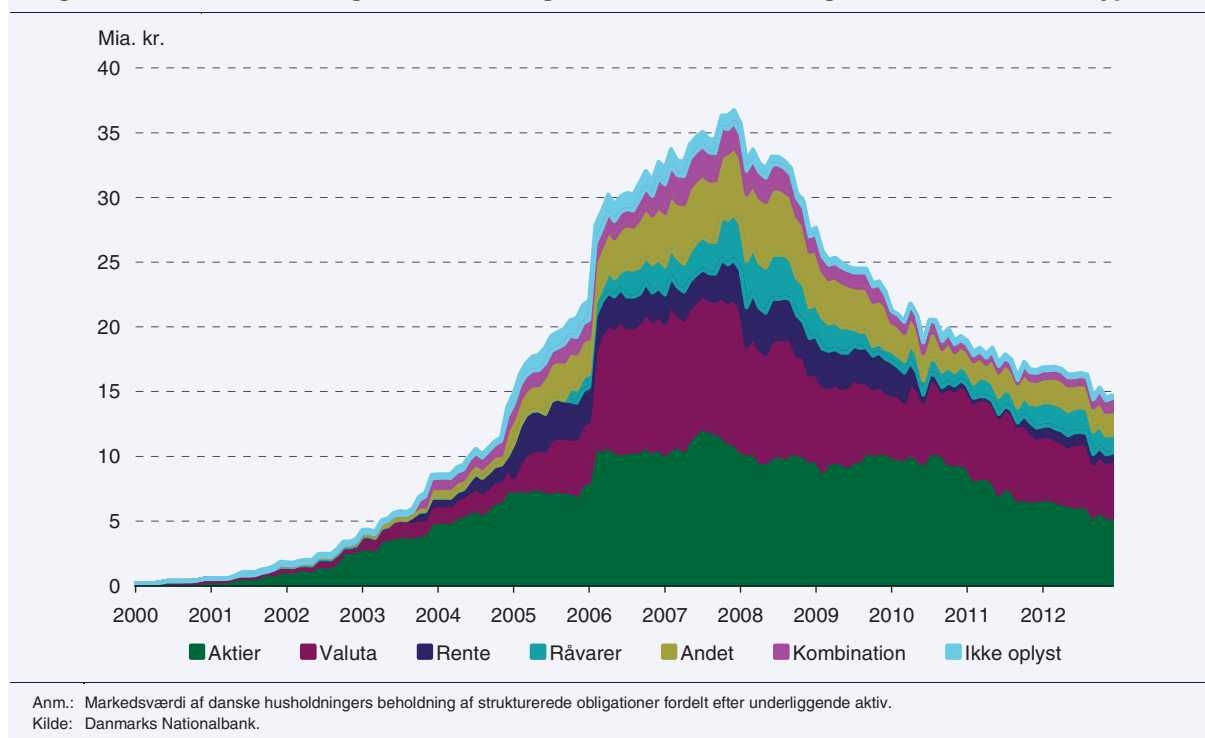
14.3.1 Strukturerede investeringsprodukter

I årene op til finanskrisen begyndte finansielle aktører at sammensætte investeringsprodukter, som på papiret skulle være forbundet med lav risiko, og som samtidig gav mulighed for et potentielt stort afkast. Produkterne var ofte komplicerede, og privatkunder havde ofte svært ved at gennemskue, hvilke risici de egentligt havde påtaget sig.

De nye investeringsprodukter omfattede bl.a. strukturerede obligationer, også kaldet garantiobligationer, som f.eks. kan kombinere et obligationselement og et options-element. Obligationsdelen sikrer, at hovedstolen bliver tilbagebetalt ved udløb, mens optionen kan give et væsentligt afkast under de rette forudsætninger. På denne måde er risikoen ved investeringen begrænset, da obligationen lover tilbagebetaling af hovedstolen ved udløb. Tilbagebetaling af obligationen er dog betinget af, at udbyder af obligationen er solvent på tidspunktet for tilbagebetalingen, og derved rent faktisk kan betale obligationen tilbage. Optionen kan være knyttet til udviklingen i valutakurser, aktiekurser, renter, råvarer eller andre forhold, som der kan tegnes en option på. Værdien af optionen kan også være knyttet til en kombination af forskellige forhold. Oftest er sammensætningen af optionen baseret på f.eks. råvarer, valuta eller indeks, som afspejler en forventning til en særlig udvikling på dele af det finansielle marked.

Efter 2003 har husholdningerne holdt ca. halvdelen af de udstedte strukturerede obligationer, jf. figur 14.2. Husholdningernes samlede beholdning af strukturerede obligationer udgjorde i 2007 ca. 35 mia. kr. jf. figur 14.5.

Figur 14.5 Husholdningers beholdning af strukturerede obligationer fordelt efter type



Selvom de relative tab på strukturerede obligationer var af mindre betydning i sammenligning med andre strukturerede produkter og i særdeleshed i forhold til aktier og investeringsforeninger, har de strukturerede obligationers kompleksitet dog været

medvirkende til eksempelvis sagen om PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013, jf. afsnit 14.2.2.

14.3.2 PLUS Råvarer (Super) 2013

I 2006 blev der udbudt to strukturerede obligationer PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013 til offentligheden. Investeringsidéen bag disse to strukturerede obligationer var, at investorerne ved obligationernes udløb i 2013 havde krav på udbetaling af hovedstolen og et eventuelt optionsafkast. Investorernes krav var sikret via en pantsat AAA-rated CDO-sikkerhedsobligation, en råvareswap og en afkast-konto.

Det centrale i de strukturerede obligationer var CDO-sikkerhedsobligationen³, som havde sikkerhed i en række gældsforpligtelser. Selvom CDO'en var AAA-rated, havde de enkelte underliggende gældsforpligtelser ikke nødvendigvis en tilsvarende kvalitet. Den høje rating var i så fald baseret på en opdeling af betalingsstrømmene fra de underliggende lån, så der var andre investorer (med lavere ratede CDO'er), som først bærer evt. tab, hvis betalingsforpligtelserne på de underliggende lån ikke bliver opfyldt.

Den CDO-sikkerhedsobligation, som indgik i PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013, havde sikkerhed i lån til finansielle – og industrielle virksomheder fra hele verden samt enkelte statsobligationer fra Mexico og Ungarn.

I foråret 2009 var der i pressen forlydender om, at investorer, der havde investeret i de omtalte strukturerede obligationer, kunne risikere at tabe de investerede penge, fordi de underliggende lån i CDO'en blev misligholdt.

Finanstilsynet vurderede, at CDO-sikkerhedsobligationens egenskab og kompleksitet betød, at informationsniveauet i faktaarkene ikke var fyldestgørende, og at faktaarkene ikke gav et afbalanceret billede af obligationerne. Finanstilsynet gav på det grundlag BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S en påtale.⁴

Pengeinstitutankenævnet har behandlet ti sager, hvor privatkunder har klaget over deres pengeinstitut og investeringen i en eller begge af obligationerne. Pengeinstitutankenævnet har afvist seks af sagerne med henvisning til, at sagerne er fundet uegnede til behandling i ankenævnet pga. bevisførelse. I en enkelt sag fik klager ikke medhold, mens de tre øvrige sager endte med, at pengeinstituttet skulle dække klagers eventuelle tab ved indfrielse under kurs 100 ved udløb.

Den 21. juni 2013 er det meddelt i to børsmeddelelser, at der er sket ordinær indfrielse af PLUS Råvarer 2013 og PLUS Råvarer Super 2013. Det fremgår af børsmeddelelserne, at obligationsserierne har givet et positivt afkast siden start på henholdsvis 29,44 pct. og 30,83 pct. Det er oplyst, at den ordinære indfrielse vil ske den 24. juni 2013.

³ CDO står for *collateralized debt obligations*, hvilket på dansk betyder *gældsforpligtelser stillet til sikkerhed* og er ofte baseret på en underliggende portefølje af værdipapirer (CBO – *Collateralized Bond Obligation*).

⁴ Finanstilsynets afgørelse om overtrædelse af lov om finansiell virksomhed § 43 – markedsføring af strukturerede obligationer – BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S Fondsmæglerselskabet påklagede efterfølgende Finanstilsynets påtale til Erhvervsankenævnet. Erhvervsankenævnet afsagde kendelse den 16. februar 2011, og tiltrådte tilsynets påtale med den begrundelse som Finanstilsynet havde anført ved påtalen.

PLUS Råvarer 2013 vil blive indfriet til kurs: 135,91. Den oprindelige salgskurs var 105,00. Indfrielseskursen er fastsat ud fra Sikkerhedsobligationen, som er udløbet i kurs 100, samt optionens udløbskurs på 33,33. Optionens udløbskurs er fastsat ud fra antallet af brudte triggerniveauer, hvoraf der er konstateret to. Herudover udgøres udløbskursen af de kontantindskud, som løbende er foretaget for at forbedre optionen svarende til ca. 2,6 kurspoint. Det skal bemærkes, at ovennævnte beløb og indfrielseskurs er angivet under forudsætning af obligationsejernes repræsentants godkendelse.

PLUS Råvarer Super 2013 vil blive indfriet til kurs: 143,91. Den oprindelige salgskurs var 110,00. Indfrielseskursen er fastsat ud fra Sikkerhedsobligationen, som er udløbet i kurs 100, samt optionens udløbskurs på 41,66. Optionens udløbskurs er fastsat ud fra antallet af brudte triggerniveauer, hvoraf der er konstateret to. Herudover udgøres udløbskursen af de kontantindskud, som løbende er foretaget for at forbedre optionen svarende til ca. 2,2 kurspoint. Det skal bemærkes, at ovennævnte beløb og indfrielseskurs er angivet under forudsætning af obligationsejernes repræsentants godkendelse.

På baggrund af ovenstående oplysninger kan der ikke konstateres et tab på obligationsserierne, hvis de er holdt indtil ordinær indfrielse. Investorer som har solgt obligationerne i den mellemliggende periode kan dog have realiseret et tab.

14.3.3 Investering i ScandiNotes

ScandiNotes blev udbudt til offentligheden ad fem gange i perioden 2003-07 og var navngivet ScandiNotes I-V.

Formålet med ScandiNotes var at skaffe en række regionale pengeinstitutter supplerende lånekapital. De regionale pengeinstitutter var primært placeret i Danmark og omfattede blandt andet Roskilde Bank, Fionia Bank og Amagerbanken. ScandiNotes var udstedt på baggrund af en CLO⁵ baseret på supplerende lånekapital.

Hver ScandiNotes-serie bestod af en række underliggende obligationsserier. Ved udstedelsen af ScandiNotes III var der tre udstedelsesserier. ScandiNotes III var konstrueret på en sådan måde, at den kunne tage højde for forskellige investorønsker. Opdelingen gav den enkelte investor en bedre mulighed for at investere i den afkast-/risikoprofil, som den pågældende ønskede.

Obligationsserierne afspejlede en opdeling i trancher, hvor de forskellige trancher dækkede opståede tab i en bestemt rækkefølge. For ScandiNotes III blev trancherne kaldet Senior, Mezzanine og Junior. Konsekvensen af denne opdeling var, at såfremt de pengeinstitutter, der stod bag ScandiNotes, skulle komme i økonomiske vanskeligheder, ville et tab først blive dækket af juniortranchen, herefter af mezzaninetranchen og sidst af seniortranchen. Dette betød, at der var større risiko forbundet med investering i juniortranchen end ved seniortranchen.

⁵ CLO står for *collateralized loan obligations*, hvilket er en underkategori af den oven for beskrevne CDO.

Værdien af de forskellige underliggende obligationsserier i ScandiNotes II-V faldt i takt med, at en række danske pengeinstitutter blev afviklet og derfor ikke havde mulighed for at honorere deres forpligtelser fuldt ud.

Desuden viste det sig, at mange private investorer havde investeret i ScandiNotes. En række af investorerne klagede over rådgivningen vedrørende investeringer i ScandiNotes, som blev behandlet af Pengeinstitutankenævnet.

En gennemgang af sagerne viste, at kunderne fik medhold, hvis investeringerne ikke var i overensstemmelse med den enkelte kundes risikoprofil, således som den var fastlagt af pengeinstituttet. I en del af sagerne var kundens risikoprofil fastlagt til at være "lav" og i visse tilfælde "mellem". Alligevel var der foretaget investeringer i juniortranchen og mezzaninetranchen, og i de tilfælde, hvor investeringen heri udgjorde en betydelig andel af kundens samlede investering, fik kunden medhold, jf. en gennemgang af sagerne i Voetmann m.fl. (2011). I de gennemgåede sager fik privatkunden fuldt medhold i ca. 70 pct. af sagerne. I de tilfælde, hvor privatkunden fik medhold, blev det indklagede pengeinstitut typisk pålagt at tilbagekøbe obligationerne under nærmere angivne vilkår.

En privatkunde anlagde sag mod DiBa Bank, fordi kunden mente, at Diba Bank havde handlet uden for rammerne af de tre formueplejeaftaler, som DiBa Bank havde indgået med kunden. Forbrugerombudsmanden indtrådte i sagen som støtte for kunden. Højesteret afsagde dom den 17. oktober 2012 og gav både DiBa Bank og kunden delvist medhold. Diba Bank fik medhold i, at det var i orden at købe ScandiNotes- og Kalvebodobligationer til kundens FormuePleje-depot, uanset at kundens risikoprofil var lav. Kunden fik medhold i, at DiBa Bank havde investeret for stor en andel af depotværdien i de pågældende obligationer uden, at dette blev konkretiseret nærmere.

I modsætning til afgørelserne fra Pengeinstitutankenævnet og Østre Landsret afgjorde Højesteret, at DiBa Bank ikke skulle tilbagekøbe alle ScandiNotes- og Kalvebodobligationer, men kun de obligationer, der overskred den andel, der blev anset for rimelig i forhold til rammerne af de tre formueplejeaftaler.

Den 24. juni 2013 har Forbrugerombudsmanden og Diba Bank offentliggjort, at parterne er blevet enige om en forligsmæssig løsning for de kunder, der har eller har haft formueplejeaftaler med banken med lav eller moderat lav risiko, og som har tabt penge på, at deres midler har været investeret i ScandiNotes- og Kalvebodobligationer. Forliget indebærer, at de berørte kunder får tilbudt en compensation, der dækker 80 pct. af deres tab. Forhandlingerne om den udenretlige løsning er sket sideløbende med behandlingen af de 22 retssager, som Forbrugerombudsmanden har anlagt mod DiBa Bank på vegne af en række kunder. Kunderne havde alle fået medhold i Pengeinstitutankenævnet i, at Diba Bank havde investeret for mange af deres midler i ScandiNotes og Kalvebodobligationer i forhold til den risikoprofil, som de havde aftalt, og at DiBa Bank derfor havde handlet i strid med formueplejeaftalerne. Kunder med højere risiko end moderat lav risiko vil derimod ikke blive tilbudt compensation af DiBa Bank.

14.3.4 Jyske Invest Hedge Markedsneutral-Obligationer

I sensommeren 2007 markedsførte Jyske Invest et produkt ved navn *Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer*.

Produktets investeringsformål var at kombinere investeringer i rentebærende instrumenter og til dels valutapositioner på en måde, så der skabtes et positivt afkast. Investeringsstrategien var at købe obligationer, som vurderedes at blive handlet til en markedskurs, der er under den reelle værdi og sælge obligationer, som vurderedes at handles til en markedskurs over den reelle værdi.

Som led i markedsføringen blev der udsendt en salgsbrochure med indbygget tegningsprospekt og vedtægter for foreningen. Salgsbrochuren blev sendt til ca. 35.000 eksisterende Jyske Bank-kunder, som banken vurderede kunne have en interesse i at investere i produktet. Oplysningerne i brochuren tegnede et meget positivt billede af produktet, mens risiciene ikke var særlig fremhævet.

I efteråret 2007 købte en række kunder andele i Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer. I efteråret 2008 faldt kursen på investeringsbeviserne fra kurs 102 til kurs ca. 20. Det medførte en lang række klager til Pengeinstitutankenævnet med krav om erstatning for mangelfuld rådgivning i forbindelse med investeringen i Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer.

Finanstilsynet gik efterfølgende ind i sagen, og den 8. juli 2009 påtalte tilsynet over for Jyske Invest, at der var handlet i strid med redelig forretningsskik og god praksis i lov om investeringsforeninger, specialforeninger mv. Tilsynet fandt, at salgsbrochuren om Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer ikke indeholdt en afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og de risici, der var forbundet med investeringen.

Den 24. november 2009 fandt Finanstilsynet, at Jyske Bank ikke havde levet op til sin forpligtelse i god skik bekendtgørelsen til at orientere om de risici, der var relevante for kunderne. Tilsynet påtalte over for Jyske Bank, at denne ikke havde taget skridt til at rette op på, at salgsbrochuren ikke udgjorde en afbalanceret beskrivelse af produktets egenskaber og de forbundne risici.

Voetmann m.fl. (2011) har gennemgået en række af sagerne vedrørende Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer. I sagerne henvises der til Finanstilsynets to påtaler af tilsidesættelsen af de offentligretlige regler. Ankenævnet fandt, at det måtte påhvile Jyske Bank at godtgøre, at kunderne havde fået den nødvendige information om produktet og de forbundne risici ved rådgivningen. Gennemgangen viste, at Jyske Bank ikke kunne dokumentere at have ydet rådgivning udover den information, som fulgte med brochuren.

I 51 pct. af sagerne fik kunderne fuldt medhold i Pengeinstitutankenævnet.

Den 21. december 2010 udsendte Forbrugerombudsmanden en pressemeddelelse, hvor Forbrugerombudsmanden oplyste, at Jyske Bank var stævnet på baggrund af ni afgjorte sager fra Pengeinstitutankenævnet. Sagerne var udvalgt med henblik på at få alle relevante problemstillinger belyst, således at dommene kunne være til gavn

for andre kunder i lignende situationer.⁶ Den 10. september 2012 offentliggjorde Forbrugerombudsmanden, at Jyske Bank tilbød at betale en kompensation på 80 pct. af kurstabet til nogle nærmere angivne kunder på nogle nærmere angivne betingelser.⁷

I begyndelsen af november 2012 offentliggjorde Forbrugerombudsmanden, at hans orientering til de otte investorer, som han repræsenterede, havde klarlagt, at ikke alle investorerne på daværende tidspunkt ønskede at tilslutte sig Jyske Banks betingede tilbud. Enkelte af disse investorer udtrykte bekymring over, at deres personlige holdning kunne blive afgørende for, om øvrige investorer kunne opnå kompensation i henhold til aftalen. Forbrugerombudsmanden og Jyske Bank indgik derfor en aftale, hvor Jyske Bank forpligtede sig til ikke at lade spørgsmålet om, hvorvidt enkeltpersoner accepterede tilbuddet, stå i vejen for en gennemførelse af den øvrige del af aftalen af 10. september 2012.⁸

Der er i alt solgt andele for ca. 1 mia. kr. fordelt på ca. 10.000 personer eller virksomheder. Tegningskursen i tegningsperiode var på 102 kr. pr. stk., men den 31. oktober 2008 var kursen faldet til ca. 20. Den er dog steget til kurs ca. 28 den 31. marts 2013. De fleste af de 1.100 medlemmer af Foreningen af investorer i Jyske Invest Hedge Markedneutral – Obligationer har investeret mellem 100.000 og 750.000 kr.

Jyske Bank har stævnet Finanstilsynet for tilsynets påtale i 2009 af, at Jyske bank ikke overholdt reglerne om god skik i forbindelse med salg af Jyske Invest Markedsneutrale Obligationer. Sagen er ikke afsluttet.

14.3.5 Salg af egne aktier og garantbeviser

I takt med, at finanssektoren som helhed oplevede store kursstigninger, begyndte nogle pengeinstitutter at anbefale investering i det lokale pengeinstitut, hvor formålet skulle være at få del i de forventede fortsatte kursstigninger. I eksempelvis bankTrelleborg og Roskilde Bank investerede kunderne i de respektive pengeinstitutter op til ganske kort tid før, at de to pengeinstitutter kollapsede. Som eksempel på offensiv markedsføring af egne aktier fra Roskilde Bank, se bilag I.

Der er i flere tilfælde blevet stillet spørgsmålstejn ved pengeinstitutternes varetagelse af dobbeltrollen som rådgiver og sælger. Flere privatkunder, som har tabt penge ved en række pengeinstitutters konkurser, har givet udtryk for, at de blev lokket og presset af bankrådgiverne til at investere i det lokale pengeinstitut.

Finanstilsynet udarbejdede i 2009 nogle rapporter om pengeinstitutternes markedsføring, rådgivning og salg af egne aktier og garantbeviser.⁹ Finanstilsynet konkluderede blandt andet, at der havde været en tradition for lokalforankring, hvor kunderne støttede op om deres lokale pengeinstitut. Pengeinstitutter havde i den forbindelse blandt andet indført aktionær- og garantfordelsprogrammer for at belønne deres kunder og

⁶ Pressemeldelse fra Forbrugerombudsmanden – Forbrugerombudsmanden har stævnet Jyske Bank og advarer bankens kunder.

⁷ Pressemeldelse fra Forbrugerombudsmanden – Jyske Bank tilbyder kompensation i JIHMO-sagerne.

⁸ Pressemeldelse fra Forbrugerombudsmanden – Hindring for gennemførelse af JIHMO-aftale fjernet.

⁹ Finanstilsynets rapport om salg af egne aktier (2009) og rapport om sparekassers salg af garantbeviser (2009).

sikre deres loyalitet, og investeringshensyn havde ikke altid været den altovervejende begrundelse for investering i pengeinstitutternes aktier og garantbeviser.

Ved en gennemgang af markedsføringsmaterialet konstaterede Finanstilsynet, at der var stor forskel på den markedsføring, som de enkelte pengeinstitutter havde anvendt. Et generelt træk ved sparekassernes markedsføring var, at disse fremhævede den fordelagtige rente, som kunden kunne opnå ved at tegne garantkapital, mens materialet næsten ikke indeholdt information om den risiko, man påtog sig som garant.

Rådgivningen, som havde fundet sted ved salg af sparekassers garantbeviser, havde haft det samme ensidige fokus på fordele som markedsføringsmaterialet. Sparekasserne havde generelt oplyst om, at garantbeviser var ansvarlig kapital, som ikke var dækket af Indskydergarantifonden, men kunderne havde ofte ikke fået at vide, at konsekvensen heraf var, at kunden kunne miste sine penge, hvis sparekassen gik konkurs. Der blev endvidere ofte kun rådgivet ved første tegning af garantbeviser.

Roskilde Bank

I en periode med store kursstigninger opfordrede Roskilde Bank sine kunder til at investere i bankens aktier. Roskilde Bank ydede i den forbindelse lån til køb af bankens aktier, jf. afsnit 14.2.6. Af de 12 sager, som Pengeinstitutankenævnet har behandlet, fik ingen af kunderne medhold i deres klage. Voetmann m.fl. (2011) har gennemgået sagerne, og gennemgangen viste, at kunderne ikke fik medhold, fordi de ikke var uvidende om den risiko, der er forbundet med aktiehandel, og at denne risiko forøges, når investeringen var lånefinansieret, og der i øvrigt ikke skete risikospredning. Pengeinstitutankenævnet lagde til grund, at banken havde informeret tilstrækkeligt om de med investeringen forbundne risici, og salget blev desuden vurderet til ikke at være i strid med risikoprofiler, der var blevet fastlagt for kunderne. Pengeinstitutankenævnet fandt det kritisabelt, at banken havde anbefalet kunderne at købe aktier i banken, dog uden at dette i sig selv var tilstrækkeligt til at pålægge banken et ansvar.¹⁰

Roskilde Bank foretog i 2007 en udvidelse af aktiekapitalen på 10 pct. og solgte i perioden 12. marts til 4. april aktier med et samlet provenu på 342 mio. kr.

Løkken Sparekasse

Finanstilsynet foretog i marts 2009 en undersøgelse af Løkken Sparekasses praksis i forbindelse med salg og markedsføring af garantbeviser over for sparekassens kunder.

Det fremgår af undersøgelsesrapporten, at det havde været almindelig praksis i sparekassen, at kunderne var blevet oplyst om risikoen ved investering i garantkapital, samt at garantkapital var ansvarligt indskud, som ikke var dækket af Indskydergarantifonden eller statsgarantiordningen. Løkken Sparekasse oplyste dog, at der ikke

¹⁰ Voetmann m.fl. fremhæver imidlertid, at stort set alle sagerne er afgjort med dissens, hvor mindretallet ville pålægge banken et ansvar under henvisning til, at banken varetog egne interesser ved at opfordre til køb af aktier i banken.

havde været særlig fokus på denne risiko i rådgivningen, idet man indtil for kort tid siden anså det for at være en hypotetisk risiko.

Løkken Sparekasse var derfor et af de pengeinstitutter, hvor Finanstilsynet har konstateret, at der har været en opfattelse af, at risikoen for konkurs var minimal eller hypotetisk og hvor denne opfattelse har haft indflydelse på indholdet og kvaliteten af rådgivningen.

Foreningen Garantløkken anlagde sag mod Løkken Sparekasse ved retten i Hjørring, som i 2011 gav sagsøger medhold. Foreningen Garantløkken har efterfølgende stævnet FS Finans for få dækket de krav, som foreningens medlemmer har mod Løkken Sparekasse. Sagen er ikke endelig afgjort.

Sideløbende med Foreningen Garantløkkens gruppesøgsmål har Pengeinstitutankenævnet afgjort 116 klager over Sparekassen Løkken vedrørende garantikapital i perioden fra 2009 til 2011. Pengeinstitutankenævnet har givet klager medhold i 15 sager. Disse sager har generelt været kendetegnet ved, at mindreåriges midler er blevet placeret i garantikapital. Pengeinstitutankenævnet har i alt afvist behandlingen af klager i 61 afgørelser pga. behov for parts- eller vidneforklaring, som ikke kan føres i Ankenævnet.

En stor del af sagerne har vedrørt mangelfuld rådgivning. Stort set alle disse sager har været afgjort med dissens, med Pengeinstitutankenævnets forbrugerrepræsentanter i undertal. De har ofte villet give klagerne medhold, da det måtte være Sparekassen Løkken, som måtte bære risikoen for bevisusikkerheden.

Af Finanstilsynets undersøgelsesrapport af 25. marts 2009 fremgår det, at Løkken Sparekasse havde en samlet garantikapital på ca. 173 mio. kr., fordelt på 5.621 garantanter. Hver garant kunne maksimalt indskyde 250.000 kr.

14.3.6 Lånefinansieret investering

I kølvandet på finanskrisen har Pengeinstitutankenævnet behandlet en række sager, hvor privatkunder har gjort et erstatningskrav gældende mod deres pengeinstitut på baggrund af lånefinansiering af værdipapirer.

Rationalet bag den lånefinansierede investering var forventningen om at opnå et højere afkast på investeringen end renteudgiften på lånet. Dermed ville det være muligt at opnå et investeringsafkast, selvom man ikke i udgangspunktet havde midler at investere for. Ulempen var, at investeringen kunne give tab og at lånet derefter skulle tilbagebetales.

En række pengeinstitutter ydede lån til finansiering af køb af egne aktier og garantbeviser, jf. beskrivelsen af salg af egne aktier i afsnit 14.3.5. I Finanstilsynets *Rapport om salg af egne aktier* fra 2009 blev det konstateret, at ca. 25 pct. af de undersøgte pengeinstitutter aktivt tilbød lån til finansiering af aktiekøb. Samtlige pengeinstitutter oplyste desuden, at man ydede lån til finansiering af egne aktier eller garantbeviser, hvis kunderne efterspurgte det. Et af de undersøgte pengeinstitutter anførte dog, at man i praksis stort set aldrig ydede sådanne lån.

Det var Finanstilsynets erfaring, at pengeinstitutter, der tilbød lån til salg af deres egne aktier, kun bevilligede et lån, hvis kunden kunne bære et eventuelt tab. Finanstilsynets inspektion viste tillige, at pengeinstitutter, som havde ydet lån til finansiering af køb af egne aktier til kunder, havde ydet relativt beskedne lån. Det var derfor klart undtagelsen, at privatkunder havde optaget store lån til køb af egne aktier mv.

Aktiv Boliginvest

Et af de mere kendte eksempler på gearede lånefinansieret investering var Aktiv Boliginvest, hvor investeringskonceptet var at tage lån i boligen og investere provenuet i f.eks. investeringsforeningen BankInvest Højrentelande. Deltagelse i dette og lignende investeringskoncepter har i flere tilfælde medført store tab for privatkunder.

Pengeinstitutankenævnet har i en række sager taget stilling til Roskilde Banks rådgivning i forbindelse med Aktiv Boliginvest. Roskilde Bank havde udarbejdet både et støtteark og et faktaark til henholdsvis deres medarbejdere og kunder i forbindelse med salget/rådgivningen af investeringskonceptet Aktiv Boliginvest. Heraf fremgik det, at friværdis i fast ejendom kunne sammenlignes med det at have penge i banken, der ventede på at blive hævet. Roskilde Bank anførte i den forbindelse, at problemet med friværdis var, at ejeren ikke fik renter af friværdien, hvis der ikke blev gjort noget aktivt. Investeringsforeningen sørgede for, at friværdien ynglede ved, at kunden optog lån i den faste ejendom og investerede lånebeløbet i BankInvest Højrentelande. Det blev desuden anført, at med et realkreditlån med fast rente, ville risikoen være begrænset, men gevinstmulighederne ville dermed også være mindre.

Den 14. oktober 2009 afsagde Pengeinstitutankenævnet kendelse i fire sager vedrørende Roskilde Banks rådgivning af kunder i forbindelse med investeringskonceptet Aktiv Boliginvest. I alle fire kendelser fik kunderne medhold i deres klage, og det blev gjort gældende, at Roskilde Bank havde handlet ansvarspådragende ved rådgivningen af kunderne. Roskilde Bank skulle derfor betale kunderne erstatning. Den 4. november 2009 udsendte Roskilde Bank en pressemeddelelse, hvoraf det fremgik, at i de tilfælde, hvor andre sager utvivlsomt lignede de fire afgjorte sager, ville Roskilde Bank følge de allerede afsagte kendelser fra Pengeinstitutankenævnet.

Investering på baggrund af valutakredit med stop-loss aftale

Investering på baggrund af valutakredit med stop-loss aftale har også været behandlet af Pengeinstitutankenævnet.

Sagerne angik typisk aftaler, hvor kunden havde optaget en investeringskredit i banken mod samtidig at indskyde 25 pct. af kredittens hovedstol. Kunden havde typisk et investeringsbeløb på 1.000.000 kr., hvoraf kreditten var på 800.000 kr., og de resterende 200.000 kr. var indskud af kundens frie midler.

Det samlede beløb blev efterfølgende investeret og værdipapirerne blev pantsat til banken til sikkerhed for kreditten. Banken havde desuden betinget sig, at der var en vis procentvis overdækning for kreditten. Værdien af depotet skulle derfor altid udgøre en vis procentdel af det foretagne træk på kreditten.

Investeringsaftalen indeholdt en stop-loss aftale, hvor banken havde ret, men ikke pligt til at sælge værdipapirerne i depotet med henblik på at sikre sit tilgodehavende. Nogle af aftalerne indeholdte også mekanismer, hvorefter banken ville give kunden besked, hvis nærmere fastsatte grænser for dækningen blev overskredet.

Pengeinstitutankenævnet har givet kunden medhold i en sag og afvist at give kunden medhold i syv sager. Voetmann m.fl. (2011) fremhæver, at kunderne havde opfattet stop-loss aftalen som en garanti for, at tabet ikke kunne overstige de fastsatte grænser. Pengeinstitutankenævnet gav dog ikke kunderne medhold i, at rådgivningen havde været utilstrækkelig. Vilkårene for stop-loss aftalen fremgik klart af de underskrevne aftaledokumenter, hvorfor kunderne var klart informeret om, at det var en ret, men ikke en pligt for banken at sælge papirerne ved manglende overdækning.

14.3.7 Valutalån

Pengeinstitutankenævnet har fra 1. januar 2009 til 31. december 2011 behandlet ti klager over pengeinstitutter i relation til valutalån. En del af klagerne vedrører valutalån til finansiering af fast ejendom eller finansiering af kassekreditter og det primære formål med valutalånene var ikke investering, som beskrevet oven for i afsnit 13.2.6.

Klageemnerne for de ti sager har været forskelligartet. Klagerne har bl.a. vedrørt ret til forlængelse af valutalånet, erstatning ved omlæggelse og mangelfuld rådgivning. Pengeinstitutankenævnet har kun i en enkelt sag givet klager medhold, og det vedrørte indsigelse mod renteforhøjelse uden tilstrækkeligt varsel.

I tre sager vedrørende mangelfuld rådgivning ved optagelse af valutalån, har Pengeinstitutankenævnet anført, at det måtte stå klageren klart, at der ved optagelse af et lån i en anden valuta end danske kroner var en risiko for, at kursen på den anden valuta udviklede sig ugunstigt. Klager måtte selv bære risikoen, da klager måtte indse, at pengeinstitutets rådgivning var baseret på forventninger, som kunne vise sig ikke at holde stik.

14.3.8 Renteswap

I årene efter finanskrisens udbrud har der i pressen været en del omtale af andelsboligforeninger, som har indgået renteswapaftaler, som i visse tilfælde har resulteret i økonomiske udfordringer.

I en rapport har Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter skønnet, men med en vis usikkerhed, at der er knyttet en renteswapaftale til omkring en fjerdedel af de realkreditlån, der er ydet til andelsboligforeninger.¹¹ Renteswap har ligeledes været anvendt i en række danske kommuner.

En renteswap er et avanceret finansielt produkt, og de økonomiske konsekvenser i en aftale kan være svære at gennemskue. En renteswap indebærer, at to parter "bytter" en fast rente for en variabel rente. Det betyder, at markedsværdien af aftalen kan ændre sig betydeligt, afhængig af renteutviklingen. I praksis har det generelle rentefald medført, at værdien af visse andelsboligforeningers restgæld er steget. En ren-

¹¹ Andelsboligforeningers anvendelse af lån med tilknyttede renteswapaftaler, udgivet af Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter, august 2012, s. 7.

teswap er inkonvertibel og kan derfor føre til et kurstab ved indfrielse modsat en traditionel fastforrentet realkreditobligation, der kan indfries til kurs 100. I forhold til en fastforrentet realkreditobligation, "sparer" låntager således konverteringspræmien ved indgåelse af en renteswap, men kan omvendt så netop ikke indfri lånet til kurs 100.

Boks 14.2 Renteswapcase Duegården

I årene 2003-05, hvor den variable rente var lav, omlagde mange andelsboligforeninger deres fastforrentede realkreditlån til et variabelt forrentet lån. Da renterne begyndte at stige i årene 2006-08 blev en del andelsboligforeninger opmærksomme på, at der med en såkaldt renteswapaftale lå en mulighed for at sikre sig mod stigende renter. Det sker ved at bytte (= *swap*) rente med f.eks. en bank som modpart, hvorved andelsboligforeningen reelt får en fast (swap)rente, der er lavere end renten på et traditionelt fastforrentet realkreditlån. Det synes isoleret set at være en god handel for andelsboligforeningen, da det sikrer foreningen en fast ydelse på gælden. Det kraftige rentefald fra primo 2009 indebar dog, at værdien af swappen for låntager (andelsforeningen) blev negativ, og at økonomisk signifikante ændringer i værdien af swappen skal bogføres i andelsforeningens regnskab. Det påvirker andelskronen og dermed værdien af andelsbeviserne. I følge Løchte (2013) har nogle andelsforeninger været eksponeret i renteswaps i en grad, der gør, at de senere års rentefald har medført tab, der har udhulet andelsboligforeningernes formue.

Andelsboligforeningen Duegården blev stiftet i 2007, da beboerne fik mulighed for at købe ejendommen af Magistrenes Pensionskasse. Kort tid efter Duegårdens stiftelse steg renteniveauet, hvilket gav anledning til omlægning af bl.a. det oprindelige fastforrentede realkreditlån til et variabelt forrentet realkreditlån kombineret med en rentetrappe og en aftale om renteswap.

I 2010 konstaterede Duegården, efter en vurderingsrapport, at andelsboligforeningens gæld oversteg dens formue, hvilket skyldtes kombinationen af, at gælden ikke kunne omlægges til kurs pari samt det forhold, at værdien af renteswappen skulle medtages til negativ kursværdi i andelsboligforeningens formue.

Duegården er af den opfattelse, at Nykredit ikke har rådgivet fyldestgørende og givet tilstrækkelige oplysninger om risici i forbindelse med omlægningen af bl.a. realkreditlånet i 2007. Omlægningen mv. har siden ført til en række af sager mellem Duegården og Nykredit ved skifteretten, Pengeinstitutankenævnet (klagesagen er afsluttet) og Realkreditankenævnet (klagesagen er verserende). Senest har Duegården fået afslag fra Procesbevillingsnævnet vedrørende ansøgning om fri proces i forhold til en evt. kommende retssag mod Nykredit.

Siden Duegårdens omlægning af finansieringsbehovet i 2007 er der indført en række regler, som skal sikre, at forbrugere mv. får oplysninger om risici ved forskellige finansielle udlånsprodukter. Eksempelvis skal der gives oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter, jf. bilag J.2. Derudover har Folketinget den 4. juni 2013 vedtaget en række regler, hvilket bl.a. bemyndiger ministeren for by, bolig og landdistrikter til at fastsætte nærmere regler om udlevering af nøgleoplysninger mv. i forbindelse med salg af andelsboliger, som samlet set skal styrke gennemsigtigheden på andelsboligmarkedet.

Praksis fra Realkreditankenævnet

Realkreditankenævnet afsagde i august 2011 den første kendelse i en tvist vedrørende en aftale om renteswap mellem en andelsboligforening og et realkreditinstitut og har siden afsagt yderligere to kendelse.

I to af klagesagerne gav Realkreditankenævnet klageren delvist medhold, men i den sidste sag fik klageren ikke medhold.

I klagesagen, hvor klageren ikke fik medhold, fandt Realkreditankenævnet, at præsentationsmaterialet til andelsboligforeningens bestyrelse og generalforsamling indeholdt en efter datidens forhold fyldestgørende gennemgang af de nævnte finansie-

ringsmuligheder, herunder af en negativ renteswaps mulige indflydelse på andelskronen.

I de to øvrige klagesager havde andelsforeningerne bl.a. nedlagt påstand om, at realkreditinstituttet ikke kunne kræve betaling af rentetillæg til den aftalte faste swaprente. I begge klagesager fandt et flertal af Realkreditankenævnet, at realkreditinstituttet under de givne omstændigheder og som den professionelle part var den nærmeste til at bære risikoen for, at der ikke kunne optages et bestemt lån på et nærmere bestemt tidspunkt uden rentetillæg. I forhold til øvrige klagepunkter i klagesagerne blev realkreditinstituttet frifundet.

Praksis fra Pengeinstitutankenævnet

Pengeinstitutankenævnet har truffet afgørelse i 22 klagesager¹² vedrørende renteswaps. Klageemnerne er primært mangelfuld rådgivning og erstatningsansvar for lidte tab ved anvendelse af renteswaps.

I otte afgørelser gav Pengeinstitutankenævnet klageren fuldt medhold. Ankenævnet har i flere tilfælde begrundet sin afgørelse med, at en renteswapaftale i et ikke-erhvervsforhold er et nyt og komplekst produkt og pengeinstituttet ikke på en tilstrækkelig klar måde har informeret klageren om de økonomiske konsekvenser, som indgåelsen af renteswapaftalen, kombineret med et realkreditlån, kan have.

I ni afgørelser gav Pengeinstitutankenævnet ikke klager medhold. I forhold til afgørelserne vedrørende mangelfuld rådgivning har Ankenævnet oftest anført, at klager i tilstrækkeligt omfang var blevet informeret om fordele og ulemper ved den omhandlede finansiering, og at pengeinstituttet ikke har begået fejl eller forsømmelser i forbindelse med indgåelse af renteswapaftalen.

I de resterende fem afgørelser har Pengeinstitutankenævnet afvist klagerne med henvisning til, at en afgørelse af klagerne vil forudsætte en bevisførelse i form af parts- og vidneforklaring, som ikke kan ske for Ankenævnet, men som i givet fald må finde sted for domstolene.

14.4 Finansielle supermarkeder

Udviklingen i den finansielle sektor har medført, at flere finansielle produkter (f.eks. traditionelle bankydelse, realkreditlån, forsikringer og investeringsprodukter) oftere sælges gennem samme kanal. Det bredere produktudvalg kan både skyldes, at flere aktiviteter er samlet i samme koncernstruktur eller, at der er indgået samarbejdsaftaler mellem udbydere af forskellige produkter. Det er ikke umiddelbart muligt at opgøre udviklingen i fællessalg af finansielle produkter over tid, men det er vurderingen, at der de seneste årtier har været tale om en betydelig vækst. Det øgede fællessalg af finansielle produkter kan måske tydeligst illustreres med udviklingen på realkreditområdet, jf. boks 14.3.

Etableringen af finansielle supermarkeder giver mulighed for samlede kundeløsninger for lån, opsparing, investering, pension, forsikring mv. Det giver instituttet mulig-

¹² En af disse klagesager vedrører fortolkning af en af Ankenævnets tidligere afgørelser i en klagesag vedrørende renteswap.

hed for mersalg og en forholdsmæssig reduktion af omkostningerne ved at udnytte det eksisterende filialnetværk og de eksisterende kompetencer til kreditvurdering og rådgivning. På den anden side forstærker det den allerede eksisterende potentielle interessekonflikt mellem instituttet og rådgiveren, når forskellige finansielle produkter sælges i et finansielt supermarked. Rådgivning om en bred vifte af produkter stiller desuden store krav til rådgiverens kompetencer.

Boks 14.3 Finansielle supermarkeder – udviklingen på realkreditområdet

Da realkreditinstitutter er underlagt begrænsninger på deres udlån i forhold til pantets værdi, er der ofte behov for at supplere realkreditfinansiering af ejendomskøb med eksempelvis lån i et pengeinstitut. I starten af 1990'erne begyndte mange pengeinstitutter i Danmark at tilbyde realkreditlån, hvorved kunderne kunne tilbydes en samlet finansieringsløsning ved køb af fast ejendom.

Flere pengeinstitutter etablerede (evt. sammen med andre pengeinstitutter) et realkreditinstitut og indgik derefter en formidlingsaftale. Danske Bank etablerede på denne måde et realkreditdatterselskab (Danske Kredit Realkreditaktieselskab), som senere blev fusioneret med Realkredit Danmark. På samme måde etablerede Nordea Bank realkreditaktieselskabet Unikredit. Tilsvarende gik en lang række af de små pengeinstitutter sammen om etableringen af Totalkredit i 1990. Tidligere havde kunder som hovedregler fået realkreditlån gennem direkte kontakt til realkreditinstituttet – eventuelt henvist fra en ejendomsmægler. I dag distribueres realkredit i langt højere grad gennem pengeinstitutterne.

Den voksende betydning af pengeinstitutternes distribution ses tydeligt i Totalkredits markedsandel. I 1995, fem år efter etableringen, var Totalkredits ejerbolig/fritidshus markedsandel således steget til knap 7 pct. Denne udvikling fortsatte, og i 2003, hvor Totalkredit blev overtaget af Nykredit, var markedsandelen steget til knap 20 pct.

Det øgede fællessalg vurderes ikke at have været blandt årsagerne til finanskrisen, men den øgede integration kan have betydet, at flere kunder er blevet præsenteret for flere forskellige typer produkter, herunder f.eks. investeringsprodukter. Et bredt udvalg af produkter er i udgangspunktet gavnligt, men uigennemsigthed eller mismatch med kundens situation eller risikoprofil kan have ført til uhensigtsmæssige produktsalg.

14.5 Rådgiverens rolle

Det er ledelsen i de finansielle virksomheder, som er ansvarlige for at sikre, at der ydes god finansiell rådgivning til kunderne. Det medfører, at det som udgangspunkt ikke er den enkelte rådgiver, der kan kritiseres for dårlig rådgivning, da den enkelte rådgiver tager udgangspunkt i retningslinjer fra ledelsen. Varetægelse af både rådgivning og salg kan føre til interessekonflikter mellem en kunde og et pengeinstitut. En problemstilling knytter sig til, at det ofte alene er instituttets eller samarbejdspartners produkter, som kunden præsenteres for. Det er imidlertid naturligt, og som udgangspunkt bør det kunne håndteres ved at sikre, at kunderne er klar over, at der alene rådgives om egne produkter. Interessekonflikten og det potentielle problem skærpes dog, hvis den ekspederende medarbejder pga. bonusordninger har en særlig økonomisk interesse i rådgivningens resultat. Det rejser spørgsmålet om behovet for et evt. forbud mod anvendelse af bonusordninger, som giver den ekspederende medarbejder incitament til at øge salget af bestemte produkter, eller i det mindste krav om oplysning herom. Derudover kan der selv uden bonusordninger være en potentiel in-

teressekonflikt mellem rådgiver og kunde, i og med, at rådgiveren har en naturlig interesse i at fremme virksomhedens interesser i første omgang.

Den teknologiske udvikling har gjort det muligt at benytte sig af selvbetjening via netbank ved f.eks. overførsel af penge, hvilket formentlig har medvirket til, at bankpersonalet i større grad rådgiver og sælger finansielle produkter frem for at håndtere indbetalinger, kontooverførsler og andre traditionelle bankforretninger.

Finanstilsynets *Rapport om salg af egne aktier* fra 2009 behandler bl.a. den potentielle interessekonflikt i, at rådgiverne også varetager en salgsfunktion. Det var en almindelig opfattelse, at de bankansatte kunne stå i en urimelig interessekonflikt ved på den ene side at skulle være loyal over for sin arbejdsgiver og tjene dennes interesser ved at medvirke til øget omsætning gennem salg af finansielle produkter, og ved på den anden side at skulle varetage hensynet til kunden, som skulle have en ordentlig rådgivning, der tjente kunden bedst. Bankrådgiveren blev også ofte opfattet som særligt betroet i forhold til kunden, fordi det finansielle område for mange var, og fortsat er, forholdsvis komplekst. Selvom tilkendegivelserne stammer fra omkring 2009, har de fortsat en vis aktualitet. En nyere undersøgelse omtalt i Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013) viser, at knap tre ud af fem adspurgte bankkunder opfatter "rådgivning" fra deres bankekspedient som "uvildig og oprigtig".

Finansforbundet (2008) har foretaget en undersøgelse af medarbejder/rådgivers rolle og risikoen for, at denne er udsat for et vist salgspres. Af 3.229 adspurgte privatkunderådgivere svarede 28 pct., at de inden for det seneste år havde oplevet mindst én interessekonflikt mellem god rådgivning og salg. Et stort flertal blandt privatkunderådgiverne i undersøgelsen tilkendegav, at de i tilfælde af en interessekonflikt mellem rådgivning og salg rådgav ud fra kundens interesser frem for pengeinstituttets. Kun 5 pct. af rådgiverne oplevede interessekonflikter, hvor de tilsidesatte kundens interesser. Rådgiverne oplevede i gennemsnit 2,6 interessekonflikter om året, svarende til en interessekonflikt på 0,3 procent af det samlede antal rådgivninger.

Undersøgelsen slog også fast, at stort set alle rådgivere arbejdede under en eller anden form for salgscitament. Af de adspurgte rådgivere havde 21 pct. personlige salgsmål, der udløste bonus eller personlige tillæg, 48 pct. fik deres personlige salgresultater offentliggjort på arbejdspladsen, og 78 procent deltog i salgskonkurrencer. Disse forhold bidrog til oplevelsen af et salgspres. Finansforbundets pegede konkret på, at det var de individuelle bonusordninger, der var med til at skabe interessekonflikter.

I Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013) refereres en spørgeskemaundersøgelse foretaget i 2012 omfattende 55 pengeinstitutter, hvoraf 43 svarede. Det fremgår heraf, at knap halvdelen af pengeinstitutterne opgør den enkelte ekspedients salg internt i banken, og at en af fire pengeinstitutter anvender den enkelte ekspedients salgstal som element i vurderingen af lønstigninger og/eller forfremmelser. Endvidere arrangerer knap halvdelen af pengeinstitutterne interne konkurrencer, sammenligninger mv., med præmiering til f.eks. bedst sælgende afdelinger/filialer.

14.6 Beskrivelse af lovgivning og tilsynspraksis

I det følgende beskrives den overordnede udvikling i den forbrugerretlige beskyttelse i årene inden og umiddelbart efter udbruddet af krisen. Udvalgte dele af reguleringen er nærmere beskrevet i bilag I og J.

Den overordnede tilgang til forbrugerreguleringen på det finansielle område har traditionelt været at følge et åbenheds- og gennemsigtighedsspor, dvs. at fokus har været på at sikre kunderne den tilstrækkelige information til at kunne træffe sine beslutninger på et rimeligt oplyst grundlag.

14.6.1 Privatkundebeskyttelsens udvikling frem til 2008

Den første regel om god skik, som var rettet mod pengeinstitutter, kom i 1975. Heraf fremgik det, at pengeinstitutter skulle drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god bank- og sparekassepraksis.

Siden indførelsen af god skik i 1975 har der været en stor udvikling inden for privatkundebeskyttelsen i den finansielle sektor. Særligt i 90'erne og 00'erne skete der en kraftig udvidelse af reguleringen på privatkundebeskyttelsesområdet. I 1994 offentliggjorde Forbrugerombudsmanden retningslinjerne for etik i pengeinstitutternes rådgivning (herefter kaldet retningslinjerne). Disse retningslinjer blev afløst af bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder, investeringsforeninger mv. i 2003 (herefter kaldet god skik bekendtgørelsen). Bekendtgørelse om information til forbrugere om priser mv. i pengeinstitutter (herefter kaldet prisoplysningsbekendtgørelsen) blev introduceret i 2006 for at give privatkunder bedre oplysninger om en række finansielle produkter. I 2007 blev MiFID implementeret ved bekendtgørelse om investorbekendtgørelse ved værdipapirhandel (herefter kaldet investorbekendtgørelsen), hvilket medførte en stærkere privatkundebeskyttelse på investeringsområdet. Denne udvikling er nærmere beskrevet i bilag I.

En del af den eksisterende danske privatkundebeskyttelse har sit udspring fra EU, mens andre dele af privatkundebeskyttelsen har dansk oprindelse. Kendetegnende for de oven for anførte bekendtgørelser og regelsæt er, at de alle har fokus på information, rådgivning og gennemsigtighed. I EU, herunder Danmark, har der ikke været tradition for et egentligt produktforbud. Begrundelsen har været, at et produktforbud risikerer at begrænse produktudbuddet unødigt. Samtidig vil der ofte være risiko for, at produktforbud kan omgås.

Blandt andet på den baggrund er der generelt relativt vide muligheder for at udvikle nye finansielle produkter og tilbyde disse produkter til privatkunder. Produkterne begrænses i visse henseender af lovgivning. Det er dog primært de forskellige oplysningsforpligtelser, som de finansielle virksomheder skal overholde for ikke at pådrage sig et eventuelt erstatningsansvar. De produkter, som blev beskrevet i afsnit 11.2, har været vanskelige at gennemskue for privatkunder. Det har i enkelte sager resulteret i overtrædelser af lovgivningen, men udbud af produkterne som sådan har på intet tidspunkt været forbudt.

I de senere år op til finanskrisen har fokus i stigende omfang været på gennemsigtighed og håndtering af interessekonflikter. Den potentielle interessekonflikt adresseres

af reglerne i god skik bekendtgørelsen, hvorefter pengeinstitutterne har en forpligtelse til at oplyse privatkunderne, hvis pengeinstitutterne eller deres medarbejdere/rådgivere har en særlig interesse i rådgivningen udover den almindelige indtjening. Det samme gælder, hvis medarbejderen/rådgiveren modtager provision eller andet vederlag, og der er en direkte sammenhæng mellem det konkrete salg af produkter og vedkommendes aflønning.

God skik bekendtgørelsen finder dog ikke anvendelse i forbindelse med værdipapirhandel og de interessekonflikter, som kan opstå i disse situationer. I disse tilfælde finder investorbeskyttelsesbekendtgørelsen anvendelse. Ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 7 må en værdipapirhandler kun give eller modtage præmiering i forbindelse med værdipapirhandel, hvis det sker med henblik på at øge kvaliteten af tjenesten, ikke berører værdipapirhandlerens forpligtelse til at handle i privatkundernes interesse og privatkunden bliver orienteret herom.

14.6.2 Reglernes anvendelsesområde

God skik-bekendtgørelsens bestemmelser gælder generelt for private kundeforhold og erhvervsmæssige forhold, såfremt de ikke adskiller sig væsentligt fra et privat kundeforhold. Bestemmelsernes anvendelsesområde svarer til den afgrænsning, som de finansielle ankenævn foretager i beslutningen om, hvorvidt de kan behandle en klagesag. Når det skal vurderes, om et kundeforhold er omfattet af bekendtgørelsens bestemmelser, kan ankenævnenes praksis derfor tillægges betydning. Ankenævnets beslutning træffes på grundlag af en konkret vurdering af to kriterier. Det første kriterium for behandling af erhvervsmæssige sager er klagetemaet, herunder at produktet også rettes mod privatkunder. Det andet kriterium er vurdering af klagerens behov for den beskyttelse, som den lettere klageadgang giver, herunder virksomhedens art og størrelse. Pengeinstitutankenævnet har tilkendegivet, at små erhvervsdrivende inden for detailhandel, håndværk og landbrug kan have samme beskyttelsesbehov som private. Det er dog fast praksis, at Pengeinstitutankenævnet ikke behandler klager fra aktie- eller anpartsselskaber. Pengeinstitutankenævnet har på den anden side endnu ikke afvist at behandle klager fra andelsboligforeninger med begrundelse om af kundeforholdet var erhvervsmæssigt.

I forhold til bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, som udspringer af MiFID, er overstående sondring ikke relevant. I denne bekendtgørelse klassificeres kunder i tre kategorier: detailkunder, professionelle kunder og godkendte modparter. Detailkunderne nyder den største grad af beskyttelse. Kategorien detailkunde er meget bred og omfatter – udover privatkunder – i praksis stort set alle erhvervsvirksomheder, der ikke har investering og værdipapirhandel som en del af deres forretningsgrundlag.

14.6.3 Tilsynspraksis

I henhold til lov om finansiell virksomhed og de regler, der er udstedt med hjemmel heri, fører Finanstilsynet tilsyn med, at finansielle virksomheders generelle adfærd er i overensstemmelse med god skik. Tilsynet kan ikke behandle konkrete tvister mellem en finansiell virksomhed og dens kunder, men *"påser overholdelsen af de offent-*

ligretlige regler og foretager en generel vurdering af, om de finansielle virksomheders aftaler og vilkår over for kunderne er i overensstemmelse hermed”.

Finanstilsynet er ikke forpligtet til at behandle alle klager, som tilsynet får forelagt, men kan behandle spørgsmål om god skik på basis af en klage, af egen drift eller efter anmodning fra Det Finansielle Råd eller Forbrugerombudsmanden.

Finanstilsynet har mulighed for at offentliggøre afgørelser af almen interesse, hvilket dog kun er tilfældet i en lille del af de behandlede sager.

Finanstilsynets tilsyn med de forbrugerrettede regler er baseret på følgende elementer:

- Behandling af henvendelser fra privatkunder
- Sager vedr. god skik, som tages op af egen drift
- Offentliggjorte afgørelser rettet mod specifikke virksomheder
- Regelfortolkning og dialog med branchen
- Undersøgelser/inspektioner af konkrete virksomheder
- Undersøgelser af generelle problemstillinger

En stor del af de god skik-sager, som Finanstilsynet tager op til behandling, og som afsluttes med en afgørelse rettet mod en specifik virksomhed, er initieret af klager, herunder i enkelte tilfælde forespørgsler om god skik fra Forbrugerombudsmanden. Herudover har Finanstilsynet valgt at tage en række sager op, eksempelvis fordi problemstillingen er rejst i pressen eller fra politisk side, eller fordi tilsynet ad anden vej er blevet opmærksom på mulige overtrædelser af god skik.

De sager, som Finanstilsynet tager op til behandling, afsluttes enten ved, at tilsynet konstaterer, at god skik er overholdt, eller med en tilsynsreaktion, typisk i form af en påtale eller et påbud. I særlige tilfælde, hvor der er hjemmel hertil, kan tilsynet også politianmelde virksomheden.

Der er udstedt en række bekendtgørelser, som fastsætter mere detaljerede forbrugerrettede regler end loven.¹³ For at skabe klarhed om reglernes anvendelse udsteder Finanstilsynet vejledninger, som beskriver, hvordan tilsynet vil administrere reglerne. Finanstilsynet har ligeledes en løbende dialog med branchen og forbrugerorganisationerne om reglernes anvendelse.

Endelig foretager Finanstilsynet løbende undersøgelser om god skik. Disse undersøgelser kan både foregå ved at indkalde materiale om et bestemt tema fra et antal virksomheder, eller ved at tilsynet på en inspektion undersøger selskabets håndtering af et eller flere områder.

14.6.4 Tiltag som følge af krisen

I lyset af erfaringerne fra finanskrisen er der både internationalt og nationalt kommet stigende fokus på at styrke beskyttelsen af investorer og privatkunder på de finansielle markeder. Der er gennemført en række tiltag, som har til formål at styrke åbenhed

¹³ De vigtigste bekendtgørelser omfatter: Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder mv., Bekendtgørelse om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel, Bekendtgørelse om prisoplysning i pengeinstitutter, Bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter og Bekendtgørelse om information om livsforsikringsaftaler.

og gennemsigtigheden på markedet og styrke rådgivningen af privatkunder for at forhindre eller begrænse lignende tendenser fremadrettet. Tiltagene er nærmere beskrevet i bilag J og omfatter:

- Risikomærkning af investeringsprodukter og lån. Med sigte på at skabe klar og enkel information om produkters risiko er der gennemført lovgivning, hvor intentionen er at gøre det muligt at risikomærke finansielle investeringsprodukter og lån i tre forskellige kategorier – grøn, gul og rød – afhængig af graden af risiko og kompleksitet. Reglerne skal medvirke til at sikre, at privatkunder får en øget og vedvarende bevidsthed om risici ved investering i finansielle produkter og låntagning. Risikomærkning af investeringsprodukter og lån kan aldrig stå alene, men den skal ses som et supplement til den almindelige rådgivning, som skal være fuldt dækkende, så kunden forstår de risici, der knytter sig til f.eks. et investeringsprodukt.
- Kompetencekrav til investeringsrådgivere. Pengeinstitutter, fondsmæglerselskaber og investeringsrådgiveres medarbejdere, der yder investeringsrådgivning, skal have gennemgået et uddannelsesforløb, som stedse gør dem i stand til at yde rådgivning om investeringsprodukter på forsvarligt grundlag. Hvis der ydes rådgivning om komplekse produkter (røde produkter), skal rådgiveren hvert 3. år bestå en prøve godkendt af Finanstilsynet der giver kompetencer inden for relevant lovgivning, investeringsprodukter og økonomisk forståelse. Det skal sikre, at komplekse produkter mv. kun sælges af ansatte, der har forståelse om produkterne, herunder også deres implikationer for kundernes økonomi.
- Tilladelse til at være finansiell rådgiver. Fra 1. januar 2014 skal finansielle rådgivere have Finanstilsynets tilladelse for at udøve virksomhed. De ansatte skal have den fornødne uddannelse, og virksomheden skal have tegnet en ansvarsforsikring og må alene betegne sig som uafhængig, hvis den finansielle rådgiver ikke modtager provision fra den finansielle sektor.
- Forbrugerombudsmanden er blevet styrket. Som led i bl.a. Bankpakke II (Kreditpakken) har Forbrugerombudsmanden fået flere kompetencer og ressourcer. Der er blandt andet givet bedre mulighed for at bistå forbrugerne med at søge erstatning, herunder gruppesøgsmål på det finansielle område. Disse initiativer giver Forbrugerombudsmanden bedre muligheder for at ingå forlig, som eksempelvis er sket i sager om formueplejeaftaler med DiBA Bank. Forbrugerombudsmanden kan anvende markedsføringslovens strafbelagte bestemmelser om vildledning, købsopfordring og prisoplysning i forhold til finansielle virksomheder efter ændringer foretaget i markedsføringsloven i folketingssamlingen 2012/13. Hermed ligestilles reguleringen af finansielle og ikke finansielle virksomheder på områder, hvor der er tale om ensartede overtrædelser, svarende til retstilstanden i bl.a. Norge og Sverige. Med den seneste lovændring har Finanstilsynet og Forbrugerombudsmanden på en række områder overlappende kompetencer, hvilket også kendes fra andre lande, der sikre at de respektive myndigheders kompetencer anvendes bedst muligt til gavn også for effektiviteten og ressourceanvendelsen.
- Begrænsninger vedr. egne aktier/garantbeviser:
 - Forbud mod lån til køb af egne aktier/garantbeviser.
 - Forbud mod progressive aktionær- og garantfordele.
 - Forbud mod at placere hele børneopsparingen i et værdipapir eller garantbevis.

- Præcisering af god skik bekendtgørelsen om rådgivning i forbindelse med køb af egne aktier og garantbeviser.
- Præcisering af investorbeskyttelsesbekendtgørelsen i forbindelse med markedsføring af egne aktier og garantbeviser.
- Præcisering af reglerne ved uanmodet henvendelse i forbindelse med investeringsvalg.
- Anbefaling om, at individuelle og kollektive bonusordninger ikke er knyttet op til salg af egne aktier og garantbeviser.¹⁴

Initiativer som endnu ikke er vedtaget

Ud over de allerede vedtagne initiativer, er der en række initiativer, som ligeledes sigter mod at styrke privatkundebeskyttelsen:

For at sikre kunderne det bedste værn mod dårlig rådgivning er der nedsat et udvalg i forlængelse af regeringsgrundlaget, der ser nærmere på mulighederne for at søge erstatning i de tilfælde, hvor mangelfuld rådgivning om finansielle produkter medfører tab for kunden. I den forbindelse skal det undersøges, om de almindelige bevisbyrde-regler giver kunden et tilstrækkeligt værn i de situationer, hvor rådgiverne ikke har efterlevet de gældende regler om finansiell rådgivning i forbindelse med rådgivning om investeringer og kreditgivning.

Finanstilsynet har i oktober 2012 offentliggjort tilsynets nye strategi for perioden frem til 2015, hvor et af de 18 initiativer vedrører forebyggende forbruger- og investorbeskyttelse. Initiativet går ud på at undgå, at dårlige produkter bliver markedsført til privatkunder. Hidtil har Finanstilsynets privatkundebeskyttende tilsyns- og udviklingsaktiviteter primært været fokuseret mod oplysninger til privatkunder og mod tiltag, der styrker interaktionen mellem privatkunde og produktformidler i rådgivnings- og salgsøjeblikket samt løbende i kundeforholdet. Med den nye strategi bevæger Finanstilsynet sig ind på et nyt område i: produktudviklingsfasen.

Når Finanstilsynet retter fokus på produktudviklingsfasen er det i tråd med udviklingen i Europa. F.eks. har Europaparlamentet i forbindelse med forhandlingerne af revisionen af MiFID-direktivet blandt andet foreslået, at når investeringsprodukter og strukturerede indlån markedsføres til detailkunder og professionelle kunder, skal produkterne designes til at imødekomme behovene for en forud identificeret målgruppe. Endvidere har ESA's Joint Committee udarbejdet et udkast til principper for god produktudvikling. Lignende principper anvendes i UK.

Strategien for tiltaget er under udvikling og endnu ikke endeligt fastlagt. Det er dog forventningen, at tiltaget vil udmønte sig en i governance baseret tilgang, hvor Finanstilsynet vil stille krav til de principper og processer, som produktudviklerne skal arbejde ud fra i produktudviklingsarbejdet.

¹⁴ Finansrådet støttede op om anbefalingerne i februar 2010 med en henstilling til dets medlemskreds om, at pengeinstitutterne ved rådgivning om salg af egne aktier udviser særlig agtpågivenhed med hensyn til at vurdere, om eventuelle interessekonflikter kan skade forbrugerens interesser.

14.7 Er privatkundebeskyttelsen tilstrækkelig?

Det er ledelserne i institutterne, der er de hovedansvarlige for at sikre god finansiell rådgivning til kunderne. Samtidig er det vigtigt, at også privatkunder er aktive og søger den viden og information, som de vurderer nødvendig for at træffe deres egne valg. Privatkunder bør ligeledes forholde sig kritisk til den information, som de modtager. Det er dog centralt i den sammenhæng, at privatkunderne får stillet en ordentlig og letforståelig rådgivning til rådighed, og at sælger af finansielle produkter gennem ordentlig informationsmateriale og rådgivning sikrer sig, at kunden forstår konsekvenserne af sine valg.

Det eksisterende regelgrundlag forholder sig i det væsentlige til de problemer, der er omtalt i afsnit 14.2, hvor kunder har klaget over den rådgivning de har modtaget. Regelgrundlaget omfatter både de offentligretlige regler (navnlig den finansielle lovgivnings god skik bekendtgørelse og investorbekyttelsesbekendtgørelsen etc.) og de civilretlige regler. De civilretlige regler består primært af den almindelige ulovbestemte erstatningsrets krav om "god, forsvarlig professionel rådgivning", der forudsætter en konkret vurdering, men som dog ofte tager sit udgangspunkt i mere præcise krav, der måtte være opstillet i den offentligretlige lovgivning.

Spørgsmålet er, om reguleringen har haft tilstrækkelig effektivitet og gennemslagskraft i praksis. Er reglerne udformet på en måde, som i tilstrækkelig grad forebygger, at de nævnte situationer opstår og i tilstrækkelig grad sikrer kompensation til kunder, der lider tab?

Det rejser overordnet spørgsmålene (1) om adfærdsreglerne er tilstrækkelige og præcise nok, (2) om tilsynet med reglernes overholdelse er tilstrækkelig og (3) om sanktionerne, herunder erstatningsansvaret over for kunderne, giver tilstrækkelige incitamenter til at overholde reglerne. Hvert af disse forhold diskuteres nærmere nedenfor.

14.7.1 Er adfærdsreglerne tilstrækkelige og præcise nok?

Der er siden 2008 gennemført en række skærper og ændringer i lovgivningen af kravene til den rådgivning, de finansielle virksomheder skal yde privatkunder i forbindelse med indgåelse af aftale om et finansielt produkt med henblik på at tydeliggøre virksomhedernes forpligtelser. Præcise adfærdsregler bidrager til at sikre, at institutterne ved hvilke rammer de skal arbejde indenfor, og at kunden derved får tilstrækkelig rådgivning og information. Herigennem kan en evt. interessekonflikt mellem instituttets og kundens interesser også håndteres.

Indførelse af risikomærkning af investeringsprodukter og lån er forholdsvis simple værktøjer som sigter mod at give kunden en bedre forståelse af risikoen ved forskellige investerings- og låneprodukter. Risikomærkningen skal ses som en yderligere kvalificering af den rådgivning, der i øvrigt skal ske i forbindelse med afsætningen af de finansielle produkter.

Risikomærkningen ifølge de gældende regler er dog meget grovkornet og i flere tilfælde inkonsistent, jf. boks 14.4.

Boks 14.4 Eksempler på uhensigtsmæssig rubricering af investeringsprodukter i forhold til risikomærkningsordningen” eller lignende

Som eksempel på denne inkonsistens kan nævnes, at statsobligationer udstedt af Eurolande er rubriceret som ”Grønne” (sikreste kategori), mens investeringsforeninger er rubriceret som ”Gule”. Det betyder, at f.eks. græske statsobligationer, hvor investorerne i 2012 oplevede deres hovedstol nedskrevet med 53,5 pct., og værdien af obligationen falde med omkring 75 pct., rubriceres som mere sikker end en investeringsforening, der investerer i korte danske obligationer – den nok sikreste finansielle investering en dansker kan foretage. På samme måde vil en amerikansk eller svensk statsobligation blive rubriceret som ”Gul” og derved mindre sikker end en græsk statsobligation, der er ”Grøn”, hvor nærmere analyser vil afsløre, at en græsk statsobligation er en mere risikabel investering end en svensk eller amerikansk, selvom der tages højde for valutakursrisikoen. Inden for de enkelte kategorier kan der ligeledes være meget stor forskel på risikoen, selvom sådanne forskellige investeringer med risikomærkningen får samme risikorubricering. Som eksempel betegnes alle investeringsforeninger som ”Gule”. Det vil sige, at uanset, om en investeringsforening investerer i korte danske obligationer eller noget, der i en finansiell betragtning er meget usikkert – f.eks. illikvide aktier fra små virksomheder i en risikabel branche i fremmed valuta – vil de rubriceres som værende lige risikable. Endelig kan mange strukturerede obligationer (der er rubriceret som ”Røde” og således mest risikable) anses for mere sikre end visse investeringsforeningsbeviser, eller for den sags skyld græske statsobligationer. Selvom risikomærkningen ikke kan stå alene i et rådgivningsforløb, forekommer det uhensigtsmæssigt, at risikomærkningen på denne måde i flere tilfælde giver et forkert og inkonsistent signal om risikoen i et finansielt investeringsprodukt. En potentiel problemstilling her er, at det virker sandsynligt, at en for lempelig risikomærkning (grønne græske statsobligationer) ligefrem kan medføre, at forbrugeren sænker paraderne i forhold til opmærksomheden på risikoen i sådanne produkter. Endelig er et overordnet forhold ved risikomærkningen, at den beskæftiger sig med enkelte finansielle produkter, og på denne måde ikke tager højde for risikospredningen, som er grundstenen i fornuftig investeringsadfærd.

Kompetencekravene skal sikre, at rådgiverne har de fornødne faglige forudsætninger. Erfaringerne fra de tidligere sager i Pengeinstitutankenævnet har vist, at kunderne ikke har forstået, hvilke risici der var forbundet med visse investeringsprodukter, og at kunderne ikke føler, at de har fået den rette rådgivning. I Finansforbundets undersøgelse fra 2008 udtalte mange ansatte, at de ikke har haft de fornødne kvalifikationer til at rådgive om specielt komplicerede produkter. En undersøgelse foretaget af Finanstilsynet i 2009 af de bankansattes viden på området bekræftede, at der burde ske en opstramning af de ansattes kvalifikationer på området. Derfor er der sket en styrkelse af de ansattes kompetencer på investeringsproduktområdet. Det er opfattelsen, at de fleste pengeinstitutter i højere grad i dag er opmærksom på, hvilke medarbejdergrupper der skal rådgive om de forskellige investeringsprodukter. I sagerne om Roskilde Banks lån til investering i instituttets egne aktier har de kunder, som har klaget, ikke fået medhold i Pengeinstitutankenævnet. Forbuddet mod lån til investering i instituttets egne aktier eller garantbeviser sikrer kunderne i tilfælde, hvor erfaringen viser, at der er en særlig stor risiko for, at pengeinstituttet kommer i en interessekonflikt i forhold til kunden.

Blandt andet med henvisning til, at knap tre ud af fem adspurgte bankkunder opfatter rådgivning fra deres bankekspedient som uvildig og oprigtig, vil god skik reglerne efter anbefaling af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013) blive ændret således det i højere grad synliggøres over for privatkunderne, at bankekspedienter kun vejleder i og sælger bankens egne og eventuelle samarbejdspartneres produkter.

Rapporten Consumer Market Study on Advice within the Area of Retail Investment Services afgivet til EU-Kommissionen i 2011 indeholder resultaterne af en undersø-

gelse af investeringsrådgivning af detailkunder. Undersøgelsen er baseret på "mystery shopping" i 1209 tilfælde, fordelt med 30-50 i hvert af de 27 medlemslande.

Af rapporten fremgår bl.a., at færre end 5 pct. af rådgiverne gav oplysninger angående eventuelle interessekonflikter og præmiering, således som det kræves i MIFID-reglerne. Som fremhævet i rapporten er dette ikke uden videre ensbetydende med, at MIFID-reglerne blev tilsidesat i 95 pct. af tilfældene, idet det meget vel kan være, at problemstillingen ikke var aktuel i de konkrete tilfælde. Rapporten finder dog anledning til at udtale (s. 68f):

"However, given that only a handful of advisors had touched on inducements and conflicts of interest, the study could infer that it is likely that a number of firms may have failed to comply with MiFID requirements in these aspects, since it seems highly improbable that almost all firms do not receive inducements from third parties, or have sufficiently managed all conflicts of interest."

Rapporten belyser desuden (s. 85f) anvendelsen af MIFID-reglerne om egnethedstest. Undersøgelsen viser her bl.a., at ca. 43 pct. af de investeringsprodukter, som blev anbefalet under rådgivning, kunne anses for egnede for de pågældende "mystery shoppers", men også at 57 pct. (på EU-niveau) blev anset for uegnede i relation til de pågældende, som havde tilkendegivet interesse for papirer med lav risiko. I den langt overvejende del af tilfældene skyldtes dette, at risikoen ved det anbefalede papir var for høj. Forekomsten af anbefalinger om investering i "uegnede papirer" varierede mellem de enkelte medlemslande. Topscorer på dette punkt var Danmark med 68 pct.

Kommissionen fremsatte den 20. oktober 2011 forslag om revision af direktivet om markeder for finansielle instrumenter, som trådte i kraft i 2007 (MiFID), som der er indgået fælles holdning om i Rådet i sommeren 2013. Formålet med revisionen er at opdatere det gældende direktiv bl.a. i lyset af erfaringerne fra den finansielle krise. Af det foreliggende forslag til ændring af MiFID fremgår det af artikel 24, at der indføres et forbud mod modtagelse af præmiering fra tredjepart, medmindre præmieringen gives videre i sin helhed til kunden, hvis investeringsrådgivningen skal betegnes som "uafhængig". Medlemsstaterne gives dog mulighed for at indføre skærpede regler for så vidt angår præmiering af investeringsrådgivning, herunder et totalforbud ved al investeringsrådgivning. Det er denne mulighed, som Holland og UK allerede gør brug af, jf. nedenfor.

Synlighed af omkostninger ved investeringsrådgivning

En mere fundamental ændring af den rådgivende virksomheds indtjening på rådgivning/salg af investeringsprodukter er foreslået af Reedtz (2010). I Reedtz honorar-model for investeringsrådgivning/salg foreslås det, at den rådgivende virksomheds indtjening (og dermed kundens betaling) primært skal baseres på faste priser eller timesatser for rådgivningen frem for den eksisterende honorar-model for rådgivning/salg, hvor hovedparten af den rådgivende virksomheds indtjeningen ifølge Reedtz (2010) udgøres af svært gennemskuelige provisioner og transaktionsafhæn-

gige gebyrer, der, ligeledes ifølge Reedtz (2010), giver den rådgivende virksomhed et økonomisk incitament til salg og omlægning af en kundes portefølje.

Sigtet med den nye honorarmodel er at synligøre den rådgivende virksomheds pris-sætning af rådgivningsydelsen. Derudover er det tanken med modellen, at rådgivningen i mindre grad end tilfældet er under den eksisterende honorarmodel vil blive udøvet med en skelen til den rådgivende virksomheds økonomiske interesser.

I Holland og UK er der indført forbud mod, at blandt andet pengeinstitutter modtager provision fra samarbejdspartnere, f.eks. en investeringsforening, når de yder investeringsrådgivning til kunder. Intentionen med reglerne er, at kunden selv skal betale for rådgivningen, hvilket svarer til ideen i den af Reedtz foreslåede honorarmodel. Formålet med reglerne i Holland og UK er således at sikre, at kunderne får synlighed for, hvor meget de betaler for rådgivningen, og at rådgivningen ikke bliver påvirket af, hvor meget der modtages i betaling fra investeringsproduktudbyderen.

I Danmark er der efter krisen taget initiativer til at øge synligheden af de omkostninger kunden betaler ved investering. Der er således indgået en aftale mellem Dansk Aktionærforening, Forbrugerrådet og Finansrådet, der fra årsskiftet 2012/2013 har betydet, at den årlige gebyroversigt, der udsendes til forbrugerne, er blevet udbygget med en angivelse af ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) for danske UCITS (investeringsforeninger, SIKAV'er og værdipapirfonde) og danske non-UCITS (specialforeninger og hedgeforeninger). Oplysninger om ÅOP er blevet suppleret med en markering af de UCITS, hvor pengeinstituttet har indgået en distributionsaftale og med angivelse af formidlingsprovisionen og eventuelt andre former for betaling for distribution eller rådgivning angivet i procent. Den mulige incitamentsstruktur vises således for investor.

Desuden har parterne aftalt, at kunderne i forbindelse med rådgivning om køb af andele i danske UCITS og danske non-UCITS altid skal oplyses om ÅOP. Denne oplysning skal suppleres med oplysninger om, at pengeinstituttet har en distributionsaftale og modtager formidlingsprovision samt eventuel anden form for betaling for distribution eller rådgivning med angivelse af den konkrete procentsats. Den mulige incitamentsstruktur skal således vises for investor forud for en eventuel investeringsbeslutning. Oplysningen skal gives skriftligt i forbindelse med rådgivningen, eventuelt på en skriftlig investeringsanbefaling. Oplysninger skal ligeledes vises i netbanken og dermed være tilgængelige forud for en handel gennem netbanken. Disse tiltag vil gøre det synligt for kunden, hvad denne betaler i investeringsomkostninger.

De direkte betalinger (faste priser eller timesatser) som foreslås i Reedtz (2010) kan indebære en risiko for, at kunden fravælger investeringsrådgivning, hvorved det kan forventes, at kunden laver flere "investeringsfejl".

Den nyere akademiske forskning har dokumenteret, at omkostningerne ved at lave "finansielle investeringsfejl" kan være ganske betydelige for den private investor, og de er ofte koncentreret i de dele af befolkningen, som alt andet lige ville have bedst af en mere hensigtsmæssig investering, såsom folk med lave indkomster og formue, se f.eks. Calvet, Campbell & Sodini (2007). Da en fast betaling for investeringsrådgivning vil udgøre en relativt større andel af lavere indkomster, rejser model-

len med direkte betaling for investeringsrådgivning en bekymring for, at mængden af ”forkerte” opsparingsbeslutninger kan blive øget ved krav om direkte betaling for rådgivning. I forlængelse heraf viser f.eks. Kramer & Lensink (2012) og Montmarquette & Viennot-Briot (2012), at investorer, der har modtaget rådgivning, holder finansielle porteføljer, der performer bedre, dvs. har højere afkast for den givne risiko, mens Finke (2012) viser, at rådgivning giver bedre resultater for investoren, hvis rådgiver og kunde har samme interesser, hvorimod modstridende interesser kan betyde, at rådgivning medfører dårligere investeringsbeslutninger. Modellen kan desuden åbne for muligheden for helt uafhængige rådgivere, som dog samtidig vil have behov for betydelige erstatningsansvarsforsikringer, da uafhængige rådgivere i modsætning til pengeinstitutterne ofte ikke vil have den økonomiske styrke til at dække erstatningskrav.

Erhvervs- og vækstministeriet har tidligere udtalt, at de danske tiltag for at skabe større gennemsigtighed er forholdsvis nyetablerede, og at det for tiden er hensigtsmæssigt at se, hvilken effekt det har for den danske investor.

Derfor er der ingen aktuelle planer om at indføre reglerne om forbud mod provision, som er sket i Holland og UK. Dog giver det god mening at følge udviklingen i UK og Holland nøje for at se på, om forbudsvejen er mere hensigtsmæssig at følge end oplysningsvejen, som sket i Danmark.

Aflønning af investeringsrådgivere

European Securities and Markets Authority (ESMA) har i juni 2013 udsendt retningslinjer om værdipapirhandlers aflønningspolitik og -praksis (Guidelines on remuneration policies and practices (MIFID)). Retningslinjerne henvender sig til værdipapirhandlere og tilsynsmyndigheder. Finanstilsynet har allerede underrettet ESMA om, at man vil følge retningslinjerne.

Retningslinjerne angiver selv, at der er tale om ”bør-regler”, medmindre andet er angivet. De er ikke begrænset til at angå investeringsrådgivning som sådan, idet de vedrører investeringsservice generelt ydet til primært detailkunder. De omfatter alle former for aflønning og fordele for ansatte, som kan øve mærkbar indflydelse på virksomhedens investeringsserviceydelser. I retningslinjerne skelnes mellem aflønning baseret på henholdsvis kvantitative kriterier (f. eks. salgsvolumen, antal nye kunder etc.) og kvalitative kriterier (f. eks. Kundens opnået afkast på investeringer, klagefrekvens etc.). Retningslinjernes generelle tendens går i retning af at begrænse betydningen af de kvantitative kriterier for aflønningen. Dette har bl.a. fundet klart udtryk i retningslinjernes nr. 15, hvorefter direkte sammenkædning af aflønning med salget af bestemte værdipapirer eller kategorier heraf vil gøre det vanskeligt for virksomheden at godtgøre overholdelse af MIFID-reglerne. I øvrigt opstilles kun i begrænset omfang mere præcise retningslinjer, hvilket muligvis hænger sammen med, at retningslinjerne som nævnt rækker ud over investeringsrådgivning. Det fremgår således, at virksomhedernes aflønningspolitik og -praksis bør udformes under hensyn til bl.a. de pågældende medarbejderes rolle, produkttypen og distributionsformen (f. eks. med eller uden rådgivning, personlig kontakt eller telekommunikation) med henblik på at forebygge risiko for, at bl.a. interessekonflikter får negative konsekvenser for kunder-

ne (retningslinjernes nr. 16). Efter retningslinjernes nr. 17 bør virksomheden sikre en passende balance mellem faste og variable løndele med henblik på at varetage kundernes interesser, idet en høj variabel løndel baseret på kvantitative kriterier kan få medarbejderne til at fokusere på kortsigtede gevinster snarere end kundernes interesser.

14.7.2 Er tilsynet tilstrækkeligt?

Det har været diskuteret, hvorvidt varetagelsen af forbrugerbeskyttelseshensyn falder godt i tråd med Finanstilsynets overordnede forpligtelser på solvenstilsynsområdet. Det er anført, at der er tale om forskelligartede opgaver, og at der muligvis ville være større fokus på forbrugerbeskyttelsen, hvis denne blev varetaget af en myndighed, der alene havde dette formål jf. Jørgensen (2013).

Lovgrundlaget for Finanstilsynets virksomhed indeholder dog ikke nogen rangordning af dets virksomhed med hensyn til arbejdet med forsigtighedstilsyn, markedstilsyn og forbrugertilsyn, jf. kapitel 7. Omend hensynet til at sikre finansiell stabilitet efter omstændighederne kan tænkes at komme i konflikt med forbrugerbeskyttelseshensyn, er det generelt afgørende, at kunderne har tillid til den finansielle sektor. Tillid opnås kun, hvis sektoren er sund, og hvis kunderne behandles fair og rimeligt.

Som led i solvenstilsynet følger Finanstilsynet alle finansielle virksomheder tæt og har derfor gode muligheder for hurtigt at blive opmærksom på urimelige forhold, f.eks. uheldig rådgivningspraksis i institutterne og dermed gode muligheder for at føre systematisk kontrol med overholdelsen af de kundebeskyttende regler. Desuden har Finanstilsynet nærliggende muligheder for at foretage tværgående undersøgelser af et bestemt tema i alle institutter med henblik på vurdering og eventuel hurtig ændring af praksis i alle institutter.

Forbrugerombudsmanden har efter markedsføringslovens almindelige bestemmelser i det store hele samme tilsynsbeføjelser som dem, der er tillagt Finanstilsynet i relation til kundebeskyttelsen, men ikke de særlige muligheder, der er forbundet med Finanstilsynets løbende kontakt med de finansielle virksomheder.

Tilsynets nærmere tilrettelæggelse, herunder de ressourcer der anvendes hertil, må dog nok antages at have større betydning for tilsynets effektivitet end myndighedstilknytningen, jf. Andersen (2011).

Efter finanskrisen er der sket en opstramning af Finanstilsynets kontrolundersøgelser på kundebeskyttelsesområdet. Finanstilsynets virksomhed på området koordineres løbende med Forbrugerombudsmanden, som i kølvandet af finanskrisen er tillagt øgede beføjelser på det finansielle område, bl.a. i form af beføjelse til at anlægge erstatningssager angående pengeinstitutters tilsidesættelse af god skik reglerne for finansielle virksomheder, ligesom Finanstilsynet nu skal underrette Forbrugerombudsmanden om tilfælde, hvor kunder kan have lidt tab som følge af overtrædelse af god skik reglerne. Desuden er markedsføringslovens regler om bl.a. vildledning, hvis overholdelse påses af Forbrugerombudsmanden, blevet anvendelige på det finansielle område ved siden af den finansielle lovgivnings regler.

Finanstilsynet og Forbrugerombudsmanden har i september 2013 indgået en samarbejdsaftale, der sikrer klare retningslinjer for tilsynet med finansielle virksomheders adfærd over for forbrugerne og fastlægger de nærmere rammer for det fælles samarbejde, herunder for den gensidige information mellem Finanstilsynet og Forbrugerombudsmanden om forbrugerrelaterede problemstillinger i den finansielle sektor. Aftalen medvirker til at skabe et endnu mere effektivt tilsyn. I forbindelse med indgåelse af aftalen udtaler Forbrugerombudsmanden: *"Jeg er glad for, at Finanstilsynet og jeg er enige om, hvordan vi forvalter de nye regler om tilsyn med finansielle virksomheder i praksis. Aftalen gør det nemmere for os alle at føre et effektivt tilsyn."*, og *"[...] Nu kan jeg tage sager op om finansielle virksomheders markedsføring på lige fod med øvrige virksomheder. Det giver en hurtigere sagsbehandling og i sidste ende et mere effektivt tilsyn til gavn for både branchen og forbrugerne."*

14.7.3 Sanktioner, herunder erstatningsansvar

Både sanktioner og erstatningsansvar kan bidrage til at sikre, at institutterne har incitamenter til at overholde lovgivningen.

Sanktioner

Det følger af god skik bekendtgørelsen og investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, at overtrædelser straffes ved, at Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af et forhold, der strider mod reglerne i god skik bekendtgørelsen eller i investor bekendtgørelsen. Hvis en virksomhed undlader at efterkomme et påbud, kan dette straffes med bøde. Finanstilsynet er i øvrigt forpligtet til efter regler i lov om finansiell virksomhed at orientere offentligheden om sager, som er behandlet af Finanstilsynet, om god skik, som er af almen interesse eller er af betydning for forståelsen af bestemmelsen. Det er praksis, at alle sager, hvor Finanstilsynet har givet en finansiell virksomhed et påbud eller en påtale offentliggøres.

Erstatningskrav

Forbrugerombudsmanden har i henhold til regler i lov om finansiell virksomhed en mulighed for at bistå en forbruger, der mener at have lidt et tab som følge af, at en finansiell virksomhed har overtrådt god skik reglerne ved at anlægge sag ved domstolene med påstand om erstatning og tilbagesøgning af uretmæssigt opkrævede beløb. Ligeledes kan Forbrugerombudsmanden udpeges som grupperepræsentant i et gruppesøgsmål. Forinden har Forbrugerombudsmanden mulighed for at indlede forhandlinger med den finansielle virksomhed med henblik på at opnå et forlig. Allerede nu har disse muligheder givet forbrugerne meget umiddelbare fordele.

I øvrigt har kunderne mulighed for at gå til Pengeinstitutankenævnet.

Der er i den offentlige debat sat spørgsmålstejn ved effektiviteten af Pengeinstitutankenævnets afgørelser, da der er en række af de samlede afgørelser ikke er blevet fulgt af institutterne. Det kan i den sammenhæng bemærkes, at en betydelig andel af de afgørelser, som ikke blev fulgt, vedrører to institutter, hvor sagerne samlet set formentlig har udgjort en væsentlig økonomisk interesse, jf. figur 14.4. I lov om forbrugerklager er der imidlertid i 2010 indføjet regler, som sikrer, at en forbruger ikke af

økonomiske årsager behøver at afholde sig fra at føre en retssag mod den erhvervsdrivende, når en afgørelse truffet af Forbrugerklagenævnet eller et godkendt, privat klage- eller ankenævn eller et forlig indgået i forbindelse med klagebehandlingen ikke efterleves af den erhvervsdrivende. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen kan ifølge loven dække en forbrugers udgifter i forbindelse med et sagsanlæg ved domstolene.

God skik reglerne er alene offentligretlige regler, men som det fremgår af bl.a. Pengeinstitutankenævnets årsberetning for 2010 har ankenævnet i større grad end tidligere inddraget tilsidesættelse af offentligretlige regler ved afgørelsen af civilretlige konflikter. Udvalget har noteret sig, at regeringen har nedsat et udvalg, der skal vurdere betydningen af de skærpede og ændringer, der er blevet gennemført i den senere årrække i lovgivningen i forhold til kravene til den finansielle rådgivning og kortlægge regler og praksis for rådgivning. Udvalget kan på baggrund af ovenstående komme med forslag til mulige initiativer til yderligere at styrke de forbrugerbeskyttende regler,

Udvalget skal desuden gennemføre en kortlægning af gældende danske regler og praksis for erstatning ved et realiseret økonomisk tab som følge af mangelfuld eller fejlagtig rådgivning om finansielle produkter, herunder investeringer og lån og vurdere om de eksisterende bevisbyrderegler ved tab på finansielle produkter giver et tilstrækkeligt værn særligt i situationer, hvor rådgivningsreglerne ikke er fulgt, og opstille fordele og ulemper ved at indføre skærpede bevisbyrderegler i forbindelse med erstatningssager, hvor der er lidt et tab som følge af mangelfuld eller fejlagtig rådgivning om finansielle produkter, og vurdere om der er behov for at indføre skærpede bevisbyrderegler.

Andre forhold

Grundlaget for det omfattende rådgivnings- og informationsbehov er den asymmetriske information mellem instituttet og kunden. En mere generel måde at imødegå dette forhold kunne være at højne det generelle kendskab og den generelle forståelse for finansielle produkter. Penge- og Pensionspanelet blev oprettet i 2007 med en særskilt finanslovsbevilling med det formål at styrke privatkunders viden om finansielle produkter og ydelser.

Finanstilsynets initiativ til at sikre, at finansielle produkter har kvalitet og værdi for kunden er en grundlæggende ændring i forhold til de foregående års fokus på information og gennemsigtighed. Udformningen og gennemførelsen af sådanne regler er afgørende for, om de rammer en balance mellem at beskytte privatkunder og opretholde muligheden for produktudvikling, som i sidste ende kan være en fordel for privatkunder.

BILAG

Bilag A – Kommissorium for udvalg om finans- krisens årsager

Baggrund

Den globale økonomi har i de senere år været hårdt ramt af den internationale finansielle krise. Denne har også ramt den danske finansielle sektor, og flere danske pengeinstitutter er gået ned. Det har været nødvendigt for staten at gribe ind med en række tiltag, som har understøttet sektoren og sikret finansiell stabilitet.

Krisen afspejler dels forholdene på de internationale finansielle markeder og dels nationale forhold.

Der foreligger flere rapporter om årsagerne til den internationale finansielle krise. Anbefalingerne fra disse rapporter har udmøntet sig i konkrete initiativer til en række opstramninger på de internationale rammebetingelser for de finansielle markeder.

Flere lande har iværksat nationale analyser af årsagerne til finanskrisen med henblik på at belyse de nationale aspekter af finanskrisen. I Danmark foreligger en række analyser ligesom, der er gennemført undersøgelser i tilknytning til de nødlidende banker, der er blevet overtaget af statens selskab Finansiell Stabilitet A/S. Der er allerede gennemført en lang række opstramninger for at styrke reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor med henblik på at forebygge tilsvarende kriser.

Der er imidlertid behov for en analyse af årsagerne til finanskrisen og en vurdering af effekten af de opstramninger, som er blevet taget for at understøtte finansiell stabilitet samt vækst og beskæftigelse i dansk økonomi.

Erhvervs- og vækstministeren nedsætter derfor et ekspertudvalg, der skal se nærmere på årsagerne til finanskrisen og de iværksatte opstramninger.

Udvalgets opgaver

Udvalget har følgende opgaver:

1) Belyse internationale faktorer som årsag til krisen i den danske finanssektor

Udvalget skal identificere og beskrive de væsentligste internationale faktorer, som medvirkede til krisen og at den danske finanssektor blev inddraget i den internationale finansielle krise. Udvalget skal i den forbindelse belyse karakteristika og forhold ved den danske finansielle sektor, som havde betydning for hvordan den internationale krise slog igennem i Danmark.

2) Særlige nationale forhold som medvirkede til finanskrisen

Udvalget skal undersøge, hvilke særlige danske forhold som kan have medvirket til krisen i den danske finanssektor, herunder bl.a. udviklingen på ejendomsmarkedet, rammebetingelserne for kreditinstitutterne samt institutternes forretningsmodeller. Desuden skal det belyses, om aflønningsstrukturen i finansielle virksomheder kan have medvirket til for høj risikotagning.

3) Liberalisering af den finansielle sektor

Udvalget skal herudover se på, om liberaliseringen af internationale kapitalbevægelser og af den finansielle sektor siden 1970'erne og dannelsen af finansielle supermarkeder omfattende en række finansielle ydelser, der tidligere blev varetaget af selvstændige ikke-forbundne finansielle institutter, har haft af betydning for krisen.

4) Rådgivning af kunder

Udvalget skal se på, om kreditinstitutternes rådgivning har bidraget unødigt til at sprede finanskrisens konsekvenser til private og erhvervsvirksomheder, herunder om der er en fornuftig incitamentsstruktur i forbindelse med rådgivning, og om rådgivernes kvalifikationer er tilstrækkelige.

5) Vurdering af iværksatte opstramninger mv.

Udvalget skal beskrive de initiativer, der er iværksat for at forebygge en lignende krise i fremtiden og dermed undgå en gentagelse af krisen, og vurdere, om initiativerne er tilstrækkelige og afbalancerede.

Udvalget skal endvidere belyse om tilsynet med finansielle koncerner med fordel kan styrkes. Dette skal ske under hensyntagen til arbejdet i ekspertudvalget vedr. systemisk vigtige finansielle institutioner i Danmark.

Udvalgets sammensætning

Udvalget sammensættes af:

- 1 formand,
- 5 sagkyndige medlemmer,
- 1 repræsentant indstillet af Nationalbanken,
- 1 repræsentant indstillet af Finanstilsynet,
- 1 repræsentant indstillet af Finansministeriet,
- 1 repræsentant indstillet af Økonomi- og Indenrigsministeriet, og
- 1 repræsentant indstillet af Erhvervs- og Vækstministeriet.

Erhvervs- og vækstministeren udpeger udvalgets medlemmer.

Udvalget sekretariatsbetjenes af Erhvervs- og Vækstministeriet, Finansministeriet, Finanstilsynet og Nationalbanken.

Udvalget kan inddrage ekstern ekspertise i det omfang, udvalget skønner det nødvendigt.

Udvalget afrapporterer til erhvervs- og vækstministeren i 2012.

Bilag B – Fortolkning af kommissorium ad rådgivning af kunder

I kommissoriet for Årsagsudvalgets arbejde, er der under punkt 4 angivet følgende for så vidt angår det forbrugerrelaterede tema:

4) Rådgivning af kunder

Udvalget skal se på, om kreditinstitutternes rådgivning har bidraget unødigt til at sprede finanskrisens konsekvenser til private og erhvervsvirksomheder, herunder om der er en fornuftig incitamentsstruktur i forbindelse med rådgivning, og om rådgivernes kvalifikationer er tilstrækkelige.”

Udvalget har efterspurgt en fortolkning af punktet i kommissoriet.

Det vurderes, at teksten i punkt 4 skal fortolkes således, at der lægges til grund, at rådgivningen af kunderne forud for finanskrisen ikke i sig selv vurderes at have været en egentlig årsag – direkte eller indirekte – til at finanskrisen opstod.

Det er vurderingen, at der med punkt 4 i kommissoriet er et ønske om, at udvalget forholder sig til kreditinstitutternes rådgivning forud for krisen. Har rådgivningen taget udgangspunkt i kundernes objektive behov og efterlevet reglerne for god skik, eller har der været eksempler på, at kreditinstitutter har vægtet egne mål højere gennem f.eks. bonusaf lønning på bekostning af kunderne?

Der ønskes en vurdering af, om konsekvenserne af krisen for forbrugerne og erhvervsvirksomhederne i givet fald kunne have været væsentligt mere begrænset. Der ønskes en vurdering af, om det i givet fald skyldes forkerte incitamentsstrukturer som følge af incitamentsaf lønning.

Har der f.eks. været eksempler på rådgivning, der unødigt har været med til at eksponere private i aktiver, som de ikke har kendt den reelle risiko ved, og som derved har givet kunderne et betydeligt formuetab med deraf negativ effekt på kundernes opsparrings- og investeringsadfærd. Det kan f.eks. dreje sig om lånefinansiering af investeringer i værdipapirer, salg af egne aktier mv. Har rådgiverne haft tilstrækkelige kvalifikationer til at yde rådgivning om de solgte produkter?

Udvalgets stillingtagen til ovenstående skal også ses i sammenhæng med kommissoriets punkt 5 angående vurderingen af iværksatte opstramninger mv. Det vurderes således som en relevant del af dette punkt i kommissoriet, at udvalget vurderer betydningen af de skærper og ændringer, der er blevet gennemført efter krisen i forhold til kravene til den finansielle rådgivning, herunder de gennemførte initiativer til styrkelse af forbrugerbeskyttelsen, og om de iværksatte initiativer er tilstrækkelige og afbalancerede.

Bilag C – Udvalgte begivenheder op til og under finanskrisen

Begivenheder i USA er angivet med grøn skrift, begivenheder inden for EU med blå skrift og begivenheder i Danmark med rød skrift.

2007

Apr	2.	USA: Ejendomsinvesteringsselskabet New Century Financial, der var specialiseret i subprime-lån, indgiver konkursbegæring (chapter 11).
Jun	22.	USA: Bear Stearns annoncerer, at banken har stillet op til 3,2 mia. dollar til rådighed for hedgefonden High-Grade Structured Credit Fund, mens hedgefonden High-Grade Structured Credit Enhanced Leverage Fund vil blive nedgearret på markedet uden økonomisk hjælp fra Bear Stearns.
Jul	30.	EU: IKB Deutsche Industriebank (IKB) meddeler, at banken er blevet ramt af subprime-krisen. Rhineland Funding (conduit), der har en kreditfacilitet hos IKB, og i mindre omfang IKB selv, har investeret i strukturerede kreditprodukter relateret til amerikanske subprime-lån. IKBs hovedaktionær, KfW Banking Group, og tre tyske bankforeninger havde sammen med myndighederne etableret en redningspakke i dagene forud for 30. juli.
Aug	6.	USA: Ejendomsinvesteringsselskabet American Home Mortgage Investment Corporation indgiver konkursbegæring (chapter 11).
	9.	EU: Den europæiske bank BNP Paribas suspenderer beregning af mark-to-market for tre pengemarkedsfonde, der er eksponeret over for subprime, og stopper amortiseringerne.
	9.	EU: Den Europæiske Centralbank (ECB) tilføjer 95 mia. euro i pengemarkedet med dag-til-dag løbetid. I de følgende dage foretages yderligere tre operationer på i alt knap 117 mia. euro.
	26.	EU: Den tyske Landesbank Baden-Württemberg meddeler, at banken pr. 1. januar 2008 overtager banken Sachsen LB, som har haft store tab på subprime-investeringer.
Sep	14.	EU: Bank of England meddeler, at den står klar med likviditetsstøtte til banken Northern Rock. Dette afføder et regulært stormløb på Northern Rock, som 17. september følges op af en statsgaranti på Northern Rocks eksisterende indskud.

2008

Jan	11.	USA: Bank of America annoncerer købet af Countrywide Financial.
	21.	DK: Sydbank overtager bankTrelleborg efter finansielle problemer i bankTrelleborg.
Feb	13.	EU: IKB meddeler, at bankens portefølje er faldet så meget i værdi, at banken må reddes endnu en gang.
	17.	EU: Den britiske regering meddeler, at Northern Rock bliver midlertidigt nationaliseret.
Mar	14.	USA: Den amerikanske centralbank og JPMorgan Chase stiller likviditet til rådighed for Bear Stearns. To dage senere annoncerer JPMorgan Chase, at de overtager Bear Stearns.
Apr	9.	EU: Tyske Weserbank erklæres insolvente og banken lukker.

Jul	10.	DK: Danmarks Nationalbank stiller en likviditetsgaranti til Roskilde Bank, og banken sættes til salg.
	11.	USA: IndyMac Bank, der havde fokus på boliglån, bliver overtaget af the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). IndyMac Bank er lokaliseret i Californien og har før overtagelsen haft store tab og været udsat for et regulært stormløb.
	13.	USA: Den amerikanske centralbank stiller lånefacilitet til rådighed for realkreditselskaberne Fannie Mae og Freddie Mac.
Aug	24.	DK: Danmarks Nationalbank og Det Private Beredskab overtager Roskilde Banks aktiver og forpligtelser, bortset fra ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital.
Sep	7.	USA: The Federal Housing Finance Agency (FHFA) overtager kontrollen med Fannie Mae og Freddie Mac.
	15.	DK: Nykredit Realkredit fremsætter anbefalet købstilbud på den samlede udestående aktiekapital i Forstædernes Bank. Købet gennemføres i oktober måned.
	15.	USA: Bank of America annoncerer købet af investeringsbanken Merrill Lynch.
	15.	DK: Handelsbanken og Lokalbanken i Nordsjælland fusionerer, med Handelsbanken som fortsættende selskab.
	15.	USA: Den store amerikanske investeringsbank Lehman Brothers Holding indgiver konkursbegæring (chapter 11).
	16.	USA: Den amerikanske centralbank stiller et lån på 85 mia. dollar til rådighed for forsikringsselskabet American International Group (AIG), mod at den amerikanske stat får en ejerandel på 79,9 pct. i AIG.
	18.	EU: Den britiske bank Lloyds TSB annoncerer, at de vil overtage HBOS.
	20.	USA: Det amerikanske finansministerium annoncerer en hjælpepakke, hvor staten bl.a. vil købe "problemaktiver" for op til 700 mia. dollar. Planen, den såkaldte TARP ("Troubled Asset Relief Program"), vedtages af Repræsentanternes Hus 3. oktober efter en tidligere version af TARP blev nedstemt 29. september.
	21.	USA: Goldman Sachs og Morgan Stanley opgiver deres status som investeringsbanker og bliver underlagt samme reguleringskrav som almindelige forretningsbanker.
	22.	DK: ebh bank tilføres likviditetsstøtte fra Nationalbanken og et antal private penginstitutter, for at kunne fortsætte den daglige drift.
	25.	USA: The Office of Thrift Supervision under det amerikanske finansministerium overtager kontrollen med Washington Mutual Bank, der samme dag overtages af JPMorgan Chase.
	29.	EU: Den store multinationale bank Fortis meddeler, at regeringerne i Belgien, Luxembourg og Holland vil investere 11,2 mia. euro i de respektive dele af Fortis i de forskellige lande, hvorved regeringerne opnår en ejerandel på 49 pct. Derudover skal Fortis sælge sin andel i den hollandske bank ABN Amro.
	29.	EU: Den britiske bank Bradford & Bingley bliver nationaliseret. Detailindlånsporteføljen samt filialnettet bliver overtaget af banken Abbey National.
	29.	EU: Den islandske centralbank meddeler, at den islandske regering gennem centralbanken vil skyde egenkapital svarende til 600 mio. euro i banken Glitnir. Regeringen vil derefter eje 75 pct. af aktiekapitalen i Glitnir.
	29.	EU: Den tyske ejendomsinvesteringsbank Hypo Real Estate meddeler, at de har fået kort- og mellemsigts kreditfaciliteter af et konsortium fra den tyske finansielle sektor. Få dage senere falder redningsforsøget dog fra hinanden, da de private banker trækker sig fra aftalen.
	29.	USA: The Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) annoncerer, at det multinationale finansieringsselskab Citigroup vil overtage bankdelen af amerikanske Wachovia i en transaktion støttet af FDIC. Transaktionen bliver dog aldrig en realitet.

Okt	29.	DK: Roskilde Banks filialnet sælges til Nordea (9 stk.), Spar Nord Bank (7 stk.) og Arbejdernes Landsbank (5 stk.).
	29.	DK: Vestjysk Bank overtager Bonusbanken, hvis egenkapital anses for tabt. Vestjysk Bank fusionerer samme dag med Ringkjøbing Bank.
	30.	EU: Den fransk-belgiske bank Dexia meddeler at have modtaget 6,4 mia. euro fra regeringerne i Belgien, Frankrig og Luxembourg, samt eksisterende aktionærer.
	30.	EU: Den irske regering annoncerer en ubegrænset statsgaranti af alle indskud, inklusive bankers gæld, særligt dækkede obligationer, seniorgæld og dateret efterstillet gæld.
	3.	USA: De amerikanske banker Wells Fargo og Wachovia annoncerer, at de fusionerer uden nogen form for finansiel hjælp fra offentlige myndigheder.
	3.	DK: Amagerbanken opnår en kortfristet lånemulighed i Nationalbanken.
	5.	DK: Bankpakke I (Bankpakken). Den danske regering annoncerer aftale om sikring af finansiel stabilitet i Danmark. Pakken indeholder ubegrænset statsgaranti af indskud og pengeinstitutternes gæld med undtagelse af SDO'er, aktiekapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital. Deltagende pengeinstitutter, dvs. medlemmer af Det Private Beredskab, betaler op til 35 mia.kr. over 2 år. Finansiell Stabilitet A/S stiftes.
	6.	EU: Hypo Real Estate meddeler, at der nu er indgået en ny aftale, hvor den tyske regering og den finansielle sektor tilsammen tilbyder en kreditfacilitet på 50 mia. euro. Regeringen stiller en garanti på 35 mia. euro.
	7.	EU: Det islandske finanstillsyn annoncerer, at det har overtaget kontrollen med de to islandske banker Glitnir og Landsbanki.
	8.	USA: AIG får mulighed for at låne 37,8 mia. dollar fra den amerikanske centralbank mod sikkerhed i værdipapirer.
	8.	EU: Storbritannien fremlægger redningspakke for den finansielle sektor, hvor der afsættes 50 mia. pund til rekapitalisering af nødlidende banker og 250 mia. pund til garanti af bankernes fremtidige låntagning med kort- og mellemfristet løbetid (eksklusiv efterstillet gæld).
	8.	EU: Koordineret rentenedsættelse fra en række centralbanker, herunder ECB, den amerikanske centralbank, Bank of England og Sveriges Riksbank.
	9.	EU: Det islandske finanstillsyn annoncerer, at de har overtaget kontrollen med Kaupthing Bank.
	12.	EU: Eurolandene når til enighed om fælles principper for statslige indgreb i banksektoren, der bl.a. inkluderer mulighed for rekapitalisering af banker og midlertidige statsgarantier på fremtidig udstedelse af senior bankgæld med løbetid op til 5 år. I kølvandet følger flere lande med lancering af initiativer over for banksektoren. Det Europæiske Råd (DER) endosser principperne på sit møde d. 15.-16. oktober.
	14.	USA: Det amerikanske finansministerium oplyser, at 9 store amerikanske banker - på frivillig basis og til styrkelse af kapitalbasen - har solgt senior præferenceaktier til staten. Det samlede beløb udgør godt 125 mia. dollar fra TARP, mens 21 finansielle institutioner sælger for godt 30 mia. dollar i november.
	16.	EU: Den schweiziske investeringsbank UBS meddeler, at de vil flytte illikvide papirer mv. for op til 60 mia. dollar til en ny enhed, der vil blive finansieret af den schweiziske centralbank (SNB). UBS vil indskyde 6 mia. dollar i aktiekapital i enheden og sælge denne aktiepost for 1 dollar til SNB. UBS vil finansiere de 6 mia. dollar ved at sælge mandatory convertible notes til den schweiziske stat.
	19.	EU: Den hollandske bank ING meddeler, at de vil modtage 10 mia. euro fra den hollandske stat til styrkelse af kernekapitalen.
	30.	DK: Der indgås aftale om at Morsø Bank pr. 3. november overtager aktiviteterne, eksklusive garantikapitalen, i Sparekassen Spar Mors. Sparekassen opfylder ikke lovens kapitalkrav som konsekvens af betydelige nedskrivninger på udlån og et højt individuelt solvensbehov.

Nov	31	DK: Der indgås en aftale mellem Økonomi- og Erhvervsministeriet og Forsikring & Pension om finansiell stabilitet på pensionsområdet. Aftalen indebærer 1) Midlertidig justering af den løbetidsafhængige diskonteringsrate (rentekurve), 2) Styrket konsolidering: Loft over bonustilskrivning mv., 3) Korrektion for realkredit-obligationsbeholdning i opgørelse af det individuelle solvensbehov og 4) Større vægt på solvensregler frem for "trafiklys"
	3.	EU: Tyske Commerzbank annoncerer, at de vil modtage 8,2 mia. euro, der kan medregnes i kernekapitalen, fra den tyske regerings markedsstabiliseringsfond. Desuden vil markedsstabiliseringsfonden garantere nye gældudstedelser for 15 mia. euro.
	10.	USA: Den amerikanske centralbank og finansministeriet annoncerer en restruktureringsstøtte til AIG. Finansministeriet vil under TARP købe præferenceaktier i AIG for 40 mia. dollar, hvoraf en del skal nedbringe centralbankens lån til AIG fra 85 mia. dollar til 60 mia. dollar. Desuden vil centralbanken etablere to nye selskaber, der får mulighed for at låne i alt 52,5 mia. dollar i centralbanken til opkøb af Residential Mortgage-backed Securities (RMBS) og Collateralized Debt Obligations (CDO) fra AIG.
	10.	EU: Den svenske stat overtager investeringsbanken Carnegie.
	13.	DK: ebh bank meddeler, at bankens solvens er under lovkravet. 21. november overdrages aktiver og passiver (bortset fra aktiekapital og anden efterstillet gæld) til Afviklingsselskabet til Sikring af Finansiell Stabilitet A/S.
	23.	USA: I en fælles erklæring fra det amerikanske finansministerium, FDIC og den amerikanske centralbank stiller myndighederne en garanti på 306 mia. dollar til Citigroup. Citigroup tager alle tab op til 29 mia. dollar og 10 pct. af tab herover. Staten tilfører ligeledes Citigroup yderligere 20 mia. dollar i kapital fra TARP.
	25.	USA: Den amerikanske centralbank annoncerer køb af op til 600 mia. dollar realkreditobligationer og MBSer (Mortgage Backed Securities). Derudover lancerer centralbanken en ny facilitet TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), der skal understøtte lån til mindre virksomheder, studielån, billån og kredittortlån. Faciliteten får en ramme på op til 200 mia. dollar.
Dec	19.	USA: Det amerikanske finansministerium bevilger lån fra TARP til to store amerikanske bilproducenter. Op til 13,4 mia. dollar til General Motors Corp. og 4 mia. dollar til Chrysler.
	21.	EU: Den irske regering annoncerer, at den irske stat vil rekapitalisere de tre banker Anglo Irish Bank, Allied Irish Banks og Bank of Ireland.
2009		
Jan	8.	EU: Den tyske forbundsstat overtager en fjerdedel af Commerzbank.
	15.	EU: Den irske regering annoncerer, at den vil nationalisere Anglo Irish Bank. Regeringen opgiver dermed den rekapitalisering, der blev annonceret den 21. december 2008.
	16.	USA: Det amerikanske finansministerium og FDIC annoncerer, at de vil indgå en aftale om tabsdeling med Bank of America på en portefølje bestående af lån, værdipapirer mm. på i alt 118 mia. dollar mod at få præferenceaktier i banken. Derudover vil den amerikanske centralbank, om nødvendigt, yde et lån for at "bagstoppe" den resterende risiko på porteføljen. Lånet er et såkaldt "non-recourse loan". Dvs., at den amerikanske centralbank i tilfælde af konkurs eller anden misligholdelse, kun kan gøre krav på de aktiver, der ligger som sikkerhed for lånet. Endelig vil finansministeriet investere 20 mia. dollar fra TARP i banken.
	19.	EU: Den britiske regering annoncerer "Asset Protection Scheme" (APS), med det formål at beskytte institutter imod fremtidige kredittab og dermed stabilisere det finansielle system.
Feb	4.	DK: Bankpakke II (Kreditpakken). Lov om ydelse af individuel statsgaranti med en løbetid på op til 3 år for penge- og realkreditinstitutter vedtages i Folketinget. Desuden bliver det muligt at søge om statsligt kapitalindskud (hybrid kernekapital).
	11.	DK: Løkken Sparekasse meddeler, at bankens solvens er under lovkravet. 2. marts overdrages sparekassens aktiviteter til Løkken Sparebank A/S, som var et datterselskab af Finansiell Stabilitet A/S.

	17.	USA: Den amerikanske præsident underskriver en hjælpepakke på 787 mia. dollar, bestående af skattelettelser og øget offentlig forbrug.
	25.	USA: De amerikanske myndigheder meddeler, at banker i USA med aktiver for mindst 100 mia. dollar senest ultimo april 2009 skal bestå obligatoriske stresstest. De banker, der ikke består, skal inden for de efterfølgende seks måneder enten skaffe nødvendig privat kapital eller acceptere offentlig kapital i form af konvertible præferenceaktiver
	26.	EU: Royal Bank of Scotland (RBS) annoncerer, at banken agter at deltage i den britiske regerings "Asset Protection Scheme" med aktiver for 325 mia. pund. Derudover vil det britiske finansministerium købe for 13 mia. pund B-aktier, der medregnes i den ikke-hybride kernekapital, samt yderligere for 6 mia. pund, hvis RBS ønsker det.
	27.	USA: Det amerikanske finansministerium meddeler, at de er villige til at konvertere for op til 25 mia. dollar af Citigroups præferenceaktier til almindelig aktiekapital, hvis private investorer vil konvertere præferenceaktier for et tilsvarende beløb.
Mar	2.	USA: AIG annoncerer et tab på 61,7 mia. dollar for 4. kvartal 2008. Det amerikanske finansministerium og den amerikanske centralbank annoncerer en restruktureringshjælp til AIG, hvor AIG vil modtage yderligere op til 30 mia. dollar fra TARP. Derudover vil finansministeriet udveksle sin eksisterende position på 40 mia. dollar præferenceaktier i AIG med nye præferenceaktier, der i højere grad ligner almindelig aktiekapital.
	7.	USA: Lloyds Banking Group meddeler, at de vil søge om forsikring af aktiver for 260 mia. pund under den britiske regerings "Asset Protection Scheme". Lloyds har samtidig indvilliget i, at regeringen kan konvertere præferenceaktier til almindelig aktiekapital. Resultatet af aftalen kan blive, at regeringen vil kontrollere op til 75 pct. af stemmerne i Lloyds.
Apr	16.	DK: Gudme Raachou Bank indgår aftale med Finansiell Stabilitet A/S om at overdrage samtlige bankens aktiver og passiver bortset fra bankens aktiekapital og efterstillede kapital.
Maj	21.	USA: Standard and Poor's Rating Services sænker vurderingen af udsigterne for Storbritanniens offentlige gæld fra stabil til negativ, på grund af de store finansielle omkostninger i understøttelsen landets banksystem. S&P estimerer at omkostningerne kan fordoble den offentlige gældsbyrde til omkring 100 pct. af BNP i 2013.
	28.	DK: Fionia Banks aktiviteter overdrages til Finansiell Stabilitet A/S.
Jun	1.	USA: Efter aftale med det amerikanske finansministerium og regeringerne i Canada og Ontario, indgiver General Motors konkursbegæring med det formål at omorganisere virksomheden.
Nov	1.	USA: Den amerikanske bank CIT Group, Inc. indgiver konkursbegæring (chapter 11). Den amerikanske regering købte i december 2008 for 2,3 mia. dollar aktier i CIT via TARP.
Dec	2.	EU: EU's Ministerråd af finans- og økonomiministre (ECOFIN) når til enighed om fra 2011 at etablere tre europæiske tilsynssamarbejdsmyndigheder for hhv. banker (EBA), værdipapirhandel (ESMA) samt forsikring og pension (EIOPA). Der opnås enighed med Europa-Parlamentet i september 2010.
	14.	USA: Både Citigroup og Wells Fargo annoncerer at de tilbagebetaler deres resterende gæld (i TARP) til den amerikanske regering. Det drejer sig om henholdsvis 20 mia. og 25 mia. dollar.
	24.	USA: Finansministeriet annoncerer, at der ikke længere vil være nogen begrænsning på hvor mange aktier ministeriet kan købe i Fannie Mae og Freddie Mac. Tidligere har der været en begrænsning på 200 mia. dollar på hver.
2010		
Jan	27	DK: Sparekassen Lolland og Finansbanken fusionerer, med Sparekassen Lolland som fortsættende selskab.

Feb	10.	DK: Capinordic Bank indgiver anmeldelse om betalingsstandsning. 11. februar indgiver Finanstilsynet konkursbegæring mod banken og bankens aktiviteter overdrages til Finansiell Stabilitet A/S.
Mar	25.	EU: Eurolandene og IMF tilbyder finansiel støtte til Grækenland, hvis landet skulle bede om det.
	31.	EU: Irske Anglo Bank annoncerer det største tab i irsk historie, på 12,7 mia. euro.
Maj	2.	EU: Eurolandene og IMF bliver enige om et låneprogram til Grækenland på 110 mia. euro. efter Grækenland den 23. april officielt bad om finansiel støtte.
	10.	EU: ECOFIN beslutter etableringen af nye EU- og eurozone-lånefaciliteter. Beredskabet består i etablering af dels en EU-lånemekanisme (EFSM), med en låneramme på 60 mia. euro, og dels en midlertidig eurozone-lånefacilitet (EFSF), med en låneramme på 440 mia. euro. Etableringen af disse faciliteter suppleres med en tilkendegivelse fra IMF om at stille yderligere op til 250 mia. euro til rådighed.
	27.	DK: Max Bank og Skælskør Bank fusionerer, men Max Bank som fortsættende selskab.
Jun	7.	EU: Eurozone-lånefaciliteten EFSF etableres som en midlertidig institution til understøttelse af finansiel stabilitet i EU.
Jul	21.	USA: Den amerikanske præsident underskriver en ny lov (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), med formål at forbedre den finansielle stabilitet i USA igennem en række mekanismer.
	23.	EU: CEBS (Committee of European Banking Supervisors), ECB og Europa-Kommissionen publicerer resultaterne fra stress-testen af 91 banker i EU.
Sep	10.	EU: IMF færdiggør den første revision af Grækenlands økonomiske situation efter de blev tildelt en treårig SDR (Special Drawing Rights) på 30 mia. euro. Grækenland modtager yderligere 2,57 mia. euro til udbetaling med det samme.
	28.	DK: Morsø Sparekasse og Morsø Bank fusionerer og ændrer navn til Fjordbank Mors.
	30.	DK: Eik Bank Danmark indgår aftale med Finansiell Stabilitet A/S om overdragelse af samtlige aktiver og passiver, bortset fra aktiekapital og efterstillet kapital, til Finansiell Stabilitet A/S's datterselskab Eik Banki Føroya P/F.
Okt	1.	DK: Bankpakke III (Exitpakken). Afløser den generelle statsgaranti i Bankpakke I. Indskydere og andre simple kreditorer i nødlidende pengeinstitutter er ikke længere sikret fuld dækning for deres tilgodehavender og er ikke forpligtede til at lade sig afvikle gennem Finansiell Stabilitet A/S.
Nov	24.	EU: Irlands regering annoncerer 15 mia. euro i nedskæringer og skattestigninger over fire år.
Dec	7.	EU: EU, eurolandene og IMF vedtager et låneprogram til Irland med ekstern finansiering på 67,5 mia. euro, efter landet den 21. november 2010 officielt bad om støtte fra EU.
	17.	EU: Det Europæiske Råd (DER) endosserer etableringen af den permanente europæiske stabilitetsmekanisme (ESM) for eurolandene, der skal være operationel fra medio 2013 og understøtte den finansielle stabilitet i euroområdet og i EU som helhed. Hvis der opstår risiko i forhold til den finansielle stabilitet skal udfordrede eurolande kunne bistås med økonomisk assistance. ESM afløser den midlertidige eurozone-lånefacilitet EFSF der blev vedtaget i maj 2010.
2011		
Jan	14.	USA: Den amerikanske centralbank annoncerer at de ikke længere yder finansiel støtte til AIG og alle lån er tilbagebetalt. Således har AIG ikke længere nogen udeståender overfor centralbanken.
Feb	4.	DK: Amagerbanken meddeler at banken ikke opfylder solvenskravet efter lov om finansiel virksomhed. 6. februar indgås aftale med Finansiell Stabilitet A/S om overdragelse af aktiviteter.

	6.	DK: Sparekassen Midtjylland og Sparekassen Himmerland fusionerer, med Sparekassen Himmerland som fortsættende selskab.
Mar	11.	EU: Det Europæiske Råd (DER) endosserer konkurrenceevnepagten (europluspagten), som skal fremme tiltag til sikring af konkurrenceevnen og stærkere økonomisk-politisk koordination deltagerlandene imellem. Pagten vedtages formelt i forbindelse med DER 24.-25. oktober. Pagten har deltagelse af eurolandene. Ikke-eurolandene Danmark, Polen, Letland, Litauen, Bulgarien og Rumænien har valgt at tilslutte sig pagten.
Maj	17.	EU: EU, eurolandene og IMF vedtager låneprogram til Portugal på 78 mia. euro.
Jun	24.	DK: Fjordbank Mors indgår aftale med Finansiell Stabilitet A/S om overdragelse af samtlige sine aktiver og en del af sine passiver.
Jul	20.	EU: Europa-Kommissionen fremsætter forslag om ændring af kapitalkravsdirektivet for kreditinstitutter (CRD IV/CRR), som bl.a. indeholder skærpede krav til størrelsen og kvaliteten af institutternes kapital og strammere krav til likviditet. ECOFIN når til enighed i juni 2012 og der nås enighed med Europa-Parlamentet i marts 2013. Aftalen træder i kraft 1. januar 2014.
Aug	25.	DK: Bankpakke IV (Konsolideringspakken). Indskydergarantifonden og Finansiell Stabilitet A/S kan bidrage med en medgift idet et levedygtigt pengeinstitut ønsker helt eller delvist at overtage engagementerne fra et nødlidende pengeinstitut.
Okt	11.	DK: Max Bank kan ikke opfylde det individuelle solvenskrav og indgår derfor aftale med Finansiell Stabilitet A/S om overdragelse af alle aktiver og passiver med undtagelse af aktiekapital og anden efterstillet kapital.
Dec	20.	EU: ECB udbyder første del af i alt 1.000 mia. euro i 3-årig likviditet (LTRO) til bankerne. Andet udbud sker 28. februar 2012.
	29.	DK: Sparekassen Limfjorden og Sparekassen Vendsyssel fusionerer, med Sparekassen Vendsyssel som fortsættende selskab.
2012		
Jan	1.	EU: Ikrafttræden af styrkelsen af det økonomiske samarbejde i EU i form af den såkaldte "six-pack" – inkl. en styrkelse af EU's stabilitets- og vækstpagt og indførelse af et nyt samarbejde vedr. makroøkonomiske ubalancer (proceduren for makroøkonomiske ubalancer).
	25.	DK: Aarhus Lokalbank og Vestjysk Bank fusionerer, med Vestjysk Bank som fortsættende selskab.
	30.	EU: Enighed om finanspagten (mellem alle EU-lande på nær Storbritannien og Tjekkiet), som indebærer krav om nationale budgetbalanceregler.
	14.	EU: Europa-Kommissionen præsenterer som led i proceduren for makroøkonomiske ubalancer den første Alert Mechanism Report (AMR) vedr. den makroøkonomiske tilstand i medlemslandene. Rapporten vurderer, at der er makroøkonomiske ubalancer i en række lande, herunder Danmark, som udpeges til videre dybdegående analyser. Europa-Kommissionen vurderer efterfølgende i sine dybdegående analyser i maj, at de udpegede lande i varierende grad er påvirket af ubalancer, men lægger ikke op til egentlige procedurer for uforholdsmæssigt store ubalancer i form af henstillinger.
Feb	21.	EU: Eurolandene og IMF bliver enige med den græske regering om betingelserne for et nyt låneprogram. En forudsætning for aftalen er en betydelig nedskrivning og omstrukturering af private kreditors andel af den samlede offentlige græske gæld. Restruktureringen gennemføres efterfølgende.
	28.	DK: Sparekassen Farsø og Den Jyske Sparekasse fusionerer, med Den Jyske Sparekasse som fortsættende selskab.
Mar	2.	DK: Udviklingspakken. Aftale indgås mellem regeringen og forligspartier med det formål at forbedre især små- og mellemstore virksomheders adgang til finansiering.

Apr	21.	DK: Sparekassen Østjylland indgår aftale med Finansiell Stabilitet A/S om overdragelse af aktiver og passiver, bortset fra garantikapital og anden efterstillet kapital. I umiddelbar forlængelse af overdragelsen frasælges størstedelen af sparekassens aktiviteter til Sparekassen Kronjylland.
	22.	DK: Spar Salling Sparekasses aktiviteter overdrages til Den Jyske Sparekasse med en medgift fra Indskydergarantifonden.
Jun	25.	EU: Cyperns regering anmoder eurolandene og IMF om et låneprogram for at afhjælpe problemerne i landets banksektor og makroøkonomiske ubalancer.
	26.	EU: Eurolandene bliver enige om, at der skal etableres en ny tilsynsmyndighed ("Single Supervisory Mechanism" – SSM) under ECB. Europa-Kommissionen fremsætter i september forslag om den fælles tilsynsmekanisme. ECOFIN når til enighed om forslaget i december og med Europa-Parlamentet i april 2013. Det fælles tilsyn forventes aktiveret fra ultimo 2014.
Jul	20.	EU: Eurolandene når til enighed om et låneprogram til Spanien fra eurolandenes lånefacilitet EFSF til rekapitalisering af de spanske banker (senere overgået til ESM) efter at landet den 27. juni officielt anmodede om økonomisk hjælp.
Sep	6.	EU: ECB detaljerer en tidligere annonceret mulighed for at gennemføre ubegrænset støtteopkøb af udsatte eurolandes statsobligationer (det såkaldt OMT-program), betinget af, at det pågældende euroland indgår aftale om et økonomisk genopretningsprogram med ESM.
Nov	2.	DK: Tønder Bank indgår aftale med Sydbank om overdragelse af samtlige af bankens aktiver og passiver bortset fra bankens egenkapital og efterstillede gæld.

Bilag D – Udvalgte nødlidende pengeinstitutter

Bilag D.1 Gudme Raaschou Bank

Den 16. april 2009 indgik Gudme Raaschou Bank rammeaftale med Finansiell Stabilitet A/S og ophørte med at drive selvstændig bankvirksomhed. De store værdifald på ejendomsmarkedet i 2008, som banken var kraftigt eksponeret overfor, samt store kurstab på værdipapirer fra datterselskabet Gudme Raaschou Vision, der bl.a. handlede med obligationer og valuta, var de primære årsager til, at banken ikke kunne opfylde solvenskravet.

Gudme Raaschou Bank var en nichebank med hovedvægt på pantebreve og investeringskreditter til finansiering af pantebreve. Bankens udlån og pantsikkerhed var stort set udelukkende eksponeret mod ejendomssektoren, hvor andelen af kunder med store engagementer var høj sammenlignet med pengeinstitutter af tilsvarende størrelse, jf. tabel D.1. Finanstilsynets undersøgelse i 2007 gav anledning til bemærkninger vedrørende bl.a. bankens ringe kendskab til kunders økonomiske forhold og gjorde opmærksom på, at en "(...) mangelfuld analyse i forbindelse med kreditbeslutninger kunne medføre tab". Bankens udlån i pantebrevsform var desuden i vidt omfang karakteriseret ved ufuldstændige og uopdaterede oplysninger om låntager, jf. Finanstilsynets § 352a redegørelse. Disse forhold mindskede mulighederne for en effektiv risiko- og kreditstyring. Bankens forretningsmodel bevirkede en så kraftig påvirkning fra krisen på ejendomsmarkedet og de finansielle markeder, at den ikke stod til at redde.

Tabel D.1 Nøgletal for Gudme Raaschou Bank				
	2005	2006	2007	2008
Udlånsvækst, pct.	0,0	52,9	-13,7	-24,0
Likviditetsoverdækning, pct.	30,3	36,2	121,3	84,3
Store engagementer, pct. af basiskapital	313,8	376,2	440,8	621,2
Ejendomskoncentration, pct. af samlede udlån	-	-	-	-
Udlån/Indlån	6.787,2	35,4	32,8	25,9
Egenkapitalforrentning før skat	20,9	18,0	9,1	-
Udlån mio. kr.	3.658	5.595	4.828	3.671
Solvensprocent	17,4	10,5	13,1	-
Anm.: Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006, idet der i 2005 er databrud. "-" betyder, at de indberettede data ikke er korrekte.				
Kilde: Finanstilsynet.				

Banken var i øvrigt karakteriseret ved, at finansieringen hovedsageligt afhang af en gunstig aftale med én konkret modpart, som sikrede tilstrækkelig og billig finansiering indtil 2009. Aftalen betød imidlertid, at Gudme Raaschou Bank indtil aftalens udløb ikke havde incitament til at finansiere sig på anden vis, og da tidspunktet nærmede sig, gjorde de generelle markedsforhold og bankens egne forhold det meget vanskeligt at finde ny finansiering. Et salg af banken var således vanskeliggjort, idet køberen både skulle kapitalisere banken, og finde den fornødne finansiering fremadrettet. Da tilsynets undersøgelse i marts 2009 viste, at Gudme Raaschou Bank ikke længere opfyldte solvenskravet, var der ingen andre muligheder end at overdrage bankens aktiviteter til Finansiell Stabilitet A/S.

Finansiell Stabilitet A/S vurderede i en meddelelse af 4. februar 2011, at det samlede tab for Bankpakke I vedrørende statens tabsgaranti til dækning af simple kreditorer i Pantebrevsselskabet af 2. juni 2009 (Gudme Raaschou Bank), pr. 30. september 2010 skønnes at være 1,8 mia. kr. Ydermere mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

Bilag D.2 Capinordic Bank

Den 10. februar 2010 anmeldte Capinordic Bank betalingsstandsning og indleverede samtidig sin banklicens. Konjunkturuomslaget i 2008, som faldt sammen med nedgangen på ejendomsmarkedet, faldende bonitet hos bankens debitorer, samt at banken i slutningen af 2008 og starten af 2009 fortsatte med at yde nye og forøgede udlån af dårlig bonitet, var de primære årsager til, at banken i februar 2010 ikke kunne overholde solvenskravet. Da bankens moderselskab efter en fristforlængelse konkluderede, at det ikke var muligt at rejse den fornødne kapital eller finde en køber, begærede Finanstilsynet d. 11. februar Capinordic Bank konkurs.

Tabel D.2 Nøgletal for Capinordic Bank			
	2006	2007	2008
Udlånsvækst, pct.	4.202,2	248,6	-35,5
Likviditetsoverdækning, pct.	1661,0	281,4	228,6
Store engagementer, pct. af basiskapital	79,5	88,9	88,2
Ejendomskoncentration, pct. af samlede udlån	4,7	21,9	29,9
Udlån/Indlån	2,3	1,7	0,7
Egenkapitalforrentning før skat	1,0	9,5	-22,7
Udlån i mio. kr.	354	1.245	803
Solvensprocent	140,0	51,1	40,0
Kilde: Finanstilsynet.			

Capinordic Bank blev etableret i oktober 2006 med et forretningsgrundlag baseret på corporate finance, porteføljeforvaltning samt private banking og var dermed nichepræget. Bankens udlånsportefølje var, jf. finanstilsynets § 352a redegørelse, karakteriseret ved "(...) en høj koncentration på få modparter og brancher samt en beskeden

grad af sikkerhedsstillelse i konjunkturfølsomme aktiviteter". Konjunkturukslaget i 2008 havde alvorlige konsekvenser for banken i form af stærkt faldende rente- og gebyrindtægter, og forværringen på erhvervsejendomsmarkedet resulterede i et markant fald i boniteten af bankens store engagementer.

Finanstilsynet gennemførte i perioden 2007-2009 fire inspektioner i banken, hvilket er usædvanligt taget dens størrelse i betragtning, og skal ses som udtryk for bankens høje risikoprofil. Det følger af finanstilsynets § 352a redegørelse, at banken i forbindelse med undersøgelsen i 2007 bl.a. blev påbudt at *"(...) præcisere kreditpolitikken, så den indeholdt retningslinjer for kreditgivning til brancher, produkter og geografiske områder"*, samt *"(...) forbedre datakvalitet og datadisciplin"*. I Finanstilsynets sidste undersøgelse af banken konkluderes at *"(...) bankens kunder generelt havde en meget dårlig kreditkvalitet"*, og at *"(...) kreditgivningen i vidt omfang var baseret på pant af usikker værdi snarere end låntagernes indtjeningsevne og likviditetsskabelse"*. Disse forhold har bidraget til at svække bankens modstandsdygtig overfor skiftet i konjunkturerne.

Finansiel Stabilitet A/S vurderede i en meddelelse af 4. februar 2011, at det samlede tab for Bankpakke I vedrørende statens tabsgaranti til dækning af simple kreditorer i Finansieringsselskabet af 11/2 2010 (Capinordic Bank) pr. 30. september 2010 skønnes at være under 0,1 mia. kr. Dertil mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

Bilag D.3 EBH Bank

Den 23. november 2008 gik EBH Bank konkurs, og bankens aktiviteter blev overdraget til et datterselskab af Finansiel Stabilitet A/S. Banken gik konkurs som følge af udlån til kunder, der ikke længere kunne opfylde deres forpligtelser overfor banken. Den manglende betalingsevne hos kunderne skyldes primært konjunkturerne, herunder ændringerne på ejendomsmarkedet.

Indtil overtagelsen af den tidligere børsnoterede Dansk Anparts Investering koncern i 2001, hvis primære aktiviteter var handel med pantebreve og anparter, var EBH Bank et lokalt nordjysk pengeinstitut. Overtagelsen markerede et skift i vækststrategien, og i de efterfølgende år oplevede banken en kraftig udlånsvækst, hvilket bl.a. førte til etablering af filialer i Århus og København. Således steg EBH banks udlån i perioden 2003 til 2007 i gennemsnit godt 40 pct. om året, hvilket var dobbelt så kraftigt som den øvrige sektor, jf. tabel D.3. I samme periode gjorde banken sig afhængig af markedsbaseret finansiering, idet banken udviklede et betydeligt indlånsunderskud.

EBH Banks ændrede risikoprofil og vækststrategi gav sig bl.a. udslag i, at banken fik flere store og meget risikobetonede engagementer indenfor ejendomssektoren, men som i perioden fra 2003 til 2007 også sikrede en høj indtjening. Den primære baggrund for bankens høje indtjening var netop væksten i eksponeringen mod det opadgående ejendomsmarked, som i perioden oplevede kraftigt stigende priser, især på større boligudlejningsejendomme.

Tabel D.3 Nøgletal for EBH Bank

	2003	2004	2005	2006	2007
Udlånsvækst, pct.	13,8	16,1	46,2	61,3	63,7
Likviditetsoverdækning, pct.	96,8	103,3	47,7	102,6	70,5
Store engagementer, pct. af basiskapital	62,5	37,6	113,7	140,3	181,4
Ejendomskoncentration, pct. af samlede udlån	5,3	5,9	9,3	12,7	22,4
Udlån/Indlån	1,0	1,1	1,4	1,5	1,8
Egenkapitalforrentning før skat	21,0	24,7	26,5	22,3	26,8
Udlån i mio. kr.	1.468	1.704	2.491	4.017	6.577
Solvensprocent	16,2	17,2	13,9	14,2	11,6

Anm.: Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006, idet der i 2005 er databrud.
Kilde: Finanstilsynet.

Da den kraftige nedgang på ejendomsmarkedet materialiserede sig, var det med store tab og nedskrivninger til følge, og grundet bankens lave kapitaloverdækning fik den behov for at få tilført ny kapital eller at mindske sine eksponeringer. Tilbagegangen i ejendomsmarkedet faldt sammen med den internationale uro på de finansielle markeder, hvor mistroen til penginstitutterne og særligt institutter med ejendomsfinansiering var betydelig. EBH Banks muligheder for at komme af med sine ejendomsengagementer eller få tilført ny kapital blev derved ligeledes meget svære.

Finansiell Stabilitet A/S vurderede i en meddelelse af 4. februar 2011, at det samlede tab for Bankpakke I vedrørende statens tabsgaranti til dækning af simple kreditorer i EBH Bank (inkl. Løkken Sparebank¹) pr. 30. september 2010 skønnes at være 5,1 mia. kr. Tabets størrelse var substantielt i begge institutter. I tillæg hertil mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

Bilag D.4 Max Bank

I oktober 2011 indgik Max Bank aftale med Finansiell Stabilitet A/S, hvilket betød at bankens status som selvstændigt pengeinstitut ophørte. Store engagementer i ejendomssektoren, bevilliget i den voldsomme udlånseksponering op til den bratte nedgang i ejendomsmarkedet, vedblev at kræve øgede nedskrivninger, indtil banken ikke længere levede op til solvenskravet.

Max Bank, som havde hovedsæde i Næstved, havde fra 2003 og op til omslaget på ejendomsmarkedet i 2008 en gennemsnitlig udlånsvækst på 33,7 pct., hvilket var betydelig højere end sektorgennemsnittet på 18,9 pct. Store engagementers andel af basiskapitalen voksede til knap 235 pct. i 2008, og banken var særdeles koncentreret indenfor ejendomssektoren, jf. tabel D.4. Den kraftige ekspansion resulterede også i et betydeligt indlånsunderskud, og da opbremsningen på ejendomsmarkedet indtraf, blev det klart, at ekspansionen havde ført til forringet bonitet af udlånsporteføljen.

¹ Sparebank, der var ejet af Finansiell Stabilitet, havde forinden overtaget Løkken Sparekasses aktiviteter.

Tabel D.4 Nøgletal for Max Bank		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Udlånsvækst, pct.		14,0	38,3	24,9	56,2	35,0	-15,0	5,7	41,8
Likviditetsoverdækning, pct.		107,4	49,1	69,0	67,9	85,2	162,6	202,3	208,6
Store engagementer, pct. af basiskapital		105,8	113,6	234,5	200,2	167,6	234,5	110,5	98,0
Ejendomskoncentration		13,5	16,7	19,1	21,6	27,0	31,6	25,8	24,0
Udlån/indlån		1,0	1,2	1,1	1,5	1,5	1,5	1,1	1,5
Egenkapitalforrentning før skat		19,3	19,4	23,3	27,2	11,9	-40,8	-12,9	-9,6
Udlån i mio. kr.		1.361	1.882	2.351	3.672	4.958	4.216	4.454	6.317
Solvensprocent		12,8	14,6	13,2	15,6	14,5	11,1	15,7	15,0
Anm.: I september 2010 blev Skælskør Bank overtaget af Max Bank, hvilket afspejles i tablen. Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006 koncentrationen, idet der i 2005 er databrud.									
Kilde: Finanstilsynet.									

I 2010 voksede Max Banks udlånsportefølje kraftigt som følge af bankens overtagelse af Skælskør Bank, der selv var kommet i vanskeligheder, som følge af bl.a. høj udlånsvækst til ejendomssektoren, jf. tabel D.5.

Tabel D.5 Nøgletal for Skælskør Bank		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Udlånsvækst, pct.		10,1	23,3	37,7	22,3	22,8	-4,2	7,0
Likviditetsoverdækning, pct.		154,7	75,2	38,2	13,1	35,0	38,8	211,8
Store engagementer, pct. af basiskapital		41,7	71,1	63,8	100,4	134,0	147,0	97,1
Ejendomskoncentration		7,6	9,4	10,7	12,0	16,2	20,9	21,9
Udlån/indlån		0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	1,2	1,1
Egenkapitalforrentning før skat		16,4	14,4	13,7	18,8	16,3	-46,3	-106,1
Udlån i mio. kr.		733	903	1.254	1.533	1.883	1.803	1.929
Solvensprocent		14,7	13,2	12,8	11,6	12,5	-	15,1
Anm.: Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006 koncentrationen, idet der i 2005 er databrud. Skælskør Banks solvensprocent ultimo 2008 blev korrigeret i 2009, idet banken fik påbud om bl.a. at offentliggøre en korrigeret årsrapport for 2008 og dermed ændre niveauet for bl.a. nedskrivninger og solvensprocent. Solvensprocenten for 2009 vurderes at være retvisende.								
Kilde: Finanstilsynet.								

Fra 2008 og frem forsøgte Max Bank at nedbringe udlånsporteføljen, ejendomsseksponeringen og andelen af store engagementer, samtidig med at indlånsunderskudet mindskedes. I Finanstilsynets afgørelse fra 7. oktober 2011 konstateres det imidlertid, *"at banken generelt er for optimistisk ved værdiansættelsen af de ejendomme, som er stillet til sikkerhed for gælden til banken"*. En del af disse ejendomsprojekter var desuden placeret i enten Tyskland eller Sverige, og dermed langt fra bankens normale virkeområde. Eftersom Max Bank var ude af stand til at opfylde Finanstilsynets solvenskrav på 18 pct., blev den afviklet under Bankpakke IV, model 2, hvor Sparekassen Sjælland overtog den sunde del af instituttet, og den usunde del blev overtaget af Finansiell Stabilitet A/S med en tabsgaranti fra sektoren.

I Max Bank led simple kreditorer ikke et tab, eftersom afviklingen skete efter Bankpakke IV, model 2. Medgiften på godt 0,8 mia. kr., som Finansiell Stabilitet A/S indskød i forbindelse med opsplittningen, svarer til statens maksimale tab ved at holde simple kreditorer skadesfri. Dertil kommer garantifondens medgift på ca. 0,9 mia. kr. Tabet kan blive reduceret, hvis afviklingen af selskabet forløber bedre end forudsat ved fastlæggelsen af medgiften, hvorved statens og garantifondens tab mindskes. Endelig mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

Bilag D.5 Fionia Bank

Den 22. februar 2009 erkendte Fionia Banks direktion og bestyrelse, at banken ikke længere levede op til solvensbehovet, og overdrog bankens aktiver og passiver til et nyt datterselskab under Finansiell Stabilitet A/S. Bankens store eksponeringer inden for ejendomsudvikling og pantebrev medførte, at Fionia Bank ikke var i stand til at modstå den kraftige opbremsning, der indtraf på ejendomsmarkedet fra 2007 og frem.

Fionia Bank var en regionalt baseret bank med virke på Fyn og i Trekantsområdet. Banken fik stigende fokus på finansiering af ejendomsudvikling og pantebrevsporteføljer, jf. tabel D.6. En stor del af bankens udlånsvækst var opnået ved, at banken havde påtaget sig mange ejendomsengagementer med storentreprenører og ejendomsudviklere. Disse engagementer var komplekse og ofte beliggende uden for bankens primære virkeområde.

Tabel D.6 Nøgletal for Fionia Bank						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Udlånsvækst, pct.	5,6	13,9	23,9	29,2	22,7	6,8
Likviditetsoverdækning, pct.	189,8	196,3	143,8	86,2	70,1	111,7
Store engagementer, pct. af basiskapital	149,0	62,1	99,8	78,1	43,3	145,3
Ejendomskoncentration	16,3	22,1	23,3	24,5	28,1	25,3
Udlån/indlån	1,2	1,2	1,2	1,3	1,5	1,5
Egenkapitalforrentning før skat	16,5	16,6	21,9	24,6	16,2	-64,2
Udlån i mio. kr.	8.984	10.233	12.744	16.471	20.204	21.569
Solvensprocent	10,1	10,9	11,2	11,4	10,5	-
Anm.: Eftersom Fionia Bank ikke konsoliderede engagementer korrekt, er andelen af store engagementer underdrejet. Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006 koncentrationen, idet der i 2005 er databrud.						
Kilde: Finanstilsynet.						

I en advokatundersøgelse², der bl.a. beskæftiger sig med årsagerne til bankens sammenbrud, vurderes *"svag kreditorganisation"* samt *"mangelfuld kreditstyring og kreditsagsbehandling"* at have bidraget til en *"ikke uvæsentlig del af bankens samlede tab"*. Advokatundersøgelsen peger derudover på at kombinationen af ovenstående forhold, samt *"en høj risikoprofil i form af betydelig udlån inden for ejendoms- og*

² Redegørelse om advokatundersøgelse af visse forhold i Fionia Bank A/S – <https://www.finansiellstabilitet.dk/Default.aspx?ID=371>

pantebrevssektoren”, og *”en høj risikokoncentration blandt bankens største kunder”* var de væsentligste årsager til, at omslaget på ejendomsmarkedet, og den efterfølgende globale finanskriser, førte til bankens sammenbrud. Banken blev afviklet efter Bankpakken.

Finansiel Stabilitet A/S vurderer i en meddelelse af 4. februar 2011, at det samlede tab for Bankpakke I vedrørende statens tabsgaranti til dækning af simple kreditorer i Nova Bank Fyn (Fionia Bank) pr. 30. september 2010 skønnes at være 1,9 mia. kr. Ydermere mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

Bilag D.6 Eik Banki

I september 2010 blev Eik Bank Danmarks og Eik Bankis aktiviteter overdraget til Finansiel Stabilitet A/S, og penginstitutterne ophørte som selvstændige pengeinstitutter. Føroya Sparikassi overtog i 2004 Kaupthing Banks andel af det fællesetablerede Kaupthing Bank Danmark, der i forbindelse med overtagelsen skiftede navn til Eik Bank Danmark. Moderbanken Føroya Sparikassi skiftede året efter navn til Eik Banki P/F.

I udgangspunktet skulle overtagelsen af datterbanken øge risikospredning samt mindske afhængighed af og sårbarhed over for færøsk økonomi, herunder udviklingen i fiskeriet, hvorved en større andel af indtægterne skulle stamme fra aktiviteter uden for Færøerne.

Eik Banki havde i årene op til omslaget i konjunkturerne en betydelig udlånsvækst, der med opkøbet af Kaupthing Banks færøske afdeling udgjorde knap 53 pct. i 2007, jf. tabel D.7. I koncernstrategien indgik Eik Bank Danmark med en meget høj ejendomseksponering, hvor Eik Banki stillede aflastningsgarantierne for ejendomsengagementerne, når disse blev for store til at datterbanken kunne håndtere dem alene. Herudover belånte Eik Banki også enkelte ejendomsprojekter uden for Danmark.

Tabel D.7 Nøgletal for Eik Banki							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Udlånsvækst, pct.	-2,3	0,6	13,4	17,1	52,8	3,8	-0,7
Likviditetsoverdækning, pct.	90,6	80,6	52,4	100,8	71,4	118,9	156,1
Store engagementer, pct. af basiskapital	132,7	72,2	48,4	122,0	106,0	127,3	117,9
Ejendomskoncentration	3,0	3,0	4,6	3,6	11,3	9,5	8,4
Udlån/indlån	1,0	1,0	1,1	0,9	1,3	1,3	1,3
Egenkapitalforrentning før skat	-21,0	14,1	17,5	26,4	26,4	-24,1	-21,0
Udlån i mio. kr.	3.887	3.912	4.434	5.191	7.932	8.190	8.136
Solvensprocent	19,1	19,0	16,4	14,3	19,6	17,8	17,8
Anm.: I december 2007 opkøbte Eik Banki Kaupthing Banks færøske afdeling, hvilket tallene afspejler. Kilde: Finanstilsynet.							

På baggrund af en ikke offentliggjort advokatundersøgelse, der bl.a. omhandler årsagerne til bankens sammenbrud, udtaler Finansiel Stabilitet A/S, at *”bankens ufor-*

svarlige kreditgivning, særligt til ejendomsprojekter i Danmark og Tyskland, men også færøske erhvervskunder, kombineret med manglende kreditstyring, som de væsentligste årsager til bankens økonomiske sammenbrud". Eftersom Eik Banki ikke var i stand til at leve op til Finanstilsynets øgede solvenskrav på 22,75 pct., indgik instituttet den 30. september 2010 en betinget overdragelsesaftale med Finansiell Stabilitet A/S.

Finansiell Stabilitet A/S vurderede i en meddelelse af 4. februar 2011, at det samlede tab for Bankpakke I vedrørende statens tabsgaranti til dækning af simple kreditorer i Eik Banki og Eik Bank Danmark pr. 30. september 2010 tilsammen skønnes at være 3 mia. kr. Ydermere mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

Bilag D.7 Eik Bank Danmark

I september 2010 blev Eik Bank Danmarks og Eik Bankis aktiviteter overdraget til Finansiell Stabilitet A/S, og penginstitutterne ophørte som selvstændige pengeinstitutter. Føroya Sparikassi overtog i 2004 Kaupthing Banks andel af det fællesetablerede Kaupthing Bank Danmark, der i forbindelse med overtagelsen skiftede navn til Eik Bank Danmark. Moderbanken Føroya Sparikassi skiftede året efter navn til Eik Banki P/F.

I årene op til opbremsningen på ejendomsmarkedet i 2008 havde Eik Bank Danmark en meget høj udlånsvækst, der i høj grad var koncentreret på ejendomme og byggeprojekter, jf. tabel D.8. En del af væksten kan henføres til opkøbet af bl.a. internetbanken SkandiaBanken i 2007, som bragte detailkunder til bankens ejendomstunge engagementsportefølje, og mere end fordoblede bankens balance. Tilgangen af detailkunder mindskede Eik Bank Danmarks indlånsunderskud kraftigt, og andelen af store engagementer blev reduceret, om end den fortsat var høj. Da konjunkturumslaget indtraf, stod Eik Bank Danmark meget svagt som følge af de store eksponeringer mod ejendomsmarkedet.

Tabel D.8	Nøgletal for Eik Bank Danmark						
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Udlånsvækst, pct.	260,8	54,2	85,8	45,5	149,6	-3,1	-2,2
Likviditetsoverdækning, pct.	115,5	14,5	46,3	41,0	126,7	130,0	116,1
Store engagementer, pct. af basiskapital	568,2	391,3	580,7	524,0	254,5	242,5	269,0
Ejendomskoncentration	39,4	21,2	21,9	22,5	27,1	20,7	33,0
Udlån/indlån	3,2	3,7	6,1	6,5	1,1	0,9	0,9
Egenkapitalforrentning før skat	4,9	10,1	26,8	35,1	16,1	-26,6	-41,3
Udlån i mio. kr.	740	1.141	2.117	3.079	7.684	7.448	7.284
Solvensprocent	11,9	12,4	10,3	11,7	13,8	13,0	12,7

Anm.: I 2007 fusionerede Eik Bank Danmark med SkandiaBanken, hvilket afspejles i tabellen. Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006 koncentrationen, idet der i 2005 er et databrud.
Kilde: Finanstilsynet.

Tabel D.10 Nøgletal for Morsø Bank

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Udlånsvækst, pct.	27,5	23,8	29,2	46,4	14,9	26,5	-1,7
Likviditetsoverdækning, pct.	172,6	80,4	51,8	19,0	56,9	124,6	153,2
Store engagementer, pct. af basiskapital	220,7	407,7	306,5	329,1	218,5	94,4	79,3
Ejendomskoncentration	8,7	7,2	10,7	14,3	14,7	15,8	19,0
Udlån/indlån	0,8	1,0	1,1	1,3	1,1	1,1	1,0
Egenkapitalforrentning før skat	15,8	14,6	14,7	11,5	12,7	0,7	-52,7
Udlån i mio. kr.	1.023	1.266	1.645	2.407	2.765	3.498	3.437
Solvensprocent	12,1	10,6	11,5	11,6	12,3	13,2	14,4
Anm.: I 2010 fusionerede Morsø Sparekasse med Morsø Bank. Ejendomskoncentrationen i 2005 er udregnet som et gennemsnit af 2004 og 2006 koncentrationen, idet der i 2005 er et databrud. Morsø Bank fusionerede i 2008 med Sparekassen Spar Mors, hvilket navnlig påvirker data for 2008. Kilde: Finanstilsynet.							

Efter Fjordbank Mors' krak blev der udarbejdet en advokatundersøgelse³, der skulle kaste lys på forholdene forud for krakket. Undersøgelsen fandt bl.a. at *"(...) bankens overtagelse af Spar Mors' aktiviteter i november 2008 var en medvirkende årsag til Fjordbanks økonomiske sammenbrud, idet Spar Mors' udlånsportefølje, var af ualmindelig ringe kreditbonitet"*. Yderligere vurderes det at *"(...) den faktiske kreditgivning i sparekassen(...), har været en ren formalitet og ikke udtryk for en egentlig selvstændig kreditbehandling og -vurdering, idet udlånsengagementerne i vid udstrækning har været forhåndsgodkendt"*.

I juni 2011 fastsatte Finanstilsynet et solvenskrav på 19 pct., og fandt derudover behov for yderligere nedskrivninger for 400 mio. kr. Idet Fjordbank Mors ikke var i stand til at fremskaffe den nødvendige kapital, eller finde en anden løsning, blev bankens tilladelse inddraget. Afviklingen skete efter Bankpakke III.

I Fjordbank Mors, der blev afviklet efter udløbet af den generelle statsgaranti under Bankpakke I, måtte de simple kreditorer også lide et tab. I Finansiell Stabilitet A/S' årsrapport for 2012 opgøres de udækkede simple kreditorers tab på Fjordbank Mors til 14 pct. af tilgodehavenderne, svarende til en initial dividende⁴ på 86 pct. På baggrund af den initiale dividende blev de simple kreditorers (inklusive statens og garantifondens) tab i forbindelse med afviklingen af Fjordbank Mors opgjort til godt 1,4 mia. kr. Tabet kan blive reduceret, hvis afviklingen af selskabet forløber bedre end forudsat ved fastlæggelsen af initialdividenden, hvorved statens og garantifondens tab mindskes. Endelig mistede aktionærerne og efterstillede kreditorer deres penge.

³ Redegørelse – om undersøgelse af visse forhold i Fjordbank Mors A/S, udarbejdet af advokat Carsten Fode i juli 2012. Advokatundersøgelsen skete på foranledning af bestyrelsen for Fjordbank Mors af 2011 A/S, som blev etableret som datterselskab under Finansiell Stabilitet A/S i 2011.

⁴ Umiddelbart efter overtagelsen af Fjordbanken blev der udbetalt en foreløbig dividende på 73,6 pct., der indeholdt en forsigtighedsstødpude (fastlagt af Garantifondens værdiansættelsesråd). Dividenden efter vurderingsrevisorernes gennemgang af aktiverne, kaldet den initiale dividende, blev senere fastsat til 86 pct.

Bilag E – Eksempel på pantebrevskarrusel

For at illustrere, hvordan en række ejendomme kunne blive handlet til stærkt stigende priser og føre til betydelige tab for de involverede pengeinstitutter, har Niels Sandøe og Thomas Græsbøll Svaneborg beskrevet et konkret hændelsesforløb. Beskrivelsen er en del af en større redegørelse om pantebrevskarruseller, som forfatterne har udarbejdet for Udvalget om finanskrisens årsager.

Beskrivelsen omfatter 71 ejendomme og 22 aktører. De 71 ejendomme spænder fra små ejendomme til en strøgejendom i København, der i efteråret 2007 blev handlet til 220 mio. kr. Ejendommene er i mange tilfælde omsat med en høj hastighed og på en måde, som formentlig kun de involverede så mulighederne i, da de foregik. Ejendomshandlerne forekommer ikke at være nøje organiseret, men de synes at afspejle, at det i processen blev en økonomisk nødvendighed for ejerne af ejendommene at indgå byttehandler for at undgå salg af ejendomme med store tab på det frie marked. De indbyrdes byttehandler gav adgang til ny belåning og frigjorde likviditet, som kunne bruges til at servicere den eksisterende gæld og til at finansiere deltagernes høje privatforbrug. Beskrivelsen er ikke fuldstændig, men den dækker dele af den hektiske bytteaktivitet i de sidste år op til finanskrisen, som bedst illustrerer anvendelsen af pantebreve. Dokumentation for forløbet omfatter tinglyste skøder, kopier af ikke tinglyste dokumenter, herunder underskrevne bytteaftaler, informationer om indgåede byttehandler i baggrundsmateriale vedrørende pantebreve, informationer fra retssager, interview med advokater og myndighedspersoner og sidst men ikke mindst interview med stort set alle deltagere.

Samtlige involverede tinglyste ejendomsejere – personer såvel som selskaber – er på nær én gået konkurs. Ud af de 70 ejendomme i konkursboerne er det kun lykkedes kuratorerne at sælge én ejendom i fri handel – en ejendom på Guldsmedegade i Aarhus, som blev solgt med et tab på 7 mio. kr. i forhold til købsprisen. De resterende 69 ejendomme blev alle solgt på tvangsauktion med et samlet tab på 1,5 mia. kr. i forhold til den samlede pantsikrede gæld på 2,7 mia. kr.

Vestergade 7, Odense: Udgangspunktet for beskrivelsen er et køb af en lille fire etagers udlejningsejendom på gågaden i Odense, som trængte til istandsættelse. I stueetagen lå garnbutikken Madam Grøn. Ejeren boede selv i en lejlighed på toppen, mens det resterende foruden et tomt lejemål og en uudnyttet loftsetage husede et ganske lille advokatkontor og en lille asiatisk kampsportsklub. Ejendommen blev udbudt til salg i januar 2007 gennem Fyns største erhvervsmægler Nykredit Erhverv, der boede tre ejendomme længere væk på gågaden. Vestergade 7 havde en udbudspris på 16 mio. kr. Forstået som en naturlig optimistisk pris, der gav plads til, at en køber kunne forhandle sig frem til et lille nedslag i den endelige købspris. Ejen-

dommen var vurderet af Nykredit Erhverv tæt på den historiske pristop for erhvervs-ejendomme.

Ejendommen blev købt af A, der ikke forsøgte at presse et prisnedslag igennem. A solgte, i et ikke tinglyst dokument umiddelbart efter købet, retten til at overtage ejendommen til ejendomsinvestoren B for 12 mio. kr. Han kom dermed til at stå i tingbogen som køber af ejendommen for 16 mio. kr., selvom han reelt havde givet 28 mio. kr. Det fik dog ingen praktisk betydning. For allerede dagen før, at han formelt skrev under på at købe ejendommen, havde den københavnske ejendomsinvestor C skrevet under på at overtage Vestergade 7 for 28 mio. kr.

Heimdalsgade 39, Kbh. N.: Men hvorfor ville B gå ind som mellemmand på en ejendomshandel til en meget høj pris uden en fortjeneste? Svaret findes blandt andet på Heimdalsgade 39 på Nørrebro i København. Her opgav det børsnoterede ejendoms-selskab Jeudan i 2005 at få økonomi i en lettere nedslidt ejendom, der rummede en moske, en ungdomsklub, lagerlokaler for en bager, et træningsrum og en Aldi. Ejendommen blev solgt for 21 mio. kr. til en investor, der ligeledes havde svært ved at få god økonomi i ejendommen. Da muligheden bød sig for at komme af med ejendommen til 25 mio. kr., slog ejeren til.

Navnet på køberen var B, der skrev under på købet af Heimdalsgade 39 samme dag, som han indgik købet af Vestergade. Ligesom i Odense stod C klar og købte ejendommen, denne gang med en fortjeneste på 16 mio. kr. C beholdt dog kun ejendommen i en måned, før han solgte den videre i en byttehandel med yderligere en fortjeneste på otte mio. kr. Salget fra B til C blev, for at spare afgifter, aldrig tinglyst. Først da C solgte ejendommen for 49 mio. kr., blev handlen tinglyst som et salg med en fortjeneste på 24 mio. kr.

A tjente 12 mio. kr. på at sælge en ejendom købt til markedspris i et prismæssigt stagnerende marked. Hvad gav A tilbage den anden vej? Svaret var finansiering. Gennem et af sine 10 hel- og delejede pantebrevsselskaber sørgede han for at belåne flere ejendomme herunder de yderste 8,4 mio. kr. i Vestergade og de yderste 8 mio. kr. i Heimdalsgade. Dermed kom de sidste 19,6 mio. kr. "luft" til at se sikre ud. Det resterende finansieringsbehov blev udbudt i fri handel af Nykredit og EBH Banks fællesejede Dansk Pantebrevsbørs.

Som udgangspunkt havde A med en fortjeneste efter skat på lidt over 8 mio. kr. reduceret sin maksimale tabsrisiko til 8,4 mio. kr. fra de placerede pantebreve samtidig med, at han modtog renter fra en pantebrevsportefølje på 16,4 mio. kr. Tabsrisikoen blev yderligere reduceret, da han til en ukendt kurs videresolgte 3,5 mio. kr. af pantebrevsbeholdningen til sin fars selskab. Men dermed skød han også en del af risikoen videre til bankerne. For faderens selskab investerede i lighed med de fleste andre store pantebrevsinvestorer for lånte midler. Det vil sige, at de selv indskød mellem 10 og 20 pct. i kapital, lagde indkøbte pantebreve i depot hos bankerne og lånte så op til 100 pct. samme sted.

A's fars selskab havde depot i Amagerbanken. I 2008 måtte selskabet nedskrive værdien af sin pantebrevsbeholdning med 186 mio. kr. til bare 22 mio. kr. A's far havde ikke penge til at dække tabet, og den i forvejen pressede bank måtte overtage

selskabet, der ved udgangen af 2011 havde en negativ egenkapital på 171 mio. kr. Størstedelen af tabet stammede fra pantebreve udstedt af hans egen søn.

10 provinsejendomme: C lignede isoleret set en taber i handlerne omkring Vestergade og Heimdalsgade. Han solgte godt nok Heimdalsgade lynhurtigt videre med en fortjeneste på 8 mio. kr. Men han hang samtidig på Vestergade, der var indkøbt til 12 mio. kr. over markedsprisen. Men de to handler var blandt andet sammen med en finansieringsaftale C's betaling for at få gennemført en langt større byttehandel, der var underskrevet et par måneder tidligere. B havde her forpligtet sig til at købe 10 provinsejendomme spredt over et område fra Nordjylland over Korsør til Hundested samt en ejendom i Valby for sammenlagt 147 mio. kr. af C. C ville til gengæld købe en stor relativ velholdt ejendom på Østerbro i København for 150 mio. kr. af B. Der var godt nok skruet en del op for prisen på ejendommen, som havde kostet 92,5 mio. kr. i november 2006. Men det gjorde ikke noget, for det samme gjorde sig gældende den modsatte vej. Men igen med reference til eksemplerne med Heimdalsgade og Vestergade er prisen for at gennemføre en sådan transaktion ganske stor.

Nyhavn, København K.: Et andet hjørne af serien af byttehandler tog sit udgangspunkt i en ejendom i Nyhavn, der blev sat til salg af statens ejendomsselskab Freja på toppen af markedet i december 2006. Ejendommen havde været brugt som kontorejendom af Biblioteksstyrelsen, men kunne udstykkes til ejerlejligheder. Der ville dog være omkostninger i forbindelse med at gennemføre en sådan proces, da der blandt andet skulle etableres nye badeværelser og køkkener i samtlige lejligheder. Ejendomsmægler D var rutineret i den gren af branchen med salg af 350 store ejendomme for Freja siden 1997. Han satte det, han selv betegner som en med sælgers øjne god udbudspris på 40 mio. kr. Foruden at lægge salgsopstillingen ud på Oline-databasen med 130 tilknyttede danske erhvervsmæglere sendte han 36 salgsspekter ud til udvalgte mæglere. Flere var interesserede og ejendommen endte i en budrunde. Vinderen blev det lille østjyske ejendomsfirma Skala Ejendomme, der forud for handlen havde været involveret i flere byttehandler og var en del af miljøet omkring Vejle, hvor bytteaktiviteten var større end noget andet sted i landet. Det lille firma overtog ejendommen for 42,6 mio. kr. i april 2007. Mindre end en måned og tre hurtige handler senere blev ejendommen solgt for 72 mio. kr. Undervejs var der et par interessante mellemstationer. Den østjyske ejendomsinvestor E købte ejendommen for 60 mio. kr. og henvendte sig til A for at få handlen finansieret. A fortalte E, at han gerne ville have ejendommen og købte den for 65 mio. kr.

Nørregade, København: Fortjenesten fik E ikke udbetalt i kontanter men som en rabat på en ejendom i Nørregade i København, som A havde aftalt at købe af C for 70 mio. kr. En ejendom som C havde købt for 24,5 mio. kr. halvandet år tidligere og sat i stand for nogle få millioner kroner. A havde allerede ved købet af ejendommen i Nyhavn til 65 mio. kr. indgået en aftale om at sælge den videre for 72 mio. kr. Den ikke tinglyste aftale om, at E, der havde købt ejendommen for 60 mio. kr., solgte den videre for 65 mio. kr. til A, der igen solgte den videre til en ny køber for 72 mio. kr. blev indsendt til Dansk Pantebrevsbørs. Her sagde man ja til at arrangere hele finansieringen op til 60 mio. kr. De sidste 10 mio. kr. af et pantebrevslån på 70 mio. kr. klarede A selv med pantebreve fra sin egen koncern. De syv mio. kr. lagde han til sikkerhed for nye lån i Fionia Bank. Regnestykket i Nyhavn ser herefter således ud: A hav-

de tjent syv mio. kr. og udlånt 10 mio. kr., og stod alligevel med et kontant overskud på mere end to mio. kr. plus et pantebrevsudlån, der selv efter betaling af renter til banken gav et årligt overskud på mere end 700.000 kr.

Fredericiagade, København K.: E var dog langt fra tilfreds med sin del af handlen. Ejendommen var godt nok finansieret med pantebreve i en grad, så han kunne overtage ejendommen uden at tage en krone op af lommen. De sidste 15 mio. kr. havde A klaret. De ni mio. kr. havde han solgt til sin fars selskab, der var finansieret af lån fra Amagerbanken, og yderligere et par millioner kr. havde han fået belånt i Fionia Bank. Men der var en masse restriktioner på brug af ejendommen. C fandt dog en løsning. E fik i stedet en ejendom i Fredericiagade til 46 mio. kr., som C selv forinden havde købt for 40 mio. kr. af den forrige ejer, der få måneder tidligere havde købt den for 27 mio. kr. i en anden byttehandel. Det hele var bare gået så stærkt, at den forrige ejer stadig kautionerede for realkreditlånet, da ejendommen mindre end et år efter E's overtagelse røg på tvangsauktion og pantebreve for 21 mio. kr. udstedt af A viste sig at være værdiløse.

Amagerbrogade, København: At A bidrog med risikofyldt finansiering var del af en ny byttehandel. Det var C, som bad om finansieringen for E, som ellers ikke kunne finansiere købet. Samtidig havde C blandt andet brug for hjælp til finansiering af en række ejendomme i blandt andet Korsør, der indgik i den store byttehandel med B, som igen var forbundet med salget af Vestergade og Heimdalsgade, som dette eksempel blev indledt med. A stillede en betingelse. C skulle overtage en større og ældre boligkarre på Amagerbrogade 111 i København for 95 mio. kr., hvilket var omkring 32 mio. kr. mere end det beløb, som ejendommen var vurderet til af ejeren.

Amagertorv 29, København: For A lå gevinsten i, at han selv blev fri for at overtage ejendommen. Overtagelsen var nemlig en del af en byttehandel, der omhandlede 12 ejendomme, hvor prisen var øget fra 741 mio. kr. til 990 mio. kr. A havde allerede hjemtaget den første store gevinst i den finansielt set mest komplekse sag i byttekæden målt på antallet af pantebreve og pantebrevsejere. Det drejede sig om den københavnske strøgejendom Amagertorv 29, som i oktober 2007 blev købt af A. Han nåede kun at eje ejendommen i få dage, før han solgte den videre med en fortjeneste på 54,5 mio. kr. til sælgeren af ejendommen på Amagerbrogade. For at finansiere den handel blev der udstedt 94 pantebreve til 27 forskellige personer og selskaber for at dække købssummen, der inklusive tinglysningsafgifter løb op i 225 mio. kr. Eik Bank var med i finansieringen, hvor man i forbindelse med salget gjorde opmærksom på, at der var tale om en byttehandel. Da den første fulde finansiering var på plads, var A og hans pantebrevsselskaber ejer af 40 ud af de 94 pantebreve herunder de 30 yderste. Da ejendommen kom på tvangsauktion, var 19 ud af de 20 yderste panter placeret hos et par udenlandske investorer, hvis pantebreve var under en udlandsdanskers forvaltning.

Der var fællestræk i fordelingen af pantebreve i den beskrevne byttekæde. Der var dels en tendens til, at den dårligste pantsikkerhed samlede sig hos en eller flere af arkitekterne bag en byttehandel, som havde de største økonomiske incitamenten til at få en byttehandel gennemført. Men der var også en tendens til, at de ringeste panter lå der, hvor de blev placeret enten fra en økonomisk stærk part til en svagere part el-

ler fra en aktiv til en passiv part. Det sidste gjaldt i særdeleshed for EBH Bank, der var medejer af Dansk Pantebrevsbørs. EBH Bank var oprindeligt ejet af EBH Fonden, der efter børsnoteringen af banken blev forvandlet til en fond, der foruden at understøtte banken havde til formål at give penge til velgørende formål i nordjyske Han Herred. Fonden havde samme bestyrelse som banken, og banken var tilsyneladende tilbøjelig til at placere de pantebreve med den laveste værdi i fonden. I den beskrevne byttekæde har EBH Fonden ejet for 131 mio. kr. pantebreve, som viste sig at have en værdi på 11 mio. kr. Den pantebrevsbeholdning på 122 mio. kr., som EBH Bank selv holdt, viste sig at have en værdi på 57 mio. kr.

Handlen med Amagertorv 29 og Amagerbrogade 111 var de eneste to ejendomme i byttehandlen med de 12 ejendomme, hvor prisen efter planen skulle pumpes op med 249 mio. kr., som blev gennemført. Årsagen var avisartiklerne om byttehandler til kunstigt opskruede priser bragt på den sidste dag af oktober og de første dage af november 2007. Artiklerne satte fokus på en række opsigtvækkende pantebrevsfinansierede handler med deltagelse af en række personer i den byttekæde, som vi omtalt i det foregående. Der lå allerede underskrevne betingede købsaftaler på de handler, der ikke blev gennemført.

Borups Allé, Frederiksberg: Den ene handel gjaldt en ejendom på Borups Allé på Frederiksberg, hvis potentiale var et forfaldent baghus, som med en tilstrækkelig stor investering kunne indrettes til ejerlejligheder. De oprindelige ejere havde opgivet idéen, da det krævede, at alt byggeudstyr skulle passere igennem en relativ lille port, som ikke tillod til og frakørsel af større maskiner. Manden, der havde købt ejendommen i Nyhavn af A for 72 mio.kr., overtog i 2005 ejendommen på Borups Allé for 30 mio. kr. Uden at gøre noget ved den, solgte han ejendommen et halvt år senere i en større byttehandel, der involverede en halv snes ejendomme. Manden på den anden side af byttehandlen var køberen af Amagertorv 29. Han betalte 45 mio. kr. for ejendommen. I forbindelse med handlen blev der udarbejdet en mæglervurdering, der var udfærdiget af en ejendomsmægler, hvis vurderinger går igen i tilknytning til en lang række handler i byttekæden. Hendes konklusion var, at ejendommene under en række forudsætninger herunder fuld belåning havde en aktuel markedsværdi på 41 mio. kr.

Som udgangspunkt havde ejendommen et afkast i ubelånt stand på 0,42 pct. Den blev 100 pct. belånt i forhold til købsprisen på 45 mio. kr. De yderste 10 mio. kr. blev leveret af A's selskaber. Renten på de to yderste pantebreve nåede helt op på 13,4 pct. Da ejendommen, efter at markedet var vendt og uden, at der var iværksat nogen form for renovering af ejendommen, blev sat ind i den nye byttekonstellation, var det med en pris på 55 mio. kr. Da ejendommen blev sendt på tvangsauktion, blev den budt hjem af pantebrevs- og ejendomsinvestoren Rantzausminde for 15,6 mio. kr. Ikke fordi direktøren for selskabet fandt prisen attraktiv, men fordi man ville forsvare sit pant.

Bredgade 77, København: En anden planlagt handel omhandlede en kombineret erhvervs- og udlejningsejendom på Bredgade 77 i København. Den var oprindeligt købt af en af de helt store ejendomsfallenter, F, som i 2008 gik konkurs med et ejendoms-selskab og i efteråret 2012 blev idømt 3,5 års fængsel for skatte- og skyldnersvig. I

dag mangler der stadig mere end 2 mia. kr. i hans konkursbo, før alle krav kan dækkes. F havde i maj 2005 købt ejendommen for 31 mio. kr., og da han i efteråret 2006 solgte den videre til A, fik han 72 mio. kr. for den. Med til den historie hører, at der blev sendt en meget stor ejendom til en ganske pebret pris den anden vej. Alt var i efteråret 2007 på plads til et salg af den ejendom til en pris på 103 mio. kr. Handlen var indgået og kan også ses registreret på www.ois.dk, men da bytteklubberne kom i pressens søgelys trak flere banker deres tilsagn om finansiering tilbage og handlen blev stoppet.

I forbindelse med, at ejendommen kom på tvangsauktion, bestilte en kendt professionel investor en vurdering af ejendommen hos det anerkendte mæglerfirma Sadolin & Albæk, der vurderede ejendomme til 32,8 mio.kr. Investoren syntes, at det var lidt optimistisk sat og besluttede sig for en pris på 26 mio. kr. Ejendommen fik hammer-slag på 43,2 mio. kr. Beløbet svarede til hovedstolen i det realkreditlån BRF-kredit havde ydet til ejendommen. Ejendommen blev købt hjem af det mindste af Danmarks fire store realkreditinstitutter og placeret hos en investor, der nyder godt af fuld belåning til lave realkreditrenter. Til gengæld har BRF tinglyst pantsætnings- og salgsforbud på ejendommen. I den konkrete byttekæde med 71 ejendomme er der realkreditlån i de 38, hvoraf BRF er realkreditinstitut for de 31. Årsagen er formentlig, at BRF har samarbejdet tæt med en række af de små og mellemstore pengeinstitutter, der greb muligheden og ekspandere kraftigt inden for ejendoms-lån under den lange op-tur.

Bilag F – Baggrundsmateriale til afsnit 11.6 om corporate governance

Bilag F.1 Danske børsnoterede pengeinstitutter ultimo 2007

Ultimo 2007 var der 44 danske børsnoterede pengeinstitutter, hvoraf 13 var ophørt ultimo 2012, jf. tabel F.1.

Tabel F.1 Pengeinstitutter noterede på NASDAQ OMX Copenhagen ultimo 2007	
Amagerbanken	Ringkjøbing Bank
bankTrelleborg	Ringkjøbing Landbobank
Bonusbanken	Roskilde Bank
Danske Bank	Salling Bank
DiBa Bank	Skjern Bank
Djurslands Bank	Skælskør Bank
EBH Bank	Spar Nord Bank
Fionia Bank	Sparbank
Forstædernes Bank	Sparekassen Faaborg
Grønlandsbanken	Sparekassen Himmerland
Hvidbjerg Bank	Sparekassen Hvetbo
Jyske Bank	Sparekassen Lolland
Kreditbanken	Svendborg Sparekasse
Lokalbanken i Nordsjælland	Sydbank
Lollands Bank	Totalbanken
Lån og Spar Bank	Tønder Bank
Max Bank	Vestfyns Bank
Morsø Bank	Vestjysk Bank
Mønss Bank	Vinderup Bank
Nordfyns Bank	Vordingborg Bank
Nordjyske Bank	Østjysk Bank
Nørresundby Bank	Aarhus Lokalbanc

Anm.: Pengeinstitutter ophørt inden udgangen af 2012 er markeret med rød

Bilag F.2 Statistisk test af betydningen af corporate governance

I afsnit 11.6 påpeges en række forhold, som kan have bidraget til at visse pengeinstitutter påtog sig en betydelig risiko. Forholdene omfattede bl.a. anvendelsen af incitamentsaflønnings og ejerstruktur, herunder tilstedeværelsen af en storaktionær. I det følgende testes det, om der er statistisk sammenhæng mellem disse forhold og pengeinstitutternes risikotagning (målt ved udlåns andel af indlån) og resultat (målt ved egenkapitalforrentningen (EKF) og aktieafkastet).

Sammenhæng mellem incitamentsaflønnings, risiko og resultat

Pengeinstitutter med incitamentsaflønnings har taget mere risiko i årene op til finanskrisen. Udlån delt med indlån var i 2007 signifikant højere for pengeinstitutter med incitamentsaflønnings end for pengeinstitutter uden incitamentsaflønnings, jf. tabel F.2.

Tabel F.2

Risikotagning i pengeinstitutter med og uden incitamentsaflønning

Udlån delt med indlån	Gennemsnit		Median	
	2007			
Ingen incitamentsaflønning	1,15		1,13	
Har incitamentsaflønning	1,42		1,33	
Forskel til ingen incitamentsaflønning	0,27***		0,20***	
Har væsentlig incitamentsaflønning	1,45		1,39	
Forskel til ingen incitamentsaflønning	0,30***		0,26***	
Tab i procent af samlet udlån	Gennemsnit		Median	
	2008	2009	2008	2009
Ingen incitamentsaflønning	1,22	2,67	0,90	2,36
Har incitamentsaflønning	4,96	9,51	2,45	4,02
Forskel til ingen incitamentsaflønning	3,74**	6,85**	1,55***	1,66**
Har væsentlig incitamentsaflønning	6,31	11,9 7	3,70	4,12
Forskel til ingen incitamentsaflønning	5,09**	9,30**	2,80***	1,76**

Anm.: Test for forskelle i risikotagningen mellem penginstitutter med og penginstitutter uden incitamentsaflønning er baseret på udlån delt med indlån ultimo 2007 og penginstitutternes tabsandel på udlån i 2008 og 2009. Tabellen viser yderligere to test for, om der er forskel mellem grupperne – et t-test for forskelle i gennemsnittet af et Wilcoxon rank-sum test for forskelle i medianen. ***, **, * indikerer signifikans på 1 pct. henholdsvis 5 pct. og 10 pct. niveau.

Højere risikotagning i pengeinstitutter med incitamentsaflønnings har medført, at disse pengeinstitutter har signifikant dårligere resultater målt både på egenkapitalens forrentning og aktieafkastet, jf. tabel F.3. Pengeinstitutter med incitamentsaflønnings havde tilmed i årene 2000-07 ikke signifikant bedre resultater end pengeinstitutter uden incitamentsaflønnings. Det gælder både når resultatet vurderes på baggrund af egenkapitalforrentningen og aktieafkastet.

Tabel F.3 Resultater i pengeinstitutter med og uden incitamentsafłønning

	Gennemsnit			Median		
	2000-07	2008	2009	2000-07	2008	2009
Egenkapitalforrentning						
Ingen incitamentsafłønning	13,67	1,91	0,00	13,38	2,55	2,71
Har incitamentsafłønning	14,21	-14,14	-62,02	14,20	-17,02	-14,51
Forskel til incitamentsafłønning	0,54	-16,04***	-62,02**	0,82	-19,57***	-17,22**
Har væsentlig incitamentsafłønning	15,10	-17,73	82,22	14,66	-20,00	-20,00
Forskel til incitamentsafłønning	1,43	-19,64***	82,22**	1,28	-22,55***	-22,71**
Årlige aktieafkast	Jan 2000- Dec 2007	Jan 2008- Jul 2009	Jan 2008- Dec 2009	Jan 2000- Dec 2007	Jan 2008- Jul 2009	Jan 2008- Dec 2009
Ingen incitamentsafłønning	25,01	-41,32	-60,47	25,86	-39,73	-61,32
Har incitamentsafłønning	25,31	-56,84	-69,61	25,81	-54,64	-73,15
Forskel til incitamentsafłønning	0,30	-15,52**	-9,15*	1,95	-14,92**	-11,83*
Har væsentlig incitamentsafłønning	26,64	-59,91	-72,68	26,53	-52,82	-73,41
Forskel til incitamentsafłønning	1,63	-18,59***	-12,21**	2,67	-13,09**	-12,09*

Anm.: De anvendte test er beskrevet i tabel F.2. Aktieafkastet måles her i perioden fra tidspunktet, hvor den første bank kom i problemer til udløbet af ansøgningsfristen i forbindelse med Bankpakke II. Konklusionerne ændres ikke, hvis aktieafkastet over andre perioder omkring finanskrisen betragtes. Tilsvarende er konklusionerne ikke afhængige af om pengeinstitutter, der forsvandt i 2008 og som ikke har aflagt regnskab for 2008, udelukkes eller som her, medtages med rimelige antagelser omkring egenkapitalforrentning og hensættelser.

Risici og resultater i de største penginstitutter

De tre største pengeinstitutter, som er børsnoterede i Danmark (Danske Bank, Jyske Bank og Sydbank) har en betydelig vægt i den samlede udvikling og analyseres derfor særskilt. Disse institutter minder i deres risikotagning og resultater mest om de to grupper med storaktionær og ingen storaktionær, ingen incitamentsafłønning, jf. tabel F.6. Det afspejler de grupper, som de faktisk tilhører. Danske Bank har en storaktionær mens de to andre hverken har storaktionærer eller incitamentsafłønning. Danske Banks nøgletal i forhold til egenkapitalforrentning, tabsprocenter, aktieafkast og udlånsvækst minder meget om de tilsvarende tal for hele gruppen af penginstitutter med en storaktionær. Danske Bank skiller sig derimod ud i opgørelsen af udlån i forhold til indlån, hvor institutter minder mest om penginstitutter uden en storaktionær og hvor der anvendes incitamentsafłønning. Danske Banks egenkapitalprocent er den laveste blandt de børsnoterede pengeinstitutter i Danmark.

Tabel F.4 Risikotagning og resultater i de største danske penginstitutter sammenholdt med tre forskellige grupperinger af penginstitutter

	EKF 2008, pct.	EKF 2009, pct.	Afkast 1:08-7:09, pct.	Udlån/ Indlån	Tab 2008, pct.	Tab 2009, pct.	Årlig vækst i udlån 03-07, pct.	Egen- kapital, pct.
Danske Bank	0,96	1,73	-38,14	1,38	0,50	1,42	18,00	3,10
Jyske Bank	10,18	4,39	-45,12	1,19	0,84	2,40	20,40	4,53
Sydbank	9,04	11,02	-27,54	1,26	0,65	1,56	20,36	5,06
Gennemsnit								
Med storaktionær	2,44	0,26	-39,87	1,06	0,85	2,56	19,12	11,93
Ingen storaktionær, ingen inc.afl.	0,19	-1,39	-42,42	1,18	1,60	2,80	22,89	10,61
Ingen storaktionær, med inc.afl.	-35,37	-76,74	-61,34	1,47	5,97	11,23	32,88	10,31
Median								
Med storaktionær	2,18	1,53	-38,71	1,01	0,83	2,26	18,48	11,09
Ingen storaktionær, ingen inc.afl.	1,58	3,68	-45,12	1,15	1,00	2,67	20,57	10,50
Ingen storaktionær, med inc.afl.	-20,00	-20,00	-57,79	1,44	3,70	4,12	31,73	8,86

Anm.: De anvendte test er beskrevet i tabel F.2.

Bilag F.3 Eksempler på ens formuleringer om corporate governance

Det følgende viser et par eksempler fra tilfældigt valgte penginstitutters redegørelser i forhold til Anbefalinger for god selskabsledelse.

Vores holdning til anbefalingerne er generelt positiv, for Aarhus Lokalbanc og vores interessenter (medarbejdere, kunder, aktionærer og lokalsamfund) og samspillet disse imellem er en forudsætning for Aarhus Lokalbancs fortsatte, positive udvikling. Som lokalt pengeinstitut satser vi særligt på den personlige kundecontact, og da vi lever af at leve op til kundernes tillid og tryghed, er det vigtigt, at der udover skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos vores øvrige interessenter.

Sparekassens holdning til Anbefalingerne er generelt positiv, for Sparekassen og vores interessenter (kunder, medarbejdere, leverandører og lokalsamfund) og samspillet disse imellem er en forudsætning for Sparekassens fortsatte, positive udvikling. Som lokalt pengeinstitut satser vi særligt på den personlige kundecontact, og da vi lever af, at kunderne har tillid til os og føler tryghed i kundeforholdet, er det vigtigt, at der ud over skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos vores kunder og øvrige interessenter.

Bankens holdning til anbefalingerne er generelt positiv, for A/S Vinderup Bank og dens interessenter (medarbejdere, kunder, leverandører og lokalsamfund) og samspillet disse imellem er en forudsætning for A/S Vinderup Bank's fortsatte, positive udvikling. Som lokalt pengeinstitut satser banken forretningsmæssigt i særdeleshed på den personlige kundecontact, og da banken lever af at opfylde kundernes finansielle ønsker og behov, er det vigtigt, at der udover skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos bankens øvrige interessenter.

Kreditbankens holdning til Anbefalingerne er generelt positiv, for Kreditbanken og vores interessenter og samspillet mellem dem er en forudsætning for bankens fortsatte, positive udvikling. Som lokalt pengeinstitut satser banken særligt på den personlige kundecontact, og da banken lever af at leve op til kundernes tillid og tryghed, er det vigtigt, at der udover skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos bankens øvrige interessenter.

Vores holdning til Anbefalingerne er generelt positiv, for banken og vores interessenter (medarbejdere, kunder, leverandører og lokalsamfund) og samspillet disse imellem er en forudsætning for bankens fortsatte, positive udvikling. Som lokal bank satser vi særligt på den personlige kundecontact, og da vi lever af at leve op til kundernes tillid og tryghed, er det vigtigt, at der udover skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos vores øvrige interessenter.

Vor holdning til Anbefalingerne er generelt positiv, for samspillet mellem Salling Bank og vore interessenter (medarbejdere, kunder, leverandører og lokalsamfund) er en forudsætning for Salling Banks fortsatte positive udvikling. Som lokalt pengeinstitut satser vi særligt på den personlige kundecontact, og da vi lever af at leve op til kundernes tillid og tryghed, er det vigtigt, at der udover skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos vore øvrige interessenter.

Vores holdning til anbefalingerne er generelt positiv. For Vestfyns Bank, vores interessenter (medarbejdere, kunder, leverandører og lokalsamfund) og samspillet disse imellem er en forudsætning for bankens fortsatte, positive udvikling. Som lokal bank satser vi særligt på den personlige kundecontact og nærheden til markedet. Vores forretning forankres i at leve op til kundernes tillid og tryghed, og det er vigtigt, at der udover skyldig hensyntagen til aktionærerne også tages hensyn til ønsker hos vores øvrige interessenter.

Bilag G – Ledelsesansvarssager anlagt af Finansiel Stabilitet A/S

Finansiel Stabilitet A/S har anlagt 7 ansvars- og erstatningssager mod de tidligere ledelser i de overtagne pengeinstitutter. Retssagen mod den tidligere ledelse i Amagerbanken blev anlagt den 22. marts 2013, og er den syvende ledelsesansvarssag. Sagerne omfatter ca. 50 personer, som er forhenværende direktører, bestyrelsesmedlemmer, ledende medarbejdere og revisorer. De anlagte sager er fortsat under skriftlig forberedelse ved retterne, og det forventes at tage alt imellem 4-6 år førend der er faldet dom i sagerne. Den første dom forventes medio 2014.

Tabel G.1 Ledelsesansvarssagerne

Pengeinstitut	Advokatundersøgelsens vurdering	Opfølgning på advokatundersøgelsen	Status på sagen
ebh bank	Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen, 2 af direktionens nærmeste medarbejdere, bestyrelsen og den eksterne revision. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger strafansvar.	Stævning indleveret den 23. december 2010 ved retten.	Finansiel Stabilitet A/S har anmodet retten om at beramme et forberedelsesmøde for drøftelse af den videre forberedelse af sagen.
Roskilde Bank	Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen, 1 af direktionens nærmeste medarbejdere, bestyrelsen og den eksterne revision. Advokaterne har ikke tilstrækkelig information til at vurdere, om der foreligger et muligt strafansvar.	Stævning indleveret den 24. februar 2010 ved retten.	Landsretten har tilladt, at der afholdes syn og skøn, samt at der indhentes sagkyndig erklæring fra FSR – Danske Revisorer, vedrørende ekstern revisions forhold.
Fionia Bank	Advokaterne vurderer, at der ikke kan gøres et erstatningsansvar gældende. Advokaterne vurde-	Ingen sag.	-

Løkken Sparekasse ...	rer, at der ikke foreligger et strafansvar. Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen, bestyrelsen og den eksterne revision. Advokaterne har ikke tilstrækkelig information til at vurdere, om der foreligger et muligt strafansvar.	Stævning indleveret den 23. december ved retten.	Finansiell Stabilitet A/S har anmodet landsretten om at tillade afholdelse af syn og skøn, samt at der indhentes sagkyndig erklæring fra FSR – Danske Revisorer, vedrørende ekstern revisions forhold Sagen afventer landsrettens stillings- tagen til anmodningen om sagkyndig bevisførelse.
Gudme Raaschou Bank	Advokaterne vurderer, at der ikke kan gøres et erstatningsansvar gældende. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger et strafansvar.	Ingen sag.	-
Capinordic Bank	Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen og bestyrelsen. Advokaterne vurderer, at der foreligger et strafansvar.	Stævning indleveret den 17. december 2010 ved retten. Anmeldelse indleveret til Finanstilsynet 31. august 2010.	Den skriftlige forberedelse er ved at gå ind i sin afsluttende fase. Hovedforhandlingen er sat til at starte oktober 2013, og forventes at vare i ca. 3 måneder. Der er afsat 40 restdage.
Eik Banki P/F	Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen, bestyrelsen og den eksterne revision. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger strafansvar.	Stævning indleveret den 13. september 2012 ved retten. Ekstern revisor er samtidig indbragt for Revisornævnet.	Byretten på Færøerne har meddelt de sagsøgte advokatpålæg og indvilget i, at der beskikkes advokater til alle de sagsøgte. Sagen er udsat indtil den 23. september 2013 med henblik på parternes indlæg om sagen skal udsættes indtil der foreligger en afgørelse i sagen vedr. Eik Bank Danmark.
Eik Bank Danmark	Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen, bestyrelsen og den eksterne revisi-	Stævning indleveret den 30. december 2011 ved retten. Ekstern revisor er samtidig indbragt for Revisornævnet.	Sagen er udsat indtil den 25. september 2013 med henblik på de sagsøgtes afgivelser af processkrift vedr. formalitetsindsi-

	on. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger et strafansvar.		gelser om søgsmålskompetencen. De sagsøgte har valgt at fastholde deres formalitetsindsigelser, uanset højesteret har afvist de samme indsigelser i ebhBank-sagen.
Amagerbanken	Advokaterne vurderer, at der foreligger et muligt erstatningsansvar for direktionen og bestyrelsen. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger et strafansvar.	Stævning er indleveret den 22. marts 2013.	-
Fjordbank Mors	Advokaterne vurderer, at der ikke kan gøres et erstatningsansvar gældende, men at den eksterne revision indbringes for Revisorankenævnet. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger et strafansvar.	Klage sendt til Revisornævnet den 4. februar 2013.	Sagen afventer Revisornævnets behandling.
Max Bank	Advokaterne vurderer, at der ikke kan gøres et erstatningsansvar gældende. Advokaterne vurderer, at der ikke foreligger et strafansvar.	Ingen sag.	-
Sparekassen Østjylland	Advokatundersøgelsen er indledt.		
Kilde: Finansiell Stabilitet A/S.			

Bilag H – Oversigt over ydede garantier og statslige indskud

Bilag H.1 Statusoversigt for nationale initiativer af 17. oktober 2008

Oversigten viser variationen i de nationale initiativer til sikring af finansiell stabilitet, herunder løbetiden på de ydede statsgarantier, dækkede institutioner og dækkede fordringer, som det så ud den 17. oktober 2008.

Den 12. oktober 2008 blev der på et møde blandt eurolandene (med delvis deltagelse af Storbritannien) vedtaget en handlingsplan med et sæt af fælles principper for håndtering af den finansielle krise. En handlingsplan som de øvrige EU-lande – herunder Danmark – tilsluttede sig den 15. oktober 2008. Formålet med handlingsplanen var at genskabe likviditeten i det finansielle system, tilføre bankerne tilstrækkelig kapital samt sikre indskydernes midler. Handlingsplanen udgjorde således en fælles ramme for de fremtidige nationale initiativer rettet mod de konkrete udfordringer i de enkelte landes finansielle sektorer. Planens hovedelementer var retningslinjer for instrumenter til sikring af de finansielle institutioners likviditet ved udstedelse af en midlertidig statsgaranti på bankernes fremtidige låntagning med en løbetid på op til 5 år samt kapitaludvidelser i solvente banker og rekapitalisering af nødlidende banker. Nationale initiativer skulle indrettes sådan, at de ikke var konkurrenceforvridende, og der skulle lægges vægt på, at bankerne selv betalte for garantierne. Det gjaldt – uanset valg af instrument – at deres anvendelse skulle være midlertidig og løbe indtil ultimo 2009.

ECOFIN forhøjede den 7. oktober 2008 minimumsniveauet for indskydergarantidækning fra 20.000 euro til 50.000 euro.

Tabel H.1 Statusoversigt for nationale initiativer frem til 17. oktober 2008

Land	Indsky- der garanti	Inter- bank- garanti	Rekapi- tali- sering/ Kapita- lind skud	Bemærkninger
Tyskland	Ube- grænset	x	x	Pakke på op til ca. 50 mia. euro forankret i en stabiliseringsfond, der skal stille statsgaranti for nye interbanklån og foretage rekapitalisering af banker. Gjaldt frem til 31. december 2009. Pakken ventes vedtaget den 17. oktober 2008.
Storbritannien	50.000 GBP	x	x	Pakke annonceret med statsgaranti for nye interbanklån samt rekapitalisering i form af tilførsel af foreløbig ca. 37 mia. GBP i bankerne Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB og HBOS og med mulighed for tilførsel til andre banker. Udvidelse af centralbankens likviditetsfacilitet til 200 mia. GBP
Holland	100.000	x	x	Statsgaranti for interbanklån samt fond til kapitalindskud i banker efter ansøgning, annonceret. Initiativerne gælder i et år.
Irland	Ube- grænset	x		Ubegrænset statsgaranti for detail- og interbanklån i to år, oprindeligt gældende for irske banker, udvides til at omfatte større udenlandske banker med operationer i Irland. Offentlig finansiering via statsfonde, muligvis også privat finansiering via præmier fra banker til privat fond.
Frankrig	70.000	x	x	Pakke på op til ca. 360 mia. euro med statsgaranti for nye interbanklån indtil ultimo 2009 og rekapitalisering af banker via et statsligt selskab (ca. 40 mia. euro), der kan foretage kapitaltilførsel og opkøb af aktiver i banker, idet regeringen træffer beslutning og stiller betingelser i det enkelte tilfælde.
USA	250.000 USD	x	x	
Belgien	100.000	x	x	Statsgaranti for alle nye interbanklån indtil ultimo 2009, annonceret.
Bulgarien	50.000	x	x	Forhøjelse af indskydergaranti fra 20 til 50.000 euro. Statsgaranti for interbanklån efter udstedte retningslinjer. Revurdering af reglerne for bankers minimums-reservekrav i centralbanken.
Italien	103.000	x	x	Mulighed for statsligt køb af aktier i kriseramte banker, betinget af at FM og Banca d'Italia godkender bankens stabilitetsplan,

				eller statsgaranteret kapitaltilførsel fra BI til banker med likviditetsproblemer. Mulighed for udstedelse af statsgaranti for nye interbanklån udstedt frem til ultimo 2009.
Luxembourg	100.000		x	Midlertidig forhøjelse af indskydergaranti fra 22.000 til 100.000 euro annonceret.
Polen	50.000			Forhøjelse af indskydergaranti fra 22.500 til 50.000 euro annonceret. Evt. mulighed for rekapitalisering af banker hvis nødvendigt, annonceret.
Portugal	100.000	x		Firedobling af indskydergaranti fra 25.000 til 100.000 euro annonceret. Statsgaranti for interbanklån (max. 20. mia. euro).
Spanien	100.000	x	x	Pakke på op til ca. 100 mia. euro med statsgaranti for interbanklån, udstedt i 2008. Midlertidig mulighed for køb af (sunde) aktiver i spanske banker finansieret af en fond på ca. 30. mia. euro vedtaget den 10. oktober. Forhøjelsen af indskydergaranti fra 20.000 til 100.000 euro annonceret.
Sverige	500.000 SEK			Forslag om forhøjelse af indskydergaranti for detail- og interbanklån fra 250.000 til 500.000 SEK, finansieret af en fond med obligatoriske bidrag fra alle svenske banker, betinget garanti vedr. svenske afd. af udenlandske banker annonceret. Riksbanken øger långivningen til banker til godt 350 mia. SEK.
Østrig	Ube- grænset	x	x	Pakke på op til ca. 100 mia. euro med statsgaranti for interbanklån og kapitalindskud i kriseramte banker.
Kilde: Udarbejdet på baggrund af medlemslandenes udsendte informationer om nationale initiativer, officielle pressemeddelelser, og diverse nyhedsmedier frem til 17. oktober 2008.				

Bilag H.2 Oversigt over indskud af statslig hybrid kernekapital

Oplysningerne om statslige kapitalindskud er indsamlet fra institutternes årsrapporter mv. I alt 43 institutter modtog 45.954 mio. kr. i kapitalindskud. De anførte kapitalindskud i tabel H.2 afviger – formentlig pga. afrunding – fra det samlede faktiske beløb med 8 mio. kr.

Tabel H.2 Statslige kapitalindskud i form af hybrid kapital, pr. 31. december 2009	
Navn	Kapitalindskud, mio.kr.
Alm. Brand Bank A/S	856
Amagerbanken A/S	1.106
Basisbank A/S	98
BRFKredit A/S (realkredit)	2.221
Brørup Sparekasse	94
Danmarks Skibskredit	900
Danske Bank A/S	24.000
Den Jyske Sparekasse	250
DiBa Bank A/S	161
DLR Kredit (realkredit)	4.829
Dronninglund Sparekasse	75
Eik Bank Danmark A/S	295
Eik Banki P/F	327
Farsø Sparekasse	130
FIH Erhvervsbank A/S	1.900
Føroya Banki	204
Himmerland Sparekasse	296
Max Bank A/S	204
Middelfart Sparekasse	110
Morsø Bank A/S	158
Morsø Sparekasse	240
Nordfyns Bank A/S	48
Norðoya Sparikassi	51
Realkredit Danmark A/S	2.000
Salling Bank A/S	65
Sammenslutningen Danske Andelskasser	400
Skjern Bank A/S	65

Skælskør Bank	125
Sparbank A/S	480
Sparekassen Faaborg A/S	200
Sparekassen Hvetbo A/S	64
Sparekassen Lolland A/S	200
Sparekassen Vendsyssel	235
Sparekassen Østjylland	300
Spar Nord Bank A/S	1.300
Spar Salling Sparekasse	32
Suduroyar Sparkassi	10
Totalbanken A/S	93
Vestjysk Bank A/S	1.438
Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse	35
Vordingborg Bank A/S	32
Østjydsk Bank A/S	157
Aarhus Lokalbanc A/S	178
Sum af anførte kapitalindskud	45.962
Kilde: Institutternes årsregnskaber.	

Bilag H.3 Oversigt over individuelle statsgarantier

Tabel H.3 Individuelle statsgarantier, mio. kr., pr. 31. december 2010	
Navn	Udnyttet garanti
Alm. Brand Bank A/S	6.000
Amagerbanken A/S	13.559
Arbejdernes Landsbank A/S	4.976
Basisbank A/S	265
BRFKredit A/S (realkredit)	7.297
Broager Sparekasse	293
Brørup Sparekasse	850
Cantobank A/S	0
Danske Bank A/S	36.772
Den Jyske Sparekasse	1.932
DiBa Bank A/S	1.500
DLR Kredit (realkredit)	7.378
Dronninglund Sparekasse	149
Eik Bank Danmark A/S	2.495
Eik Banki P/F	6.044
FIH Erhvervsbank A/S	47.966
Fjordbank Mors A/S	4.106
Grønlandsbanken A/S	400
Hvidbjerg Bank A/S	146
Kreditbanken A/S	150
Lån og Spar Bank A/S	0
Max Bank A/S	3.623
Middelfart Sparekasse	985
Morsø Bank A/S	0
Nordfyns Bank A/S	346
Nordjyske Bank A/S	1.000
Nordoya Sparikassi	650
Nykredit Bank A/S	0
Nørresundby Bank A/S	0
P/F BankNordik	2.200
Ringkjøbing Landbobank A/S	0

Sammenslutningen Danske Andelskasser	2.000
Skjern Bank A/S	1.495
Sparbank A/S	2.965
Sparekassen Bredebro	100
Sparekassen Farsø	1.496
Sparekassen Faaborg A/S	1.000
Sparekassen Himmerland A/S	2.123
Sparekassen Hobro	414
Sparekassen Hvetbo A/S	374
Sparekassen i Skals	243
Sparekassen Kronjylland	1.500
Sparekassen Limfjorden	109
Sparekassen Lolland A/S	2.992
Sparekassen Sjælland	2.975
Sparekassen Vendsyssel	2.198
Sparekassen Østjylland	750
Spar Nord Bank A/S	7.220
Sydbank A/S	0
Totalbanken A/S	500
Tønder Bank A/S	296
Vestfyns Bank A/S	150
Vestjysk Bank A/S	7.833
Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse	150
Vordingborg Bank A/S	300
Østjydsk Bank A/S	1.761
Aarhus Lokalbank A/S	1.584
I alt	193.608

Kilde: Finansiell Stabilitet A/S.

Bilag I – Centrale forbrugerretlige beskyttelsesregler frem til 2008

Bilag I.1 – Forbrugerombudsmanden

Forbrugerombudsmandens retningslinjer om etik i pengeinstitutternes rådgivning var det første større forsøg på at styrke forbrugerbeskyttelsen i relation til eventuelle interessekonflikter i forbindelse med rådgivning. Retningslinjerne trådte i kraft 1. oktober 1994 og blev ophævet igen 1. oktober 2003 ved udstedelsen af god skik-bekendtgørelsen.

Retningslinjerne fandt alene anvendelse på pengeinstitutternes rådgivning. De såkaldte rene ekspeditioner, såsom ind- og udbetalinger, overførsler, valutaveksling, var derfor ikke omfattet af retningslinjerne.

Generalklausulen i retningslinjerne fastslog, hvad der skulle forstås ved rådgivning. Rådgivningen skulle tilgodese kundens interesser samt være af høj professionel standard. Den høje professionelle standard skulle opnås, ved at pengeinstituttet i samarbejde med kunden skabte den fornødne klarhed om indhold og forudsætninger i rådgivningen.

Retningslinjerne blev til ved forhandlinger mellem Forbrugerombudsmanden og en række erhvervs- og forbrugerorganisationer mv.¹

Formålet med retningslinjerne var blandt andet at imødegå den potentielle konflikt ved pengeinstitutternes varetægelse af kundernes interesse i at modtage rådgivning samtidig med, at pengeinstituttet varetog egne salgs- og indtjeningsmæssige interesser. En retningslinje angik både pengeinstituttets og den ekspederende medarbejders særlige interesse.

Ifølge retningslinjen skulle pengeinstituttet eller den ekspederende medarbejder/rådgiver i rådgivningssituationen informere forbrugeren om arten og omfanget af den særlige interesse. Tillige skulle pengeinstituttet eller den ekspederende medarbejder/rådgiver informere kunden om eventuel provision eller andet vederlag som vedkommende eller pengeinstituttet fik ved formidlingen af produkterne eller ydelserne.

Det fremgik dog klart af retningslinjerne, at den særlige interesse ikke omfattede pengeinstitutternes almindelige indtjening, hvorfor særlig interesse forelå, hvor et pengeinstitut f.eks. udbød ansvarlig kapital udstedt af pengeinstituttet selv.

¹ Finansrådet, Forbrugerrådet, Håndværksrådet, konkurrencesekretariatet samt Finanstilsynet.

Formålet med retningslinjernes informationspligt var at give forbrugeren mulighed for på et informeret grundlag at tage stilling til, hvilke konsekvenser de særlige interesseforhold skulle have.

Bilag I.2 – Bekendtgørelsen om god skik for finansielle virksomheder

Baggrunden for god skik bekendtgørelsen og dens regler var et ønske om en klar og entydig kompetencefordeling på området for god skik.² Kompetencen til at fastsætte regler skulle fremadrettet ligge hos økonomi- og erhvervsministeren.³ Desuden blev Forbrugerombudsmandens tilsyn i forhold til finansielle virksomheder indskrænket, idet tilsynet med de bindende regler skulle underlægges Finanstilsynets kompetence. Den fremadrettede klarhed skulle sikre en bedre forbrugerbeskyttelse i den finansielle sektor.

I forbindelse med ændringen af markedsføringsloven og afgrænsningen af kompetencen i forhold til udstedelse af god skik-bekendtgørelsen blev det tillige anført, at den finansielle forbruger var blevet stillet væsentlig bedre end under de tidligere regler.⁴ Reglerne i god skik bekendtgørelsen er nemlig bindende og er ikke kun udtryk for aftalte retningslinjer, som tilfældet var med Forbrugerombudsmandens retningslinjer for etik i pengeinstitutternes rådgivning. God skik reglerne kan modsat Forbrugerombudsmandens retningslinjer for etik i pengeinstitutternes rådgivning sanktioneres direkte ved påbud.⁵

Det er ligeledes blevet anset for en fordel med god skik regler, fordi de er fleksible og dynamiske og løbende kan tilpasses samfundets udvikling. Dette giver domstolene mulighed for at foretage en konkret vurdering i hver enkelt sag. God skik regler har imidlertid den ulempe, at de er forbundet med en vis retsusikkerhed, fordi det kan være vanskeligt at kende reglernes præcise indhold på forhånd.⁶

Bekendtgørelsen samt § 43, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed udgør i dag en del af kernen i forbrugerbeskyttelsen på det finansielle område.

Samtidig med udstedelsen af bekendtgørelsen om god skik blev der udarbejdet en vejledning. Denne vejledning indeholder uddybende bemærkninger til bekendtgørelsens enkelte bestemmelser.

Anvendelsesområde

God skik-bekendtgørelsen finder anvendelse på alle finansielle virksomheder⁷, som driver virksomhed i Danmark, herunder gennem filialetablering eller grænseoverskridende tjenesteydelsesvirksomhed.

² Lovforslag 176, Bemærkninger til lovforslaget, Almindelige bemærkninger.

³ Den nuværende erhvervs- og vækstminister.

⁴ Sonny Kristoffersen i Nordisk Forsikringstidsskrift, NFT 4/2003, s. 333, samt i Juristen nr. 3, juni 2004, s. 126.

⁵ Se afsnit 3.7. *Tilsyn og straffebestemmelse* for en gennemgang af sanktionsmulighederne.

⁶ Camilla Hørby Jensen (red.), Nis Jul Clausen, Nina Dietz Legind & Hans Viggo Godsk Pedersen, 1. Udgave, 1. oplag, *Bankjura - udvalgte emner*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, København 2010, s. 240.

⁷ Pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber, investeringsforvaltningsselskaber og forsikrings-selskaber.

God skik bekendtgørelsen er kun gældende for private kundeforhold og erhvervs-mæssige kundeforhold, hvis sidstnævnte ikke adskiller sig væsentlig fra et privatkundeforhold. Dette anvendelsesområde svarer til det, som kendes fra de finansielle ankenævn. De finansielle ankenævn kan derfor tage stilling til, om en overtrædelse af bekendtgørelsen skal udløse et civilretligt krav.

Frem til udstedelsen af investorbeskyttelsesbekendtgørelsen i 2007 fandt god skik-bekendtgørelsen også anvendelse på værdipapirhandel.

De generelle regler om god skik

Kapitel 2 i god skik bekendtgørelsen indeholder nogle generelle regler om god skik.

God skik-bekendtgørelsens § 3 indeholder en generalklausul, hvorefter en finansiell virksomhed skal handle redeligt og loyalt over for sine kunder. Bestemmelsen anses for et supplement til § 43, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, som fastslår, at finansielle virksomheder skal drives i overensstemmelse med redelig forretningsskik og god praksis inden for virksomhedsområdet.

§§ 4 og 5 i god skik-bekendtgørelsen omhandler henholdsvis vildledende markedsføring og oplysningsforpligtelsen ved opfordring til køb. Bestemmelserne gennemfører dele af direktivet om urimelig handelspraksis på det finansielle område.⁸ Direktivet sikrer en væsentlig forbedring af både forbrugernes og virksomhedernes retlige sikkerhed⁹, hvilket i sidste ende bidrager til et velfungerende indre marked og et højt forbrugerbeskyttelsesniveau.¹⁰

God skik-bekendtgørelsens § 4 regulerer finansielle virksomheders markedsføring. Markedsføringen må ikke anvende vildledende eller urigtige angivelser eller udelade væsentlige informationer, der kan forvride kundernes økonomiske adfærd på det finansielle marked. Ved henvisningen til bilag 1 i bestemmelsen konkretiseres en række former for adfærd, som altid anses for at være urimelige i private kundeforhold.

God skik-bekendtgørelsens § 5 angiver finansielle virksomheders oplysningsforpligtelser ved opfordring til køb rettet mod private kunder. Opfordring til køb skal forstås, som stadiet umiddelbart før en forbruger tager kontakt til den erhvervsdrivende for at indgå aftale om køb af et produkt. Bestemmelsen skal sikre, at kunden gives et tilstrækkeligt oplysningsgrundlag til at vurdere købet.

Rådgivning

Kapitel 3 i god skik-bekendtgørelsen regulerer kravene til rådgivningen, som de finansielle virksomheder skal opfylde. §§ 7-9 i god skik-bekendtgørelsen er en udmøntning af "kend din kunde"-princippet. Bestemmelserne skal samlet set sikre, at den finansielle virksomhed foretager en undersøgelse af kundens forhold forud for, at der ydes rådgivning. Derved sikres det, at rådgivningen kan tage udgangspunkt i kundens individuelle forhold.

⁸ Direktiv 2005/29/EF.

⁹ Jf. Præambel nr. 12 i direktiv 2005/29/EF.

¹⁰ Jf. Artikel 1 i direktiv 2005/29/EF.

Kravene til rådgivningen

God skik-bekendtgørelsens § 7 stiller en række krav til finansielle virksomheders rådgivning. Den ydede rådgivning skal tilgodese kundens interesser og samtidig give kunden et godt beslutningsgrundlag, hvorfor rådgivningen skal være relevant, retvisende og fyldestgørelsen samt informere om risici. Rådgivningen skal til hver en tid opfylde den professionelle standard, som er gældende på det pågældende rådgivningsområde.

Ifølge bestemmelsen skal der ved rådgivning forstås anbefalinger, vejledninger, herunder oplysninger om risici forbundet med en disposition, og oplysninger om umiddelbare konsekvenser af kundens valgmuligheder.

De opstillede krav til rådgivningen forhindrer ikke, at finansielle virksomheder udbyder produkter med standardiseret information med lille eller ingen tilknyttet individuel rådgivning, hvis der gøres opmærksom på begrænsningen.

Tidspunktet for rådgivningen

Rådgivning gives i medfør af § 7 i god skik bekendtgørelsen og gives efter anmodning, men i visse tilfælde skal den finansielle virksomhed af egen drift yde rådgivning. Der skal rådgives, hvis "omstændighederne tilsiger, at der er behov herfor." Det kan f.eks. være, når kunden har behov for rådgivning under en ekspedition eller i andre tilfælde, hvor rådgivningsbehovet viser sig ved anden kontakt med den finansielle virksomhed.

Det følger endvidere af § 7 i god skik-bekendtgørelsen, at en finansiell virksomhed skal yde rådgivning i tilfælde omfattet af §§ 2 og 14 i bekendtgørelsen. Bekendtgørelsens § 2 omhandler tilfælde, hvor en finansiell virksomhed har indgået aftale med andre finansielle virksomheder om afsætning og rådgivning i forbindelse med virksomhedens produkter. § 14 i bekendtgørelsen bestemmer, at der skal rådgives før et pengeinstitut eller realkreditinstitut indgår aftale om et lån med sikkerhed i fast ejendom.

Rådgivningens indhold

§ 8 i god skik-bekendtgørelsen stiller krav om, at den finansielle virksomhed skal sætte sig ind i kundens forhold og økonomi forud for rådgivningen. Dette vil blandt andet omfatte kundens økonomiske situation, erfaring med de relevante finansielle ydelser, formålet med at få ydelsen leveret samt risikovillighed. F.eks. kan et forventet pensionstidspunkt og behov for anskaffelse af større formuegoder have betydning for kundens låne- og investeringshorisont og dermed for den rådgivning, der skal gives. Derudover har det efterspurgte produkt betydning for, hvilke oplysninger det er relevant at indhente.

Den finansielle virksomhed har muligheden for at afpasse omfanget og karakteren af disse oplysninger, hvis virksomheden allerede har modtaget oplysninger eller kunden besidder relevant viden som beskrevet oven for. Den finansielle virksomhed skal dog overveje, om oplysningerne er tidssvarende og tilstrækkelige i forhold til det, der rådgives om, og i modsat fald anmode kunden om yderligere oplysninger eller om at opdatere tidligere afgivne oplysninger.

Informationsindsamlingen efter god skik bekendtgørelsens § 8 danner grundlaget for rådgivningen efter bekendtgørelsens § 9. Rådgivningen skal tage udgangspunkt i de indsamlede oplysninger og den finansielle virksomhed skal desuden anmode kunden om at opdatere de tidligere efter § 8 indhentede oplysninger.

Samlet set sikrer §§ 8 og 9 i god skik-bekendtgørelsen, at de finansielle virksomheder indsamler relevante oplysninger om kunden og anvender denne information i rådgivningen af den enkelte kunde.

Særlige regler om rådgivning om lån med sikkerhed i fast ejendom

§§ 14 og 15 i god skik-bekendtgørelsen stiller nogle yderligere krav til pengeinstitutter og realkreditinstitutter i forbindelse med aftale om et lån med sikkerhed i fast ejendom.

Ifølge § 14 i god skik-bekendtgørelsen skal kunden informeres om relevante produkttyper på markedet og om fordele og ulemper ved disse, jf. bekendtgørelsens § 10.

Er der tale om lån, der udbydes af instituttet eller formidles for andre institutter og som kan dække kundens behov, skal der ved rådgivningen efter god skik-bekendtgørelsen § 7 gives en række forudbestemte oplysninger f.eks. de årlige omkostninger i procent på rådgivningstidspunktet ved de relevante lån, opsigelses- og indfrielsesvilkår samt instituttets normale prismæssige vilkår for dets kunder for de relevante lån.

Hvis lånet er et realkreditlån eller et lån finansieret ved udstedelse af særligt dækkende obligationer eller særligt dækkende realkreditobligationer, skal der ved rådgivningen oplyses om eventuelle sammenhæng mellem lånet og obligationsudstedelsen samt om muligheden for at aftale kurssikring.

Det følger af § 15 i god skik-bekendtgørelsen, at kunden skal bekræfte modtagelsen af de forudbestemte oplysninger, som er beskrevet oven for. Instituttet skal på tilsvarende måde bekræfte oplysningerne. Bekræftelsen skal ske senest ved indgåelse af aftalen om lån med sikkerhed i fast ejendom og ske ved anvendelse af standardskemaet i bilag 2 til god skik-bekendtgørelsen.

Særlig interesse

God skik-bekendtgørelsens § 11 beskriver i hvilke situationer, hvor der kan foreligge særlige interesse ved pengeinstitutternes varetagelse af såvel rådgivningsmæssige som salgsmæssige funktioner. Bestemmelsens sigte er derfor de situationer, hvor der kan være en modsætning mellem kundens interesse i rådgivningssituationen og den finansielle virksomheds interesse i at sælge sine produkter.

Formålet med bestemmelsen er, at kunden skal sikres oplysninger om enten det pågældende pengeinstituts særlige interesse i rådgivningen eller den ekspederende medarbejder/rådgivers interesse i rådgivningssituationen. Derved har kunden muligheden for på et informeret grundlag at tage stilling til, hvilke konsekvenser de særlige interesseforhold skal have.

Der er eksempelvis tale om særlig interesse, hvis den ekspederende medarbejder/rådgiver modtager salgsafhængige bonusordninger eller andre former for præstationsaflønninger. I disse situationerne er den ekspederende medarbejder/rådgiver forpligtet til at informere om dennes interesse i afsætningen af et produkt.

For pengeinstitutter vil der være tale om særlig interesse, hvis et pengeinstitut udbyder ansvarlig kapital udstedt af pengeinstituttet selv. Den finansielle virksomheds interesse i den almindelige indtjening er dog ikke omfattet af oplysningsforpligtelsen.

Tilsyn og straffebestemmelse

Finanstilsynet har mulighed for at give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med bestemmelserne i god skik-bekendtgørelsen, jf. bekendtgørelsens § 33.

Det følger dernæst af god skik-bekendtgørelsens § 34 at den, der undlader at efterkomme påbud efter bekendtgørelsens § 33, straffes med bøde. Overtrædelse af bestemmelserne i § 4, § 5, stk. 1 og 2 samt § 20, straffes med bøde, medmindre højere straf er forskyldt efter anden lovgivning. Afslutningsvist fremgår det, at der kan pålægges selskaber mv. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Bilag I.3 – Bekendtgørelsen om investorbeskyttelse ved værdipapirhandel

Frem til gennemførelsen af MiFID-direktivet¹¹ i 2007 var værdipapirhandlere omfattet god skik-bekendtgørelsen. Inden investorbeskyttelsesbekendtgørelsen skulle værdipapirhandlere leve op til de almindelige krav i kapitel 2 og 3 samt de særlige regler i kapitel 8 i god skik-bekendtgørelsen.

MiFID betød en skærpelse af kravene til værdipapirhandlere i forhold til reglerne under god skik bekendtgørelsen. På baggrund af MiFID blev investorbeskyttelsesbekendtgørelsen udarbejdet.

Konsekvensen heraf er, at værdipapirhandlere er undtaget god skik-bekendtgørelsen, jf. bekendtgørelsens § 1, stk. 5. God skik-reglerne i værdipapirhandelslovens § 3 og lov om finansiel virksomhed § 43 samt reglerne om virksomhedsstyring i lov om finansiel virksomhed § 72 er dog fortsat gældende, men har det mere overordnede formål at øge investorbeskyttelsen i forbindelse med handel med værdipapirer indirekte.¹²

Som tilfældet er med god skik-bekendtgørelsen, så findes der en vejledning til investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, som uddyber bestemmelserne i sidstnævnte.

Anvendelsesområde

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsen finder anvendelse på værdipapirhandlers aktiviteter i Danmark, herunder gennem filialetablering eller grænseoverskridende virksomhed/aktiviteter.

¹¹ Direktiv 2004/39/EF.

¹² Hørby Jensen m.fl. (2010), s. 430.

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 2 indeholder en række definitioner på området. Bekendtgørelsens § 2 bestemmer blandt andet, at der ved værdipapirhandel skal forstås investeringsservice som nævnt i bilag 4, afsnit A i lov om finansiel virksomhed samt, hvis det er relevant, accessorisk tjenesteydelser, som nævnt i bilag 4, afsnit B, i lov om finansiel virksomhed.

MiFID indførte en ny definition af investeringsrådgivning, som er mere snæver end rådgivningsbegrebet i god skik-bekendtgørelsen. Ifølge investorbeskyttelsesbekendtgørelsen forstås investeringsrådgivning som personlige anbefalinger til en kunde om transaktioner i tilknytning til finansielle instrumenter. Ved personlig anbefaling skal der forstås en anbefaling, der gives til en person i dennes egenskab af investor, som tager udgangspunkt i personens egne omstændigheder og som udgør en anbefaling til at f.eks. købe eller sælge et bestemt finansielt instrument.

Kundekategorier

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 4 bestemmer, at værdipapirhandlere skal inddele deres kunder i forskellige kundekategorier. Den enkelte kundekategori afgør, hvilken grad af beskyttelse investoren skal have. De objektive betingelser for inddelingen fremgår af bekendtgørelsens bilag 1 og 2.

De tre kundekategorier er godkendte modparter, professionelle kunder og detailkunder. Detailkunderne nyder den største grad af beskyttelse, mens godkendte modparter nyder den mindste grad af beskyttelse.

Forbrugere vil blive placeret i kategorien detailkunder. Kategorien detailkunde er dog meget bredere end forbrugerbegrebet og omfatter i praksis stort set alle erhvervsvirksomheder, der ikke har investering og værdipapirhandel som en del af deres forretningsgrundlag.

Generelle regler om investorbeskyttelse

Som det er tilfældet for god skik-bekendtgørelsen, indeholder investorbeskyttelsesbekendtgørelsen en generalklausul. Generalklausulen fremgår af investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 5 og bestemmer, at en værdipapirhandler skal handle redeligt og professionelt. Bestemmelsen er et supplement til § 43 i lov om finansiel virksomhed.

§ 7 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen regulerer, hvornår værdipapirhandlere må modtage eller give præmiering i forbindelse med ydelse af investeringsservice eller accessoriske tjenesteydelser til en kunde. Ved præmiering forstås alle typer af gebyrer, kommissioner og andre ikke pengerelaterede ydelser, som en værdipapirhandler modtager eller betaler i forbindelse med at vedkommende yder investeringsservice eller yder accessoriske tjenesteydelser. Overordnet set sikrer bestemmelsen indsigt i og regulering af værdipapirhandlernes interesse i deres kunders værdipapirhandel.

Information til detailkunder

Investorbekendtgørelsens § 8 stiller krav til det informationsmateriale, der må antages at blive modtaget af detailkunder. Information, som er rettet mod detailkunder, skal

være klar og ikke-vildledende og skal i det hele fortolkes i overensstemmelse med § 4 om vildledning i god skik-bekendtgørelsen.

Bestemmelsen sikrer, at kunderne får en række vigtige og relevant oplysninger i det informationsmateriale, som de modtager fra værdipapirhandleren. Informationen må desuden ikke kun fokusere på fordele, men skal tillige beskrive eventuelle risici og tillige tilpasses det vidensniveau, det må forventes, at "den almindelige dansker på gaden" har.

Bestemmelsen stiller derudover en række krav til informationsmaterialet. Det afgørende for hvilke krav informationsmaterialet skal opfylde afhænger af informationens karakter. Er der f.eks. tale om en sammenligning af værdipapirhandel skal et sæt krav være opfyldt, mens information om fremtidige afkast skal opfylde et andet sæt krav.

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 9 regulerer markedsføringsmateriale til detailkunder og supplerer kravene i bekendtgørelsens § 8. § 9 foreskriver blandt andet, at værdipapirhandlerens markedsføringsmateriale skal stemme overens med de oplysninger, som værdipapirhandleren giver i forbindelse med en værdipapirhandel.

Prisoplysning

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 14 har til formål at regulere de prisoplysninger, som en værdipapirhandler skal give detailkunden. Bestemmelsen skal ses i sammenhæng med bekendtgørelsens § 5 og indebærer, at værdipapirhandleren ikke må forbeholde sig en vilkårlig ret til at ændre gebyrklausuler i sine almindelige forretningsvilkår.

"Kend din kunde"-princippet

Kapitel 6 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen er udtryk for "kend din kunde"-princippet og bygger på et informations- og rådgivningsregime. Princippet kendes fra god skik-bekendtgørelsen, hvor princippet først er introduceret. Centralt for kapitel 6 er samspillet mellem bekendtgørelsens §§ 16, 17 og 19 og det beskyttelsesniveau som er afledt heraf.

Gennemførelsen af MiFID og udstedelsen af investorbeskyttelsesbekendtgørelsen har ikke ændret på, at det fortsat er muligt at foretage risikofyldte investeringer. Beskyttelsesregimet skal derimod sikre, at de kunder, som vælger de risikofyldte investeringer, foretager valget på baggrund af et så oplyst grundlag som muligt.

Egnethedstesten

Egnethedstesten fremgår af investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 16. Det er alene i forbindelse med investeringsrådgivning og porteføljepleje, at værdipapirhandleren skal foretage en egnethedstest og finder altid anvendelse uanset om tjenesteydelsen ydes på kundens eller værdipapirhandlerens initiativ.

Grundlæggende set skal bestemmelsen sikre, at en værdipapirhandler ikke giver en personlig anbefaling uden at foretage en egnethedstest. En personlig anbefaling kan være en anbefaling om køb/salg af specifikke finansielle instrumenter, men det kan

også være en anbefaling om at afstå fra en specifik transaktion i et finansielt instrument.

Til brug for egnethedstesten skal der indhentes en række oplysninger. § 18 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen stiller krav til indholdet af de indhentede oplysninger. Oplysningerne skal blandt andet vedrøre de typer af tjenester, transaktioner og finansielle instrumenter, som kunden er bekendt med samt arten, antallet og hyppigheden af kundens transaktioner i finansielle instrumenter. Kundens uddannelsesniveau og beskæftigelse er ligeledes af relevans.

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 18 opstiller desuden nogle særlige krav til indhentelse af oplysninger i forbindelse med egnethedstesten. Der skal indhentes oplysninger om kundens finansielle situation, hvilket kan omfatte oplysninger om indtægtsforhold, aktiver, herunder likvide aktiver, investeringer, fast ejendom samt kundens normale finansielle forpligtelser.

I forbindelse med egnethedstesten skal der indhentes oplysninger om kundens investeringsformål. I den forbindelse foreskriver § 18 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, at oplysninger kan indeholde information om investeringshorisont, risikovillighed, risikoprofil og formål med investeringen.

Såfremt værdipapirhandleren ikke har tilstrækkelig information om kunden til at foretage en egnethedstest og til at anbefale en specifik transaktion, men kunden ønsker at udføre denne transaktion, vil dette kunne ske under iagttagelse af §§ 17 og 19 afhængig af det finansielle instruments kompleksitet, og en eventuel aftale om udelukkende ordreudførelse.

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 16 er ikke udtryk for et handelsforbud, hvorfor en kunde har mulighed for at få en ordre udført, uanset om værdipapirhandleren har frarådet et produkt, transaktion eller tjenesteydelse, men i øvrigt havde tilstrækkelige oplysninger om kunden.

Hensigtsmæssighedstesten

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 17 indeholder hensigtsmæssighedstesten og omfatter de tilfælde, hvor værdipapirhandleren udfører eller formidler ordrer for en detailkunde uden at yde investeringsrådgivning eller porteføljepleje. I forhold til god skik-bekendtgørelsen er hensigtsmæssighedstesten en nyskabelse og er en mellemting mellem egnethedstesten i bekendtgørelsens § 16 og de rene ordreudførelser efter § 19.

Som det var tilfældet med egnethedstesten, finder investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 18 også anvendelse ved indhentelse af oplysninger om kunden. Det skal dog bemærkes, at det alene er bekendtgørelsens § 18, stk. 1, som finder anvendelse. Derfor skal de indhentede oplysninger blandt andet vedrøre de typer af tjenester, transaktioner og finansielle instrumenter, som kunden er bekendt med samt arten, antallet og hyppigheden af kundens transaktioner i finansielle instrumenter. Kundens uddannelsesniveau og beskæftigelse er ligeledes af relevans.

§ 17 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen giver adgang til at foretage ekspeditioner med både komplekse som ikke-komplekse produkter. En forudsætning er dog, at detailkunden har den fornødne erfaring og kendskab på det relevante investeringsområde.

Som det er tilfældet med investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 16, så er bekendtgørelsens § 17 heller ikke udtryk for et handelsforbud, hvorfor værdipapirhandleren kan gennemføre kundens ordrer.

Udelukkende ordreudførelse

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 19 fastslår, at en værdipapirhandler, som alene modtager, formidler eller udfører en kundes ordrer, ikke skal iagttage forpligtelserne i medfør af bekendtgørelsens §§ 16-18.

Bestemmelsen finder alene anvendelse, hvis en række betingelser er opfyldt. For det første skal der være tale om et ikke komplekst finansielt instrument, f.eks. aktier eller obligationer. For det andet skal handlen ske på kundens initiativ. For det tredje skal kunden være informeret om, at værdipapirhandleren ikke har pligt til f.eks. at vurdere det tilbudte finansielle instruments hensigtsmæssighed, og at kunden ikke nyder godt af beskyttelsen efter reglerne i investorbeskyttelsesbekendtgørelsens §§ 16 og 17. Som en sidste betingelse skal nogle nærmere fastlagte forpligtelser i lov om finansiell virksomhed være opfyldt. Forpligtelserne angår påvisning og begrænsning af interessekonflikter, som kan skade kundernes interesser.

Underretning om tab

Investorbeskyttelsesbekendtgørelsens § 23 indeholder en underretningsforpligtelse for værdipapirhandlere. Bestemmelsen finder anvendelse ved porteføljeplejeaftaler samt i tilfælde, hvor værdipapirhandleren har forpligtet sig til at underrette detailkunden om overskridelse af aftalte tærskler.

Underretningen skal ske senest ved udgangen af den hverdag, hvor overskridelsen finder sted. Bestemmelsen skulle derfor sikre, at detailkunden modtager underretning, som giver detailkunden mulighed for at tage de fornødne skridt til selv at begrænse sine tab ved investeringen.

Tilsyns- og straffebestemmelse

Som det er tilfældet med god skik-bekendtgørelsen, fører Finanstilsynet tilsyn med investorbeskyttelsesbekendtgørelsen, jf. bekendtgørelsens § 31. Finanstilsynet kan give påbud om berigtigelse af forhold i strid med bekendtgørelsens bestemmelser, jf. bekendtgørelsens § 31, stk. 2 samt straffe undladelser om at efterkomme påbud med bøder, jf. bekendtgørelsens § 32, stk. 1.

Bilag I.4 – Prisoplysningsbekendtgørelsen

Prisoplysningsbekendtgørelsen trådte første gang i kraft den 1. april 2006. Bekendtgørelsens skulle afløse bekendtgørelse nr. 902 af 12. november 1992 om oplysning til forbrugere i ekspeditionslokaler, i annoncer mv. om indlånsrenter, afkast af ind-

skud på gevinstkonti samt indlånsrenter og andre kreditomkostninger i pengeinstitutter.

Oplysningskravene i prisoplysningsbekendtgørelsen skal bidrage til, at forbrugeren kan danne sig et overblik over, hvad det pågældende pengeinstitut opkræver af renter og gebyrer for deres produkter, inden kunden forespørger om prisen på at indgå en konkret aftale med instituttet.

I tilknytning til prisoplysningsbekendtgørelsen er der blevet udarbejdet en vejledning, som indeholder uddybende bemærkninger til bekendtgørelsens enkelte bestemmelser.

Anvendelsesområde

Prisoplysningsbekendtgørelsen finder anvendelse på danske og udenlandske pengeinstitutter, som udøver virksomhed i Danmark, herunder gennem filialetablering, når de udbyder produkter til forbrugere. Bekendtgørelsen har derfor et mere snævert anvendelsesområde end tilfældet er for god skik-bekendtgørelsen og investorbekendtgørelsen.

Prisoplysningsbekendtgørelsen finder dog ikke anvendelse på alle produkter til forbrugere. Det fremgår, at kapitalpension, ratepension, selvpension, børneopsparing og boligopsparing, som anbringes som puljeindlån eller i et særskilt depot ikke er omfattet.

Oplysningsform

Det følger af § 2 i prisoplysningsbekendtgørelsen, at en række oplysninger om ind- og udlån samt gebyrer skal gives i pengeinstituttets forretningslokaler, så kunden på en nem og overskuelig måde kan finde de ønskede oplysninger. I det omfang pengeinstituttet har en hjemmeside, skal de samme oplysninger fremgå af denne. I forhold til fremmed valuta i sedler, som Danmarks Nationalbank offentliggøre kurser for, og som pengeinstituttet handler med, skal oplysningerne alene gives i pengeinstituttets forretningslokale.

Oplysninger om ind- og udlån

§ 3 i prisoplysningsbekendtgørelsen fastligger, hvilke oplysninger et pengeinstitut skal give om dets mest almindeligt forekommende indlånskonti f.eks. en lønkonto eller en børneopsparingskonto.

De oplysninger, som der skal gives, omfatter blandt andet den nominelle rente, særlige fordele og/eller begrænsninger der er knyttet til den enkelte konto samt hvordan rente beregnes, hvis renten varierer med indeståendet på kontoen.

§ 4 oplister en række oplysninger, som et pengeinstitut skal give om dets gevinstkontoordning. De oplysninger der skal gives omfatter blandt andet gevinstpuljen omregnet til en forventet gennemsnitlig rente set over en 1-års periode, gevinsternes størrelse samt særlige fordele og/eller begrænsninger knyttet til den enkelte ordning.

Som det er tilfælde med indlån skal pengeinstitutterne ifølge § 5 i prisoplysningsbekendtgørelsen også give en række oplysninger om dets mest almindeligt forekommende udlånskonti f.eks. en kassekredit, et billån eller et forbrugslån.

De oplysninger, som et pengeinstitut skal oplyse om, er blandt andet debitorrenten, særlige fordele og/eller begrænsninger knyttet til den enkelte konto, om renten er fast eller variabel samt de årlige omkostninger i procent. Det er endvidere præciseret, at der ved beregning af de årlige omkostninger i procent skal anvendes § 4, nr. 9 og § 16 i lov om kreditaftaler. Derudover skal pengeinstituttet oplyse om de forudsætninger, der er anvendt ved beregning af de årlige omkostninger i procent.

§ 6 i prisoplysningsbekendtgørelsen bestemmer, at pengeinstituttet skal oplyse om udlånsformerne kassekredit, billån, boliglån og forbrugslån ud fra standardforudsætningerne i bekendtgørelsens bilag 1. Foruden oplysninger i henhold til standardforudsætningerne skal pengeinstituttet fortsat følge oplysningskravene i bekendtgørelsens § 5.

Oplysninger om gebyrer

Det følger af § 7 i prisoplysningsbekendtgørelsen, at pengeinstituttet skal oplyse om størrelsen af samtlige egne gebyrer, som det opkræver. Bestemmelsen omtaler alene egne gebyrer for at sikre en enkel og overskuelig sammenligning af pengeinstitutternes gebyrer.

Markedsføring og rabat

Prisoplysningsbekendtgørelsens § 8 fastsætter regler om markedsføring af indlånskonti. Ved markedsføring af indlånsprodukter skal der oplyses om den nominelle årlige rente, om renten er fast eller variabel samt andre særlige fordele og begrænsninger knyttet til den enkelte konto f.eks. bindingsperiode.

I det omfang at markedsføringen har en ukonkretiseret og uspecificeret form, så falder den uden for reglerne i prisoplysningsbekendtgørelsens § 8. Der vil være tale om ukonkretiseret og uspecificeret form, hvis markedsføringsmaterialet ikke nævner renter mv. og kun reklamerer for en given konto.

Markedsføring af udlånskonti er reguleret af § 9 i prisoplysningsbekendtgørelsen. Bestemmelsen gennemfører forbrugerkreditdirektivets art. 4.

Hvis pengeinstitutters markedsføring af udlånskonti angiver en rentesats eller talstørrelse vedrørende omkostningerne, skal reklamen indeholde en række standardoplysninger. Standardoplysningerne skal gives klart og tydeligt og omfatter blandt andet debitorrenten, det samlede kreditbeløb, de årlige omkostninger i procent samt udlånets løbetid.

Tilsyn og straffebestemmelser

Finanstilsynet kan efter prisoplysningsbekendtgørelsens § 11 give påbud om berigtigelse af forhold, der er i strid med bekendtgørelsens §§ 2-9 og § 10, stk. 1. Inden der træffes afgørelse i sager om prisoplysning, skal Finanstilsynet indhente en redegørelse fra pengeinstituttet.

Det følger af § 12 i prisoplysningsbekendtgørelsen at overtrædelse af bestemmelserne i §§ 2-9 og § 10, stk. 1 kan straffes med bøde, medmindre højere straf er forskyldt efter anden lovgivning. Derudover kan den, der undlader at efterkomme påbud efter § 11, straffes med bøde. Selskaber mv. (juridiske personer) kan pålægges strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Bilag I.5 – Eksempel på salgsmateriale fra Roskilde Bank

Brev til nuværende aktionærer under 18 år

«Navn»
 «Coudr»
 «Adresse»
 «Bypost»
 «Bynavn»
 «Postnr»

«I cennavn»
 «Postadresse»
 «Postnr»
 «Bypost»
 «Bynavn»
 «Postnr»

0. marts 2007

DINE PENGES PÅ LIVET



Investor i en af Danmarks bedste bankaktier - til kurs 300!

Roskilde Bank har gennem de seneste år oplevet en meget kraftig vækst – et vækst der positivt har smittet af på vores resultater og dermed på aktiekursen.

Særlig høj aktiekurs

Bankens knap 30.000 aktionærer nyder godt af udviklingen. Set over en femårig periode har Roskilde Bank aktien givet et gennemsnitligt årligt afkast på hele 58 %!

Væksten fortsætter

Resultatet for 2006 bekræfter at det går rigtig godt. Vi er klar til fortsat kundetilgang og vækst i forretningsomfang. Derfor har banken valgt at udvide aktiekapitalen med 10 % til i alt nærmest 126 mio. kr.

Som aktionær har du forkebsret til at købe yderligere aktier i Roskilde Bank. I dag er aktiekursen cirka 650. 10 nuværende aktier giver dig ret til at købe yderligere 1 aktie til kurs 300.

På vedlagte blanket kan du se hvor mange aktier vi anbefaler du køber.

Det er vigtigt at du svarer hurtigst muligt. Hører vi ikke fra dig senest ved tegningsperiodens ophør, kan dine tegningsretter i henhold til børsprospektet være værdiløse.

I har du spørgsmål, kontakt da «Rådgivermaven» på telefon «Rådgiverv» Du er også velkommen til at besøge vores hjemmeside www.roskildebank.dk for at få mere at vide.

Med venlig hilsen

NVF's underskriver
N Valentin Hansen
Bankdirektør

Roskilde Bank

2.581 stk.

Bilag J – Oversigt over forbrugerretlige tiltag som følge af krisen

Bilag J.1 – Risikomærkning af investeringsprodukter

I bekendtgørelse nr. 345 af 15. april 2011 findes reglerne om risikomærkning af investeringsprodukter (herefter kaldet risikomærkningsbekendtgørelsen). Bekendtgørelsen er udstedt med hjemmel i § 43, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed. Bekendtgørelsen blev indført i forbindelse med en udvidelse af økonomi- og erhvervsministerens beføjelser til at fastsætte nærmere regler om prisoplysning for finansielle ydelser ved lov nr. 579 af 1. juni 2010. Bekendtgørelsens bestemmelser er uddybet i den tilhørende vejledning.

Baggrunden for bekendtgørelsen er de komplicerede og strukturerede investeringsprodukter, som forbrugere blev tilbudt at investere i op gennem 00'erne. Oven for er nogle af problemsagerne beskrevet og gennemgangen af disse viser, at der er tale om ganske komplicerede investeringsprodukter, som det er svært for forbrugerne at gennemskue.

Bekendtgørelsen skal afhjælpe dette problem og gøre det nemmere for forbrugerne at gennemskue nogle generelle karakteristika ved forskellige investeringsprodukter. Mærkningsordningens farver skulle gøre det forholdsvis nemt at gennemskue, hvornår et produkt er simpelt eller svært gennemskueligt som følge af den grønne, gule eller røde markering.

Anvendelsesområde

Risikomærkningsbekendtgørelsen finder anvendelse på danske og udenlandske virksomheder, som formidler køb af investeringsprodukter til detailkunder i Danmark. Reglerne finder tillige anvendelse på danske og udenlandske investeringsrådgivere, som udøver virksomhed i Danmark.

§ 2 i risikomærkningsbekendtgørelsen indeholder en definition af investeringsprodukter, som er bredt defineret blandt andet som følge af en henvisning til instrumenter, jf. bilag 5 i lov om finansiel virksomhed. Reglerne for risikomærkning må derfor antages at omfattet stort samtlige investeringsprodukter, som den almindelige investor kan forventes, at ville investere i. Aftaler om diskretionær porteføljepleje, puljeordninger samt værdipapirhandel med blandt andet realkreditobligationer i forbindelse med optagelse af et lån med pant i fast ejendom er ikke omfattet af bekendtgørelsen.

Tidspunktet for risikomærkningen

Det følger af risikomærkningsbekendtgørelsens § 3, at finansielle virksomheder skal mærke alle typer af investeringsprodukter, der sælges til detailkunder. Mærkningen sikrer, at detailkunderne uden besvær kan danne sig et overblik over, hvorvidt de kan tabe hele investeringen, dele af investeringen eller mere end det investerede beløb.

I forbindelse med investeringsrådgivning skal oplysningerne om risikomærkningsordningen gives til den enkelte detailkunde forud for, at kunden indgår en aftale om køb af et investeringsprodukt, eller i forbindelse med at kunden bliver rådgivet om produktet.

I tilfælde, hvor en detailkunde handler med investeringsprodukter via en elektronisk handelsplatform, herunder netbanker, samt den situation, hvor en detailkunde uopfordret tager kontakt til en finansiell virksomhed eller anmoder den finansielle virksomhed om at udføre en ordre, hvorefter det pågældende investeringsprodukt handles på kundens anmodning, er den finansielle virksomhed ikke forpligtet til at give oplysninger om risikomærkningen til kunden. Den finansielle virksomhed skal dog stille information om risikomærkningen til rådighed for kunden.

Risikomærkningen

Selve risikomærkningen fremgår af risikomærkningsbekendtgørelsens § 4 og kategoriseringen er opdelt i en grøn, gul og rød kategori. Bilag 1 i bekendtgørelsen indeholder et skema over typer af investeringsprodukter og fordelingen af disse i de tre mærkningskategorier grøn, gul og rød.

Et investeringsprodukt placeres i kategorien grøn, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille og investeringsproduktet ikke er vanskelig at gennemskue.

Kategorien gul anvendes, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist, og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue.

Den røde kategorisering anvendes for investeringsprodukter, hvor der er risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis investeringsproduktet er vanskelig at gennemskue.

Det er vigtigt at bemærke, at risikomærkningen tager udgangspunkt i risikoen for at tabe det investerede beløb og ikke sandsynligheden for, at dette sker. Den anvendte kategorisering fokuserer alene på de finansielle produkters risici, hvorfor kategoriseringen ikke angår muligheden for at opnå et positivt afkast ved investering i de finansielle produkter.

Risikomærkningen kan derfor ikke erstatte den almindelige rådgivning ved investering, men skal betragtes som et supplement, som på et mere generelt plan kan give den almindelige investor en indikation af investeringsproduktets karakteristika.

Tilsyn og straffebestemmelser

Finanstilsynet kan efter risikomærkningsbekendtgørelsens § 5 give påbud om berigtigelse af forhold, der strider mod bestemmelser i bekendtgørelsen. Manglende efterlevelse af påbud kan straffes med bøde.

Bilag J.2 – Risikomærkning af lån

Den 1. juli 2013 træder bekendtgørelse om oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter (herefter kaldet risikoklassificeringsbekendtgørelsen) i kraft.¹

Formålet med risikoklassificeringsbekendtgørelsen er at skærpe forbrugernes opmærksomhed over for nogle grundlæggende risikofaktorer ved et lån, men samtidig bevare forbrugernes frie valg til at vælge de lån, som de ønsker. Bekendtgørelsen skal sætte forbrugeren i stand til let og hurtigt at se, om der er forhold ved lånet, som denne bør være særligt opmærksom på.

Risikoklassificeringsbekendtgørelsen skal ses som et supplement til reglerne om god skik for finansielle virksomheder og supplerer de eksisterende oplysningskrav og krav til markedsføring af kreditaftaler.

I forbindelse med udstedelsen af risikoklassificeringsbekendtgørelsen er der også udarbejdet en vejledning,² som uddyber indholdet af de enkelte bestemmelser i bekendtgørelsen.

Anvendelsesområde

Risikoklassificeringsbekendtgørelsen finder anvendelse på erhvervsdrivende, der udbyder egne eller andre erhvervsdrivende låne- eller kredittilbud med sikkerhed i fast ejendom eller pant i en andel i en andelsboligforening med en hovedstol på over 100.000 kr. til forbrugere samt andelsboligforeninger.

Låne- og kredittilbud til erhvervsdrivende er ikke omfattet af risikoklassificeringsbekendtgørelsen.

Låne- og kredittilbud, hvor det beror på en konkret vurdering, om der vil blive stillet krav om sikkerhed i fast ejendom eller pant i en andelsboligforening, er først omfattet af bekendtgørelsen, når det er blevet vurderet, at der vil blive krævet sikkerhed.

Oplysningskrav

§§ 2 og 3 i risikoklassificeringsbekendtgørelsen opstiller en række oplysningskrav. Bekendtgørelsen stiller krav om, at den erhvervsdrivende ved skiltning eller på en nem og overskuelig måde skal give oplysning om risikoklassificeringen for låne- eller kredittilbud.

Penge- og realkreditinstitutter er endvidere forpligtet til at lade oplysningerne om risikoklassificeringen indgå i den rådgivning, som de er forpligtet til at yde efter §§ 7 og

¹ Bekendtgørelse nr. 1457 af 18. december 2012 om oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter.

² Vejledning nr. 9614 af 19. december 2012 til bekendtgørelse om oplysning om risikoklassificering af visse udlånsprodukter.

14 i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder, investeringsforeninger mv.

Der er derimod ikke krav om, at oplysninger om risikoklassificering skal udleveres til kunden på skrift. Oplysninger om risiko skal i stedet, jf. bilag 2 til god skik bekendtgørelsen, dokumenteres i form af oplysninger om kunden risikovillighed. Dette har til formål at sikre, at det lån kunden optager, ikke er mere risikabelt end hvad der følger af kundens risikoprofil.

Det følger af § 3 i risikoklassificeringsbekendtgørelsen, at alle låne- og kredittilbud omfattet af bekendtgørelsen skal inddeles i tre risikokategorier: rød, gul og grøn. Bekendtgørelsen anvender samme systematik, som bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter, som også kategoriserer på baggrund af rød, gul og grøn.

Inddelingen i risikokategorierne sker på baggrund af en række faktorer:

- Lånets forrentning. Er lånet fast eller variabelt forrentet – eventuelt med renteloft i hele løbetiden.
- Om lånet afdrages løbende i hele løbetiden eller er helt eller delvist afdragsfrit.
- Om lånet optages i en anden valuta end DKK eller EUR.
- Om lånet udbydes sammen med selvstændige finansielle instrumenter bortset fra fastkursaftaler og kurskontrakter.

Den endelige inddeling i risikokategorierne vil bero på en afvejning af ovennævnte faktorer. Faktorerne afspejler både lånets kompleksitet og forudberegneligheden af de fremtidige betalinger i forbindelse med lånet.

Bilag til risikoklassificeringsbekendtgørelsen angiver hvilke låne- eller kredittilbud, der kan indgå i henholdsvis kategori grøn, gul og rød.

Kategori grøn omfatter et låne- eller kredittilbud, som i hele lånets løbetid afdrages løbende og er fastforrentet eller variabelt forrentet med renteloft.

Den gule kategori omfatter et låne- eller kredittilbud, der er variabelt forrentet og/eller afdragsfrit i hele eller del af lånets løbetid.

Den sidste kategori er rød og omfatter et låne- eller kredittilbud, der a) udbydes som en pakke bestående af et lån og et selvstændigt finansielt instrument bortset fra en fastkursaftale og kurskontrakt, b) er optaget i anden valuta end DKK og EUR, eller c) ikke kan indfris til kurs 105 eller derunder efter 9 år eller senere.

I forhold til en pakke bestående af et lån og et selvstændigt finansielt instrument, da er udbyderen ansvarlig for at oplyse om risikoklassifikationen. Hvor eksempelvis et pengeinstitut udbyder en pakke bestående af en renteswap og et realkreditlån, er det pengeinstituttet, der har oplysningsforpligtelsen.

Tilsyn og straffebestemmelser

§ 4 i risikoklassificeringsbekendtgørelsen indeholder tilsynsbeføjelserne og det fremgår heraf, at tilsynet med bekendtgørelsen er delt mellem Forbrugerombudsmanden og Finanstilsynet.

Finanstilsynet fører tilsynet med, at penge- og realkreditinstitutter overholder risikoklassificeringsbekendtgørelsen og har mulighed for at give påbud om overholdelse af bekendtgørelsen. Forbrugerombudsmanden fører derimod tilsynet med, at øvrige erhvervsdrivende omfattet af bekendtgørelsen overholder denne og dette tilsyn føres efter markedsføringslovens regler.

§ 5 foreskriver, at overtrædelser af risikoklassificeringsbekendtgørelsen er strafbelagt.

Bilag J.3 – Kompetencekravsbekendtgørelsen

I 2011 blev bekendtgørelse om kompetencekrav til personer, der yder rådgivning om visse investeringsprodukter (herefter kaldet kompetencekravsbekendtgørelsen), indført.

Kompetencekravsbekendtgørelsen gennemførte en toledet certificeringsordning, der var knyttet op på risikomærkningsordningen som følge af bekendtgørelse af risikomærkning af investeringsprodukter, hvor alle investeringsprodukter skulle opdeles i tre kategorier: grøn, gul og rød.

Kompetencekravsbekendtgørelsen skal derfor ses sammen med risikomærkningsbekendtgørelsen og samlet set skal begge bekendtgørelser være med til at sikre, at forbrugerne får bedre information i forbindelse med deres investering via en risikomærkning, jf. det ovenfor beskrevne, samt at rådgiveren har konkret viden omkring selve investeringen, hvilket sikres via kompetencekravsbekendtgørelsen.

I forbindelse med udstedelsen af kompetencekravsbekendtgørelsen blev der også udarbejdet en vejledning, som uddybede indholdet af de enkelte bestemmelser i bekendtgørelsen.

Anvendelsesområde

Kompetencekravsbekendtgørelsen finder anvendelse på pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber, som yder investeringsrådgivning om investeringsprodukter eller rådgivning om puljer eller porteføljer af investeringsprodukter til detailkunder³, i Danmark, herunder gennem filialetablering.

Rådgivning om realkreditobligationer, særligt dækkende realkreditobligationer, særligt dækkende obligationer og pantebreve i tilknytning til og som forudsætning for lån med pant i fast ejendom er ikke omfattet af kompetencekravsbekendtgørelsens bestemmelser.

§ 2 i kompetencekravsbekendtgørelsen indeholder en definition af investeringsprodukter og er identisk med definitionen i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen. Der er tale om en bred definition, som eksempelvis omfatter aktier, obligationer og strukturerede indlån.

³ Begrebet er identisk med *detailkunder*, som er defineret i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

Kompetencekrav

Kompetencekravsbekendtgørelsens § 3 bestemmer, at virksomheder omfattet af bekendtgørelsen skal sikre, at virksomhedens ansatte er i stand til at yde en forsvarlig rådgivning ved f.eks. investeringsrådgivning. Det fremgår, at de ansatte skal have tilstrækkelige kompetencer inden for en række områder.

Først og fremmest skal den ansatte have kendskab til relevant lovgivning i forhold til den rådgivning, som den ansatte yder og de investeringsprodukter, som den ansatte rådgiver om. Dette omfatter blandt andet investorbeskyttelsesbekendtgørelse med vejledning, god skik-bekendtgørelsen med vejledning samt risikomærkningsbekendtgørelsen med vejledning.

For det andet skal den ansatte have kendskab til de investeringsprodukter, som vedkommende rådgiver om. Dette betyder, at de ansatte skal være i stand til at forklare disse investeringsprodukters indhold, risici og priser, jf. §§ 12 og 14 i investorbeskyttelsesbekendtgørelsen.

Sidst kræves det, at den ansatte har økonomisk forståelse, som skal omfatte relevant kendskab til en række områder af relevans for de investeringsprodukter, som den ansatte rådgiver om. Disse områder er blandt andet kapitalmarkedernes rolle og funktion, sammenhængen mellem risiko og afkast, porteføljeteori og risikospredning samt omkostninger forbundet med investering.

Dokumentation mv.

I §§ 4-7 stiller kompetencekravsbekendtgørelsen en række krav til virksomhederne, så det sikres, at de ansatte har modtaget den nødvendige uddannelse inden de yder rådgivning. De nævnte bestemmelser regulerer også den prøve, som de ansatte skal have taget før de kan yde rådgivning. I den forbindelse opstiller bilag 1 til bekendtgørelsen nogle kriterier for godkendelse af prøve vedrørende investeringsrådgivning. Afslutningsvist fremgår det, at Finanstilsynet fører et register over ansatte, der har bestået en godkendt prøve, hvorefter de kan yde investeringsrådgivning.

Tilsyn og straffebestemmelser

Efter § 8 i kompetencekravsbekendtgørelsen kan Finanstilsynet give påbud om berigtigelse af forhold, der strider mod § 3, § 4, stk. 1 og § 5 i bekendtgørelsen.

Manglende efterlevelse af påbud kan straffes med bøde og der kan pålægges selskaber mv. (juridiske personer) strafansvar efter reglerne i straffelovens 5. kapitel.

Bilag J.4 – Forbud mod lån til køb af egne aktier/garantbeviser

Bestemmelsen er indført for at forbyde pengeinstitutternes lånefinansiering af egne aktier, andels- eller garantbeviser. Forbuddet skal sikre, at kunderne ikke står i en situation, hvor pengeinstituttet har medvirket til lån, og hvor kapitalindskud placeres i samme pengeinstitut. Denne konstellation har i visse bankkrak vist sig at have uheldige konsekvenser for de involverede forbrugere.

Bestemmelsens indhold

§ 46, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed forbyder pengeinstitutter at tilbyde lånefinansiering i forbindelse med køb af pengeinstituttets egne aktier, andels- eller garantbeviser. Det er dog tilladt for pengeinstitutterne at finansiere ansattes køb af medarbejderaktier som led i en medarbejderordning.

§ 46, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed er en direkte konsekvens af finanskrisen og nogle af de oven for beskrevne problemstillinger. Bankkrakkene medførte, at pengeinstitutternes aktionærer i større eller mindre grad tabte deres indskudte kapital. I en række pengeinstitutter blandt andet Roskilde Bank tabte nogle af aktionærerne ikke alene deres aktier, men stod tilbage med lån, som havde dannet basis for aktiekøbet i Roskilde Bank. Kunderne havde gearet deres investering, hvorfor de fortsat skulle afdrage på deres investeringskreditter.

Bestemmelsen blev indført ved lov nr. 67 af 3. februar 2009. Det fremgår af lovbemærkningerne til bestemmelsen, at lånefinansieringen til køb af egne aktier netop er grunden til bestemmelsens tilblivelse.⁴

Det fremgår tillige af lovbemærkningerne, at der ikke er tale om et egentligt forbud mod, at et pengeinstitut sælger aktier eller andels- og garantbeviser til kunder, der har optaget et lån i pengeinstituttet. Et pengeinstitut vil ikke altid kunne vide, at et køb af dets aktier eller andels- og garantbeviser finansieres via penge lånt i det pågældende pengeinstitut. Det ville nemlig ikke være praktisk muligt at håndhæve sådan et låneforbud, fordi kunden kunne optage et blancholån i en bank og derefter benytte dette lån til at købe aktier i banken via netbank.

Derfor forbyder § 46, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed alene, at pengeinstitutterne af egen drift tilbyder lånefinansiering til køb af egne aktier, andels- og garantbeviser.

Bilag J.5 – God skik-bekendtgørelsens § 20

På baggrund af finanskrisen konstaterede Finanstilsynet, at forbrugerne ofte havde større fokus på fordelene ved et aktionærfordelsprogram frem for risikoen ved investeringen. God skik bekendtgørelsens § 20 skal derfor sikre, at forbrugerne ikke foretager store aktieinvesteringer i pengeinstitutter med det formål at blive omfattet af aktionærfordelsprogrammerne i pengeinstitutterne.

Bestemmelsens indhold

God skik bekendtgørelsens § 20 indeholder et forbud mod at knytte et progressivt fordelsprogram til besiddelse af aktier i et pengeinstitut eller indskud af garantikapital. Det er dog tilladt, at der for opnåelse af kundefordele stilles krav om besiddelse af aktier eller indskud af garantikapital, hvis værdien af en aktiebesiddelse eller et indskud af garantikapital ikke overstiger 30.000 kr. på tidspunktet for kundens indtræden i fordelsprogrammet.

§ 20 i god skik-bekendtgørelsen blev indskrevet i bekendtgørelsen i 2009. Det skete på baggrund af Finanstilsynets *Rapport om salg af egne aktier*, hvor den nedsatte

⁴ L 102 – Lovforslag til lov om statsligt kapitalindskud i kreditinstitutter (fremsat den 21. januar 2009).

arbejdsgruppe anbefalede, at ovenstående bestemmelse blev indskrevet i bekendtgørelsen.

Baggrunden for tilblivelsen af bestemmelsen skal findes i den række af sager, der var blevet afgjort i Pengeinstitutankenævnet om køb af aktier i blandt andet bankTrelleborg. Klagerne havde oplyst, at de ved vurderingen af køb af bankens aktier blandt andet lagde vægt på de fordele, der var knyttet til at være aktionær i banken.

Finanstilsynet undersøgte i forbindelse med rapporten også en række pengeinstitutters markedsføringsmateriale af aktionærfordelsprogrammer. Finanstilsynet fandt, at den undersøgte markedsføring i meget høj grad fokuserede på de fordele fordelsprogrammet gav og på de økonomiske gevinster, der kunne være forbundet med at være aktionær. Risikoen, som aktionæren påtog sig ved at stille ansvarlig kapital til rådighed, blev ikke berørt.

Det blev konkluderet, at når et fordelsprogram er tæt knyttet op til køb af egne aktier, fjernes fokus fra risikoen ved købet. Arbejdsgruppen anbefalede dog, at det skulle være muligt at blive belønnet i beskeden omfang for støtte til det lokale pengeinstitut, som det f.eks. er tilfældet med den lokale sportsklub. God skik bekendtgørelsens § 20 sikrer derved, at kunderne kan adskille investeringen i aktien fra de mere uvæsentlige fordelsprogrammer, men har dog den fordel, at den lokale forankring til pengeinstituttet kan bibeholdes.

Bilag J.6 – Styrkelse af Forbrugerombudsmandens kompetencer

Efter de nugældende regler har Forbrugerombudsmanden generelt tilsynskompetence ifølge markedsføringsloven over for alle typer af erhvervsdrivende, bortset fra virksomheder der er omfattet af lov om finansiel virksomhed.

Den 12. december 2012 fremsatte erhvervs- og vækstministeren et lovforslag, hvor dette ændres, så markedsføringslovens straffelagte bestemmelser om vildledning, købsopfordring og prisoplysning fremover også finder anvendelse i forhold til finansielle virksomheder.

Formålet med ændringen er, at ligestillet reguleringen af finansielle virksomheder og ikke finansielle virksomheder i markedsføringsloven på områder, hvor der er tale om ensartede overtrædelser.

Lovforslaget ændrer ikke ved, at det fortsat er Finanstilsynet, der har hovedansvaret for at føre tilsyn med finansielle virksomheders overholdelse af den finansielle lovgivning – herunder god skik.

Ændringen vil give Forbrugerombudsmanden mulighed for også at anvende markedsføringslovens regler ens over for alle typer af erhvervsdrivende, idet Forbrugerombudsmanden nu får mulighed for at tage sager over for såvel finansielle som ikke finansielle virksomheder, der overtræder samme bestemmelse i markedsføringsloven.

Bilag K: Oversigt over stramninger af den finansielle regulering

Overordnet har der gennem de seneste år været en proces i gang på det finansielle område med markante opstramninger – både på nationalt og på EU-plan.

Der er således gennemført en række reformer af den finansielle regulering og foretaget opstrammende tiltag omkring bankernes ledelse, aflønning og drift, der skal bidrage til at sikre den finansielle stabilitet. Desuden har Finanstilsynet løbende fået flere og stærkere beføjelser.

Nedenfor fremgår de initiativer er gennemført. Initiativerne kan overordnet inddeles i følgende grupperinger: 1) skærpet forebyggende tilsyn, 2) behovet for øget åbenhed og gennemsigtighed i den finansielle sektor, 3) skærpede krav til institutternes ledelse, 4) aflønning i finansielle virksomheder, 5) styrkelse af forbrugerbeskyttelsen samt 6) systemiske risici og øvrige tiltag som en direkte reaktion på den finansielle krise.

1) Skærpet forebyggende tilsyn

Der er gennemført en række initiativer med henblik på at styrke Finanstilsynets beføjelser og indgrebsmuligheder; det er både i forhold til de enkelte finansielle virksomheder og deres ledelse. Der er bl.a. gennemført følgende:

- Risikobaseret tilsyn med fokus på forretningsmodellens holdbarhed. (Tilsynsdiamanten). Det er blevet sikret, at der fremover gennemføres risikobaseret tilsyn med bankerne, hvor der er væsentlig fokus på forretningsmodellens holdbarhed. Finanstilsynet har i forlængelse heraf skærpet sin tilsynspraksis, således at der lægges vægt på et offensivt tilsynsarbejde med skærpet fokus på alle væsentlige risikofaktorer, og at tilsynet forholder sig kritisk til forretningsmodellen og kan gribe tidligere ind, hvis en forretningsmodel vurderes at være uholdbar.
Dette er blandt andet grundlaget for udformningen af tilsynsdiamanten, som er en række særlige risikoområder med angivne grænseværdier for institutterne (udlånsvækst, ejendomseksponering, store engagementer, likviditetsoverdækning, stabil finansiering). Fra 2013 vil banker, der ligger uden for grænserne, blive underkastet skærpet overvågning af Finanstilsynet, og få påbud om at rette op på disse forhold. Allerede nu har tilsynsdiamanten haft en disciplinerende effekt på den finansielle sektor.
- Flere kontrolbesøg og inspektioner. Finanstilsynet har fået øgede midler, således at Finanstilsynet kan foretage flere kontrolbesøg og inspektioner i pengeinstitutter, herunder ikke mindst i forhold til institutter under skærpet tilsyn. Med Bankpakke I fik Finanstilsynet tilført 10 mio. kr. årligt med henblik på øget tilsyn med institutterne, og med Kreditpakken fik Finanstilsynet tilført yderligere 15 mio. kr. årligt.

Finanstilsynet lancerede i begyndelsen af 2010 en ny standard for rapportering af undersøgelser for alle finansielle virksomheder under tilsyn. Rapporteringen sigter mod en tydeligere sondring mellem centrale påbud og risikooplysninger og mindre centrale forhold af mere ordensmæssig karakter. Rapporteringen er målrettet modtagerne i virksomhederne, således at den overordnede rapportering går til bestyrelsen og den mere detaljeorienterede afrapportering går til direktionen.

Der er endvidere i regi af Finanstilsynet oprettet et kreditorregister til overvågning af store kunder, herunder institutternes vurdering af deres kvalitet og i hvilke institutter kunderne befinder sig. Institutterne indberettede til kreditregistret første gang pr. 31. december 2011.

- Styrket opfølgning på påbud. Opfølgningen på påbud er styrket, idet virksomhederne fremover skal indsende dokumentation for, at de har efterlevet alle påbud. Desuden skal de eksterne revisorer i revisionsprotokollatet redegøre for virksomhedens efterlevelse af samtlige de påbud, virksomheden har modtaget i løbet af året. Endelig har Finanstilsynet strammet arbejdsgangene i relation hertil.
- Styrket overvågning af solvensbehov. Det er fastsat, at Finanstilsynet fremover mindst én gang om året skal gennemgå solvensbehovet for penge- og realkreditinstitutter med en arbejdende kapital på over 250 mio. kr. Ved den årlige gennemgang af penge- og realkreditinstitutternes solvensbehov dokumenterer Finanstilsynet sine observationer, risikovurderinger og eventuelle tilsynsreaktioner i en risikorapport. Risikorapporterne giver overblik over risikobilledet i de enkelte institutter, idet de bl.a. indeholder beregninger på institutternes tabskapacitet og kapitalgrundlag. Derudover har Finanstilsynet foretaget en opstramning af reglerne for beregning af solvensbehov. Hidtil har de finansielle virksomheder kunnet benytte to metoder til at beregne solvensbehovet, den såkaldte sandsynlighedsmodel og kreditreservationsmodel. Finanstilsynet har hidtil ikke kunnet påbyde et højere solvenskrav end det lavest beregnede. Fra 2013 vil Finanstilsynet alene benytte kreditreservationsmetoden. Kreditreservationsmetoden har erfaringsmæssigt vist sig at give et højere og mere retvisende solvensbehov for banker med store og svage engagementer. Dermed skabes større klarhed omkring beregningen af de finansielle virksomheders solvensbehov. Der vil for visse institutter kunne være tale om en væsentlig opstramning.
- Skærpede krav til nedskrivninger. Der er gennemført regler, der indebærer strammere og mere præcise regler for bankernes værdiansættelse af engagementer og dermed for opgørelsen af nedskrivninger. Reglerne indsnævrer dermed det skøn som institutterne kan lave og indebærer, at Finanstilsynet kan tilsidesætte ledelsens skøn, hvis det ikke forekommer forsvareligt i forhold til aktivernes værdiansættelse.
- Tidligere indgreb i risikovirksomheder. Finanstilsynet har fået mulighed for at skride ind på et tidligere tidspunkt over for en risikovirksomhed, hvor der er en ikke uvæsentlig risiko for, at virksomheden vil miste sin tilladelse. Det gælder for eksempel i forhold til institutter, der vokser hurtigt, har stor eksponering mod ejendomsprojekter eller mange store engagementer.
- Mere tålmodig tilgang til håndhævelse af det individuelle solvenskrav. I lyset af de nye regler for beregning af solvensbehov og nedskrivninger er tilgangen til håndhævelsen af søjle II-kravet blevet justeret, således at det er et blødt krav, hvilket giver

mere tid for et institut i problemer (potentielt nødlidende pengeinstitutter) til at finde løsninger herpå.

- Administrative bøder. Finanstilsynet har fået mulighed for i nærmere angivne sager at udstede administrative bødeforelæg, hvis sagen vedrører en overtrædelse, som ikke skønnes at medføre højere straf end bøde. Derudover skal den, der har overtrådt reglerne, erklære sig skyldig og rede til at betale en bøde. Det medvirker til en hurtigere sanktionering i de pågældende sager.
- Forbedret mulighed for samarbejde med Nationalbanken og anklagemyndigheden. Finanstilsynet har fået forøget muligheder for at udveksle og videregive oplysninger til Nationalbanken og anklagemyndigheden med henblik på at sikre et styrket og koordineret samarbejde samt et optimal brug af ressourcer, herunder sikre de bedste muligheder for målrettet efterforskning af sager på det finansielle område. Finanstilsynet og Nationalbanken har bl.a. styrket samarbejdet gennem etablering af en fast kvartalsvis møderække med henblik på drøftelse af den aktuelle situation i den danske banksektor samt samarbejde om nationale og EBA-stresstest samt likviditet.

2) Øget åbenhed og gennemsigtighed i den finansielle sektor

Der er gennemført en række initiativer, der giver offentligheden, bankkunderne og bankaktionærer langt bedre indblik i bl.a. institutternes sundhedstilstand. Det vedrører blandt andet:

- Størst mulig åbenhed. Finanstilsynet er nu forpligtet til aktivt at informere offentligheden om sager, som er af almen interesse eller har betydning for forståelsen af reglernes anvendelse.
- Offentlighed om institutternes "situation". Der er indført regler om finansielle virksomheders pligt til at offentliggøre oplysninger om Finanstilsynets vurdering af virksomheden. Virksomhederne skal således offentliggøre deres solvensbehov og individuelle solvenskrav. Endvidere skal det enkelte institut offentliggøre tilsynets reaktioner overfor instituttet i form af risikooplysninger, påtaler og påbud.
- Offentliggørelse af politianmeldelser. Med henblik på at skabe en øget åbenhed og for at styrke håndhævelsen skal visse afgørelser af væsentlig betydning, som er truffet i medfør af hvidvaskloven, offentliggøres. Ligeledes skal der ske offentliggørelse af beslutninger om at overgive sager til politimæssig efterforskning.
- Øget offentlig vedr. afgørelse fra Det Finansielle Råd (tidl. Fondsrådet og Det Finansielle Virksomhedsråd). Alle afgørelser truffet af Det Finansielle råd i forhold til juridiske personer skal som udgangspunkt offentliggøres med navns nævnelse.
- Offentlighed om forløbet om til et pengeinstituts sammenbrud. Der er fastsat krav om, at Finanstilsynet har pligt til at udarbejde og offentliggøre en redegørelse ved et pengeinstituts sammenbrud (§ 352a- redegørelser). Erfaringerne fra de nødlidende pengeinstitutter anvendes løbende i tilsynsarbejdet, og hjælper Finanstilsynet med at identificere faresignaler og adfærd, der på sigt vil medføre forhøjet risiko for, at et institut kommer i problemer.

3) Skærpede krav til institutternes ledelse

Der er gennemført en række skærpet krav til institutternes ledelse, herunder skærpede egnethedskrav (fit & proper), der gør det nemmere for Finanstilsynet at afsætte ledelsen i en finansiell virksomhed, som drives på en uansvarlig måde.

- Større adgang til at afsætte ledelser. Finanstilsynet har fået langt bedre mulighed for at skride ind og påbyde et bestyrelsesmedlem i en finansiell virksomhed at nedlægge sit hverv, såfremt vedkommende ikke opfylder kravene til egnethed og hæderlighed. Såfremt påbuddet ikke efterkommes, kan bestyrelsesmedlemmet straffes med bøde. Herudover kan en finansiell virksomhed straffes med tvangsbøder, hvis den ikke efterkommer et påbud om at afsætte en direktør, der ikke opfylder kravene til egnethed og hæderlighed. Finanstilsynet har desuden skærpet det løbende tilsyn med, om de personer, der sidder i ledelsen i de finansielle virksomheder er egnede og hæderlige. Endelig skal Finanstilsynet nu inddrage tilliden til den finansielle sektor i vurderingen af, om en person lever op til kravene til egnethed og hæderlighed. Der er indført skærpede krav til ledelsens styring og indretning af en finansiell virksomhed (§§ 70 og 71 etc.). Så senest som i juli 2012 er der stillet nye skærpede krav til viden og erfaring i bestyrelsen i finansielle virksomheder, herunder skal der fremover i større finansielle virksomheder altid være mindst et medlem af bestyrelsen med erfaring fra en anden relevant finansiell virksomhed.

4) Aflønning i finansielle virksomheder

- Loft over aflønning. Der er på baggrund af en bred politisk aftale gennemført lovgivning, der indeholder regler om aflønning, som medvirker til at sikre, at finansielle virksomheders aflønning af ledelsen og af ansatte, hvis aktiviteter har væsentlig indflydelse på virksomhedens risikoprofil, ikke fører til overdreven risikovillig adfærd. Hovedpunkterne i aftalen er:
 1. Et loft over den variable løndel for direktion og bestyrelse på 50 pct. af den faste løn.
 2. For direktion og bestyrelse må aktieoptioner eller lignende instrumenter højst udgøre 25 pct. af den variable løndel.
 3. Udbetaling af variabel løn skal baseres på resultater over en længere periode. Mindst 40 pct. af den variable løndel – og mindst 60 pct. af større variable lønde – fordeles over mindst 3 år. Dog gælder for direktion og bestyrelse, at udbetaling af den variable løndel fordeles over mindst 4 år.
 Generalforsamlingerne – og dermed aktionærerne mv. – skal tage stilling til aflønningspolitik i de enkelte institutter og Finanstilsynet fører tilsyn med institutternes aflønningspolitikker.

5) Styrkelse af forbrugerbeskyttelsen

Under den finansielle krise har der været stor fokus på forbrugerne og på risikoen forbundet med at være forbruger i et usikkert finansielt marked. Der er derfor gennemført en række tiltag, som sigter mod at skabe tryghed for bankkunderne gennem bedre forbrugerinformation og gennemsigtighed på det finansielle område:

- Risikomærkning af investeringsprodukter. Der er gennemført lovgivning, der har muliggjort etableringen af en ordning med risikomærkning af finansielle investerings-

produkter i tre forskellige kategorier – grøn, gul og rød – afhængig af graden af risiko og kompleksitet.

- **Kompetencekrav til investeringsrådgivere.** Finanstilsynet har fået mulighed for at fastsætte kompetencekrav for finansielle rådgivere, som skal medvirke til at sikre, at medarbejdere, der yder rådgivning om investeringsprodukter, har den fornødne kompetence til at yde rådgivning. Investeringsrådgiverne skal bl.a. gennemgå godkendte uddannelser mv.
- **Risikomærkning af lån.** Der er skabt mulighed for at fastsætte regler om risikomærkning af (bolig)lån. Mærkningen giver kommende låntagere et enkelt redskab til at få en overordnet forståelse af forskellige låneformers karakteristika. Dette giver låntagerne en lettilgængelig information, når de skal vælge hvilket lån, de skal have.
- **Oplysninger om ÅOP.** Der er blandt andet gennemført krav om, at den årlige gebyroversigt eller depotoversigt, der udsendes til detailkunder i investeringsforeninger mv., udbygges med en angivelse af ÅOP for danske UCITS (fx investeringsforeninger) og danske non-UCITS (specialforeninger). Disse oplysninger skal også gives i forbindelse med rådgivning om køb af danske UCITS og danske non-UCITS. Endvidere vil der i 2013 blive gennemført en ændring af god-skik bekendtgørelsen, så der stilles krav om, at pengeinstitutter skal oplyse forbrugeren omkring ÅOP ved rådgivning om indgåelse af aftale om lån, og ikke blot i forbindelse med rådgivning om indgåelse af aftale om lån med pant i fast ejendom.
- **Opstramning vedr. kreditinstitutternes udlån.** Der er indført regler, som sikrer, at penge- og realkreditinstitutter kun tilbyder realkreditlån med variabel rente og/eller afdragsfrihed til kunder, som ville kunne finansiere deres bolig med et fastforrentet lån med afdrag. Endvidere er der indført forbud mod pengeinstitutters lånefinansierede salg af egne aktier og garantbeviser.
- **Forbrugerombudsmanden er blevet styrket.** Samtidig er der som led i bl.a. Kreditpakken (Bankpakke II) givet Forbrugerombudsmanden flere kompetencer og ressourcer. Herunder har Forbrugerombudsmanden fået bedre mulighed for gruppesøgsmål på det finansielle område, der bl.a. har resulteret i forligsløsningen med Jyske Bank i sagen om garantiobligationer. Ligeledes blev der i folketingssamlingen 2012/13 gennemført lovgivning, hvorefter Forbrugerombudsmanden har fået yderligere beføjelser på det finansielle område. Forbrugerombudsmanden har fremover mulighed for at anvende markedsføringslovens regler om vildledning og købsopfordringer i forhold til finansielle virksomheder. Forbrugerombudsmanden har også mulighed for at behandle sager vedrørende overtrædelse af strafbelagte bestemmelser i regler om pris- og risikooplysninger for finansielle ydelser udstedt i medfør af lov om finansiell virksomhed. Forbrugerombudsmanden blev endvidere tilført 3 mio. kr. årligt i yderligere ressourcer i forbindelse med Kreditpakken.
- **Regulering af markedet for pantbreve.** Der er gennemført lovgivning som har til formål at skabe et velordnet marked for pantbreve og større gennemsigtighed om de pantbreve, der handles på dette marked. Der er bl.a. stillet krav om, at pantbrevsselskaber skal have tilladelse medvirker til at sikre et overblik over markedets omfang og dets aktører. Med loven indførtes der også krav om, at der i forbindelse med

salg af pantebreve skal gives et vist minimum af oplysninger om den ejendom og dermed den sikkerhed, som ligger til grund for pantebrevet.

- Finansielle (uvildige) rådgivere. Der blev i folketingssamlingen 2012/13 gennemført lovgivning, der styrker mulighederne for uvildig rådgivning. Tidligere fandtes der ikke et krav om, at uvildige finansielle rådgivere skulle have tilladelse for at kunne yde rådgivning om lån, og der fandtes heller ikke en udtrykkelig regulering af den rådgivning, som disse virksomheder udøvede. De nye regler for finansielle formidlere indebærer krav om tilladelse fra Finanstilsynet, og Finanstilsynet vil føre et tilsyn med disse rådgivere, der vil kunne yde rådgivning om lån, investeringer og forsikringer til forbrugere.

6) Systemiske risici og øvrige tiltag som en direkte reaktion på den finansielle krise.

Endelig er der taget flere initiativer på reguleringsområdet som direkte reaktion på den finansielle krise:

- Etablering af Det Systemisk Risikoråd, der skal overvåge og identificere opbygning af systemiske finansielle risici og kommunikere observationer og advarsler til specifikke parter og til offentligheden. Det Systemiske Risikoråd vil kunne rette henstillinger med forslag til håndtering af systemiske risici til Finanstilsynet og – hvis der skal udformes lovgivning – til regeringen.
- Ny lov om finansiering af indskydergarantien. Pengeinstitutternes finansiering af Garantifonden for Indskydere og Investorer er ændret med det formål at tilvejebringe en mere jævn og forudsigelig belastning af pengeinstitutterne. Fondens formue øges samtidig fra 3,2 mia.kr. til ca. 7,5 mia.kr. (1 pct. af de dækkede nettoindskud). Endelig er opgaverne under afviklingsafdelingen udvidet til også at omfatte restrukturering.
- Nyt referencerentesystem. Der er etableret en alternativ referencerente (CITA) pr. 1. januar 2013 og indført offentligt tilsyn med relevante danske referencerenter. Finanstilsynet har endvidere fået mulighed for at indhente materiale tilbage i tid.
- Forøget lønsumsafgift. I Danmark beskattes den finansielle sektor i kraft af dels selskabsskatten og dels lønsumsafgiften, og regeringens aftale om en skattereform indebærer en forhøjelse af lønsumsafgiften for den finansielle sektor, som bl.a. har til hensigt at sikre et yderligere bidrag fra den finansielle sektor i lyset af den finansielle krise.
- Certificeringsordning for revisorer. Der er gennemført lovgivning om en certificeringsordning for revisorer, som reviderer finansielle virksomheder. Med loven har Finanstilsynet fået mulighed for at fratage en revisor certificeringen til at revidere finansielle virksomheder, hvis revisoren ikke længere opfylder kravene til certificering, herunder blandt andet kravene til erfaring og efteruddannelse.

Litteraturhenvisning

Abildgren, Kim (2007). Short-term exchange-rate effects of capital flows in a small open economy with pure exchange-rate targeting. Danmarks Nationalbank, *Working Paper*, nr. 45.

Abildgren, Kim (2011). Samfundsøkonomiske omkostninger ved finanskriser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.

Abildgren, Kim, Bodil Nyboe Andersen og Jens Thomsen (2010). Dansk pengehistorie 1990-2005, *Danmarks Nationalbank*.

Abildgren, Kim; Buchholst, Birgitte Vølund; Qureshi, Atef; Staghøj, Jonas (2011). Re-løkonomiske konsekvenser af finanskriser. *Kvartalsoversigt*, Danmarks Nationalbank, 3. kvartal 2011, Del 2, 1-49

Abildgren, Kim og Jens Thomsen (2011). En fortælling om to bankkriser, Danmarks Nationalbank *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 1.

Acharya, Viral V., I. Drechsler og Philipp Schnabl (2012). A tale of two overhangs: the nexus of financial sector and sovereign credit risks. *Financial Stability Review*, Banque de France, nr. 16, april 2012, side 1-6.

Acharya, Viral V. og Philipp Schnabl (2009). How Banks Played the Leverage 'Game' in Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, redigeret af Viral V Acharya og Matthew Richardson, New York, John Wiley & Sons.

Acharya, Viral V., Philipp Schnabl og Gustavo Suarez (2010). Securitization without risk transfer. Forthcoming, *Journal of Financial Economics*.

Acharya, Viral V., Robert F. Engle, Stephen Figlewski, Anthony W. Lynch og Marti G. Surbrahmanyam (2009). Centralized Clearing for Credit Derivatives in Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, redigeret af Viral V Acharya og Matthew Richardson, New York, John Wiley & Sons.

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig, and Paul Pfleiderer, 2010: *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*. Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2065.

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig og Paul C. Pfleiderer, (2011). Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is not Expensive, Stanford University *Working Paper* No. 86.

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin R. Hellwig, and Paul Pfleiderer, 2010: *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank*

- Equity is Not Expensive*. Stanford Graduate School of Business Research Paper No. 2065.
- Admati, Anat R., Martin R. Hellwig, 2013: The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It". *Princeton University Press*.
- Adrian, Tobias and Hyun Song Shin (2010). The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009, *Annual Review of Economics*, 2:603-18.
- Adrian, Thomas, Daniel Covitz og Nellie Liang (2013). Financial Stability Monitoring, Staff Report no. 601, *Federal Reserve Bank of New York*.
- Akerlof, George A. og Robert J. Shiller (2009). *Animal Spirits*, *Princeton University Press*.
- Andersen, Lennart Lynge og Peter Møgelvang-Hansen (1997). Finansiell rådgivning – Et debatoplæg om pengeinstitutternes rådgivningsansvar, *Thomson Information A/S*.
- Andersen, Lennart Lynge og Nina Dietz Legind (2005). Bør en retlig (fejl)etikette hindre en alsidig ankenævnsbehandling af privatkunderne i de finansielle virksomheder? – om god skik-regler og ankenævn på det finansielle område, *Ugeskrift for Retsvæsen*, B: 337.
- Andersen, Lennart Lynge og Thomas Elholm (2011). Er det god lovgivningsskik at straffe overtrædelser af god skik – inden for finansiell virksomhed?, *Tidsskrift for Kriminalitet*, nr. 530, 2011.
- Andersen, Lennart Lynge (2011). Finansielt tilsyn/finansiell stabilitet/kundeinteresser. *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*, no. 2, 153ff.
- Andersen, Lennart Lynge og Lisbeth Faurdal (2013). Lovforslag om finansielle rådgivere: Vil resultatet blive et mere uigennemsigtigt rådgivningsmarked?, *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*, No. 2, 2013, p. 139-151.
- Andersen, Asger Lau, Anders Møller Christensen og Nick Fabrin Nielsen, Økonomisk Afdeling, Sigrid Alexandra Koob og Martin Oksbjerg, Statistisk Afdeling og Ri Kaarup (2012a). Familiernes formue og gæld, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal, Del 1.
- Andersen, Asger Lau og Anders Møller Christensen, Økonomisk afdeling, Charlotte Duus og Ri Kaarup, Kapitalmarkedsafdelingen (2012b). Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal, Del 1.
- Andersen, Henrik (2008). Failure Prediction of Norwegian banks: A logic approach, Norges Bank *Working Paper* 2008-2.
- André, Christophe (2010). A bird's eye view of OECD housing markets, OECD Economics Department *Working Paper*, nr. 746.
- Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes og Ugo Panizza (2012). Too Much Finance?, IMF *Working Paper*, WP/12/161.

Asmundson, Irena, Thomas Dorsey, Armine Khachatryan, Ioana Niculea og Mika Saito (2011). Trade and Trade Finance in the 2008-09 Financial Crisis, IMF Staff Working Paper, nr. 16.

Atkinson, Tyler, David Luttrell, Harvey Rosenblum (2013). How Bad Was It? The Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis. *Staff Papers* No. 20, Dallas Fed

Baker, Malcolm, Jeffrey Wurgler, 2013: Would Stricter Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Bank Capital Regulation and the Low Risk Anomaly, *NYU Stern working paper*.

Bechmann, Ken L. (2007). Anvendelsen af optionsaflønning i danske børsnoterede selskaber i perioden 1995-2006”, rapport udarbejdet til Økonomi- og Erhvervsministeriet, 12. maj 2007.

Bechmann, Ken L. (2011). Optionsaflønning efter finanskrisen: Død eller levende?, *Finans/Invest*, 3/10, s. 21-27.

Bechmann, Ken L. (2012a). Skærpede krav til bestyrelserne i pengeinstitutterne, *Finanskronik* i *Finans*, nr. 5, s. 48.

Bechmann, Ken L. (2012b). Incitamentsaflønning, side 350-363 i Mogensen, Mogens Nørgaard, Ken L. Bechmann og Bo Kruse: Inspiration fra toppen – CFO’ens historie, PwC.

Bechmann, Ken L., (2012c). Fornuftigt at sætte bankdirektørløn på hold, *kronik, Ugebrev for Bestyrelser*, 2, side 3.

Bechmann, Ken L. og Peter L. Jørgensen (2003). Optionsaflønning i danske børsnoterede selskaber, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 141(1), s. 68-87.

Bechmann, Ken L. og Kirsten T. Nielsen (2011). Børsnoterede selskabers overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, 4, s. 35-49.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe (2008), ”Danske banker og finanskrisen”, *Finans/Invest*, 8/08, s. 11-17.

Bechmann, Ken L., Anders Grosen og Johannes Raaballe (2009). Den Danske Bankkrise 2008—. Kapitel 18 i Bukh, P. N. og N. P. Mols (Eds.): Strategi & Driftsøkonomi – Festskrift for Ole Ø. Madsen, Gyldendal: 262-278.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe (2009a). Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?, *Finans/Invest*, 6/09, s. 16-25.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe (2009b). Manglende bremseklodser i danske banker, *Finans/Invest*, 8/09, s. 4-13.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe (2010). Stemme- og ejerbegrænsninger i danske banker– en replik, *Finans/Invest*, 3/10, s. 19-27.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe (2012). Bad Corporate Governance: When Incentive-Based Compensation Identifies Dangerous CEOs, Copenhagen Business School *Working Paper*.

Bernanke, Ben (2004). The great moderation, tale ved møder i Eastern Economic Association, 20. februar 2004.

Bernanke, Ben (2005). The global saving glut and the U.S. current account deficit, tale ved Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10. marts 2005.

Bernanke, Ben (2007). Global imbalances: recent developments and prospects, tale ved Bundesbank Lecture, Berlin, 11. september, 2007.

Bernanke, Ben (2010). Monetary policy and the housing bubble, tale ved Annual Meeting of the American Economic Association, Atlanta Georgia, 3. januar 2010.

Bestyrelsesugebrevet (2012). Banker ser stort på krav om kompetenceprofiler, *Bestyrelsesugebrevet*, Nr. 7, s. 1-2.

Bhatia, Ashok Vir (2007). New landscape, new challenges: structural changes and regulation in the US financial sector, International Monetary Fund, *Working Paper*, nr. 195.

BIS 2010: *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*.

BIS (2013): Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book

Borio, Claudio og Philip Lowe (2002). Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, Bank for International Settlements *Working Paper*, nr. 14.

Borio, Claudio og Philip Lowe (2004). Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?, Bank for International Settlements *Working Paper*, nr. 157

Borio, Claudio og Piti Disyatat (2011). Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?, Bank for International Settlements *Working Paper*, nr. 346.

Borio, Claudio, Bent Vale og Goetz von Peter (2010). Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?, Bank for International Settlements *Working Paper*, nr. 311.

Borup, Jakob (2010). Corporate governance i danske børsnoterede banker, hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Brunnermeier, Markus og Lasse H. Pedersen (2009): Market Liquidity and Funding Liquidity. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2201-2238.

Brunnermeier, Markus og Martin Oehmke (2012). Bubbles, Financial Crises, and Systemic Risk, *NBER Working Papers 18398*, National Bureau of Economic Research, Inc.

Buchholst, Birgitte Vølund, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill (2010). Liquidity of Danish Government and Covered Bonds – Before, During and After the Financial Crisis – Preliminary Findings, Danmarks Nationalbank *Working Paper*, nr. 70, september 2010.

Buchholst, Birgitte Vølund og Jesper Rangvid (2013). Leading indicators of distress in Danish banks in the period 2008-12. Nationalbanken *Working Paper* 2013-85.

Caballero, Ricardo J. og Alp Simsek (2010). Fire sales in a model of complexity, MIT Department of Economics *Working Paper*. nr. 09-28.

Calvet, L, Campbell, J., Sodini, P. (2007): "Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes", *Journal of Political Economy* 115, pp. 707-747

Cecchetti, Stephen G., M. S. Mohanty og Fabrizio Zampolli (2011). The real effects of debt, Bank for International Settlements *Working Paper*, nr. 352.

Čihák , Martin, Sònia Muñoz, Shakira Teh Sharifuddin og Kalin Tintchev (2012), Financial Stability Reports: What Are They Good For? *IMF Working Paper*, nr. 12/1.

Cochrane, John (2010). Lessons from the financial crisis Jan 2010, *Regulation* 32(4), 34-37.

Cochrane, John (2013). Finance: Function Matters, not Size, *Working Paper*, Chicago University.

Cole, Rebel A. (2009). Predicting bank failures using a simple dynamic hazard model, Departments of Real Estate and Finance, DePaul University, Draft, April 2009

Cole, Rebel A. og Jeffrey W. Gunther (1995). Separating the likelihood and timing of bank failure, *Journal of Banking & Finance*, vol. 19, issue 6, side 1073-1089.

Coval, Joshua, Jakob Jurek, og Erik Stafford (2009). The Economics of Structured Finance, *Journal of Economic Perspectives* 23(1).

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvobøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011). Udviklingen på ejerboligmarkedet i de senere år – Kan boligpriserne forklares?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 2.

Danmarks Nationalbank (2006). Seneste økonomiske og monetære udvikling, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, side 20.

DeAngelo, Harry, René M. Stulz, (2013): Why High Leverage is Optimal for Banks. *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N°356/2013

Demirgüç-Kunt, Asli (1989). Deposit-Institution Failures: A Review of Empirical Literature, Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Perspectives*, 1989 Q4.

Dermine, Jean (2005): "European Banking Integration: Don't Put the Cart before the Horse", *INSEAD working paper series*, 2005/66/FIN

Det Økonomiske Råd (1985). Dansk pengepolitik under forvandling – En strukturrapport udarbejdet efter anmodning fra folketingets politisk-økonomiske udvalg, Akademisk Forlag.

Det Økonomiske Råd (1994). Dansk Økonomi – December 1994.

De Økonomiske Råd (2013). Dansk Økonomi Forår 2013

Diamond, Douglas og Philip Dybvig (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, *Journal of Political Economy*, 91, 401-19.

Diamond, Douglas W., Raghuram G. Rajan, 2000. A theory of bank capital. *Journal of Finance* 55, 2431-2465.

DIIS (2013): Behind smoke and mirrors: on the alleged recapitalization of Europe's Banks. *DIIS Report* 2013-10.

Duffie, Darrell og Haoxiang Zhu (2011). Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?, *Review of Asset Pricing Studies*, 1(1).

ECB (2009). Housing finance in the Euro Area, *Occasional Paper Series*, nr. 101, marts.

Engsted, Tom (2005). Prisudviklingen på aktie- og boligmarkedet: Deja vu, *Finans/Invest*, nr. 5, 2005.

Erhvervs- og Vækstministeriet (2013). Gældsudgifter i husholdninger med realkreditlån, *Vækstpolitisk Tema*, nr. 2, januar 2013.

Estrella, Arturo, Sangkyun Park og Stavros Peristiani (2000). Capital Ratios as Predictors of Bank Failure, FRBNY *Economic Policy*, July 2000.

Europa-Kommissionen (1996): "The Single Market Review Series Subseries II - Impact on Services CREDIT INSTITUTIONS AND BANKING"

Finansforbundet (2008). Undersøgelse af rådgiver-/sælgerrollen, s. 11 ff.

Finanstilsynet (2006). Prisudvikling på fast ejendom og opgørelse af solvensbehov, brev til alle gruppe 1-4 pengeinstitutter.

Finanstilsynet (2008). Pantebrevsmarkedet i Danmark, marts 2008.

Finanstilsynet (2009a). Salg af egne aktier, april 2009.

Finanstilsynet (2009b). Sparekasser salg af garantbeviser, oktober 2009.

Finke, Michael (2012): "Financial advice: Does it make a difference?" *SSRN Working Paper*.

Frame, Scott, Andreas Lehnert og Ned Prescott. A snapshot of mortgage conditions with an emphasis on subprime mortgage performance, informationsnotat til Federal Reserve's Home Mortgage Initiatives Coordinating Committee.

Gandhi, Priyank, Hanno Lustig, 2012: Size Anomalies in Bank Stock Returns, *Journal of Finance*, forthcoming.

- Gjede, Torben (2002). Debat: Alt for drastiske konklusioner, *Finansfokus* nr. 3/2002, s. 27-31.
- Gorton, Gary (2009). The subprime panic, *European Financial Management*, vol. 15(1).
- Gorton, Gary og Andrew Metrick (2010). Securitized banking and the run on repo, *NBER Working Paper*, 15223.
- Gorton, Gary B. og Andrew Metrick (2012). Getting up to speed on the financial crisis: a one-weekend-reader's guide, *NBER Working Paper*, nr. 17778.
- Greenspan, Allan (2002). International financial risk management, tale for Council of Foreign Relations, Washington, 19. november.
- Greenwood, Robin og David S. Scharfstein (2012). The Growth of Modern Finance, *Working Paper*, Harvard Business School.
- Grosen, Anders og Svend Jakobsen (2009), Det danske realkreditsystem og SDO-lovgivningen, *Finans/Invest* no. 6, s. 2 – 4.
- Grossman, Emiliano og Cornelia Woll (2012). Saving the Banks: The Political Economy of Bailouts, Harvard University, Center for European Studies.
- Gual, Jordi (1999) : "Deregulation, integration and market structure in European banking", *EIB Papers*, ISSN 0257-7755
- Hansen, Hans, Frederik Meding og Finn Østrup (2009). Gæld og forbrug, Økonomiske faktorer ved husholdningernes gældsætning, *Thomson Reuters*.
- Hansen, Jørn Astrup (2011). Da sparekasserne fik bank, kronik i *Jyllands-Posten*, 27. januar, 2011.
- Hansen, Jørn Astrup (2013). De kooperative virksomheder – hvor blev de af?, *Finans/Invest*, no. 4.
- Hald, Jens og Carsten Freiberg Jensen (1986). Valutaliberalisering og kapitalbevægelser, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal.
- Haldane, Andrew G., 2012: The dog and the Frisbee. Bank of England speech.
- Halling, Michael og Evelyn Hayden (2007). Bank Failure Prediction: a two-step survival time approach, *IFC Bulletin*. nr. 28
- Hayden, E. og J. Bauer (2004). New Approaches to Banking Analysis in Austria, Oesterreichische Nationalbank *Financial Stability Report*, 7.
- Hoffmeyer, Erik (1985). Tale på Sparekasseforeningens årsmøde 13. juni 1985, optrykt i Danmarks Nationalbank, *Oversigt over informationsmateriale fra Nationalbanken*, Danmarks Nationalbank, 1986.
- Hoffmeyer, Erik (1989). Nationalbankdirektør Erik Hoffmeyers indlæg på Den Danske Bankforenings årsmøde den 6. december 1989, optrykt i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, februar 1990.

IIF, 2010: *Interim Report on the Cumulative Impact on the Global Economy of Proposed Changes in the Banking Regulatory Framework*, Institute of International Finance.

IMF (2008a). Housing finance and spillovers from housing, IMF, *World Economic Outlook*, kapitel 3, april.

IMF (2008b). Structured finance: issues of valuation and disclosure. IMF *Global Financial Stability Report*, kapitel 2, april.

IMF (2008c). The rise in Balance Sheet Leverage of Global Banks, IMF *Global Financial Stability Report*, boks 1.3, april.

IMF (2009a). Crisis and recovery, IMF *World Economic Outlook*, april.

IMF (2009b). Sustaining the recovery, IMF *World Economic Outlook*, oktober.

IMF (2009c). Lessons for monetary policy from asset price fluctuations, IMF *World Economic Outlook*, oktober, kapitel 3.

IMF (2010): *World Economic Outlook*, kapitel 1. april 2010.

IMF (2012). Growth Resuming, Dangers Remain, IMF, *World Economic Outlook*, forår 2012.

IMF (2012). The Liberalization and Management of Capital Flows—An institutional view.

IMF (2013), Nordic regional report, country report no. 13/274

Jagtiani, Julapa, James Kolari, Catharine Lemieux og Hwan Sin (2003). Early warning models for bank supervision: Simpler could be better, Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, Vol. 3, pp. 49-60.

Jakobsen, Morten (2011): "Da priserne på landbrug mistede jordforbindelsen" *Finans/Invest* 3/11

Jakobsen, Svend (2004). Realkreditrådgivning, god skik og afdragsfrie lån, *Finans/Invest*, 4/04, s. 4-9.

Juul, Henrik (2006), Phd-afhandling, Copenhagen Business School

Jørgensen, Anders, Paul Lassenius Kramp, Carina Moselund Jensen og Lars Risbjerg (2011), Penge- og valutamarkedet under krisen, Danmarks Nationalbank, *Kvar- talsoversigt*, 2. kvartal, Del 2.

Jørgensen, Tanja (2013). Kunden og Finanstilsynet, Karnov Group *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*, nr. 9, 2013.

Kallestrup, Rene, David Lando og Agatha Murgoci (2013). Financial Sector Linkages and the Dynamics of Bank and Sovereign Credit Spreads. Copenhagen Business School *Working Paper*.

- Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein & Samuel Hanson, 2010: *An Analysis of the Impact of "Substantially Heightened" Capital Requirements on Large Financial Institutions*, Working Paper, University of Chicago Booth School of Business.
- Kiff, John og Paul Mills (2007). Money for nothing and checks for free: recent developments in U.S. subprime mortgage markets, IMF, *Working Paper*, nr. 188.
- Komitéen (2008). Vejledning til beskrivelse af overordnede retningslinjer for incitamentsaflønning, Komitéen for god Selskabsledelse, nyeste version findes på www.corporategovernance.dk.
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2013). Konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder, *Konkurrence- og Forbrugeranalyse*, 01, april 2013.
- Kose, M.Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff & Shang-Jin Wei (2009). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Staff Papers* 56(1), 8-62.
- Kraka (2012). Finanspolitik i 00'erne. Analyse.
- Kramer, M. & R. Lensink (2012): "The impact of financial advisors on the stock portfolios of retail investors." *SSRN Working Paper*.
- Kumar, Ravi P. og V. Ravi (2007). Bankruptcy prediction in banks and firms via statistical and intelligent techniques – A review, *European Journal of Operational Research*, 180, 1-28.
- Landbrug og Fødevarer (2013): "Landbrugets gælds- og renteforhold 2011"
- Lane, Philip R., and Milesi-Ferretti, Gian Maria (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970—2004. *Journal of International Economics* 73, 223-250.
- Lennart Lyngé Andersen i *Erhvervsjuridisk Tidsskrift* 2011 s. 153ff.
- Logan, Andrew (2001). The United Kingdom's small banks' crisis of the early 1990s: what were the leading indicators of failure?, Bank of England *Working Paper*, nr. 139.
- Lund, Jakob Windfeld (2007). Uro på de finansielle markeder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.
- Lunde, Jens (2005). Et blik over boligejernes kapitalstruktur, *Finans/Invest*, nr. 8, 2005.
- Lunde, Jens (2006a). Boligejernes og lejernes renteudgifter – et bidrag til belysning af den finansielle stabilitet blandt danske husholdninger, *Finans/Invest*, nr. 1, 2006.
- Lunde, Jens (2006b). Nationalbanken og Finanstilsynet om ejerboliger - en kommentar, *Finans/Invest*, nr. 3, 2006.
- Lunde, Jens (2007). Ejerboligmarkedet på knivsæggen, *Finans/Invest*, nr. 2, 2007.
- Lunde, Jens (2012). En analyse af de danske familiers gældsætning og finansielle sårbarhed, In: *Finans/Invest*, No. 7, 18-27

- Mikkelsen, Richard (1993). Dansk pengehistorie 1960-1990, Danmarks Nationalbank.
- Modigliani, F. & M. Miller, 1958: The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review* 48, side 261-297.
- Montmarquette, C. & Viennot-Briot, N. (2012): "Econometric models on the value of advice of a financial advisor. *CIRANO Working Paper 2012RP-17*
- Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen (2009). Afdragsfrie lån, realkredit og det finansielle system, *Finans/Invest*, nr. 1.
- Nationalbanken (2007). Effekter af nye regnskabs- og kapitaldækningsregler, *Finansiel Stabilitet* 2007, kapitel 7, maj 2007.
- Nationalbanken (2013). Finansiel Stabilitet 2013.
- Pedersen, Christian S. (2011). Udviklingen i danske bankers egenkapital før, nu og fremadrettet, hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.
- Poghosyan, Tigran og Martin Čihák (2009). Distress in European Banks: An Analysis Based on a New Data Set, *IMF Working Paper*, 2009-9.
- Porath, Daniel (2004). Estimating probabilities of Default for German savings banks and credit cooperatives, *Deutsche Bundesbank Discussion Papers*, nr. 06, 2004.
- Raaballe, Johannes (2012). Cost of capital i banker, note, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.
- Raaballe, Johannes, 2013: Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder? *Finans/Invest*, nr. 3, 4-16.
- Rangvid, Jesper (2010). Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: En vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab, *Finans/Invest*, nr. 8.
- Rangvid, Jesper (2010). Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: En vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab. *Finans/Invest* 8/2010, 5-11.
- Rangvid, Jesper, 2011: Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: En vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab. *Finans/Invest*, nr. 8, 5-11.
- Reedtz, Peter (2010). Uvildig investeringsrådgivning – utopi eller realisme?, *Finans/Invest* 3/2010.
- Reinhart, Carmen M. & Ken. Rogoff (2009). The Aftermath of Financial Crises. *American Economic Review* 99, 466-472.
- Reinhart, Carmen M. og Kenneth S. Rogoff, (2009). This time is different – eight centuries of financial folly, *Princeton University Press*.
- Reinhart, Carmen. M. og Vincent R. Reinhart (2010). After the Fall, papir præsenteret ved Federal Reserve Bank of Kansas City 's Jackson Hole Economic Policy Symposium, 26. – 28. august, Jackson Hole, Wyoming.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff (2013). Financial and sovereign debt crises: Some lessons learned and those forgotten. In *Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses*. Presented September 14, 2012, at IMF conference on financial crises, Washington, DC, forthcoming.

Report of the commission of investigation into the banking sector in Ireland, Misjudging risk: causes of the systemic banking crisis in Ireland.

Rogoff, Kenneth S. (2003). Globalization and global disinflation, Jackson Hole, Wyoming, 28.-30. august 2003.

Rose, Andrew K. og Mark M. Spiegel (2009). Cross-country Causes and Consequences of the 2008 Crises: Early Warning, the National Bureau of Economic Research *Working Paper*, nr. 15357.

Rose, Caspar (2010). Kritikken af pengeinstitutternes ejer og stemmeløfter hviler på et alt for spinkelt grundlag, *Finans/Invest*, no. 3, p. 16-18.

Shearman & Sterling (2007). Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study, External Study Commissioned by the European Commission, 18. maj, 2007.

Shin, Hyun Song (2008). Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock, *Working Paper*, Princeton University. Trykt i lettere revideret form som: Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis, *Journal of Economic Perspectives* (2009).

Shin, Hyun Song (2009). Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 23-1, 101-119 (winter 2009).

Shleifer, Andrei og Robert Vishny (2011). Fire sales in finance and macroeconomics, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, nr. 1.

Shumway, Tyler (2001). Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model, *The Journal of Business*, vol. 74, nr. 1, pp. 101-124.

Spange, Morten (2010). Kan kriser forudsiges?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal.

Stulz, René M. (2010). Credit Default Swaps and the Credit Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, nr. 1.

Sørensen, Christen (2013). Finanskrisen - kleptokratiets konsekvens, *Tiderne Skifter*

Taylor, John B. (1993). Discretion versus policy rules in practice, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39.

Taylor, John B. (2010). The Fed and the crisis: A reply to Ben Bernanke, Kommentar i Wall Street Journal, 10. januar 2010.

Thomson, James B. (1991). Predicting Bank Failures in the 1980s, Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Policy Review*, vol. 27, pp. 9-20.

Thygesen, Martin og Henrik Ullersted (2005). Nye regler om indregning og måling af pengeinstitutternes udlån pr. 1. januar 2005, *Finans/Invest*, nr. 2.

Tyler Atkinson, David Luttrell, Harvey Rosenblum (2013). How Bad Was It?

The Costs and Consequences of the 2007–09 Financial Crisis. *Staff Papers* No. 20, Dallas Fed

Voetmann, Hørby Jensen & Jul Clausen (2011), Kundens retsstilling ved investering i værdipapirer, *Finans/Invest*, vol. 298, nr. 2, marts 2011

Whalen, Gary W. (1991). A Proportional Hazards Model of Bank Failure: An examination of its usefulness as an early warning tool, Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Review*, vol. 27, nr. 1, 1. kvartal 1991, side 21-31.

Whalen, Gary W. (2010). Early warning models for bank supervision: Simpler could be better, Office of the Comptroller of the Currency Economics *Working Paper*, 2010-3.

Wilson, T. (1997), Portfolio Credit Risk (Parts I and II), *Risk Magazine*.

Økonomiministeriet (1994): Den danske pengeinstitutsektor. Oktober 1994

Økonomiministeriet (1994). Redning af pengeinstitutter siden 1984, J. H. Schultz Information A/S, København, juni 1994.

Økonomiministeriet (1995): Redning af pengeinstitutter siden 1984. Juni 1995.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2005). Prisstigninger på boligmarkedet, *Økonomisk Tema*, nr. 1.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2007). Afdæmpede forventninger til fremtidige boligprisstigninger, *Aktuel Analyse*, 24. januar.

Økonomi- og Erhvervsministeriet (2010). Boligmarkedet og boligejernes økonomi, *Økonomisk Tema* nr. 9.

Økonomi- og Indenrigsministeriet (2012). *Økonomisk Redegørelse*, maj 2012.

Østrup, Finn (1988). Kapitalliberalisering inden for EF, *Fagskrift for bankvæsen*, 3, 1988, 117-122.

Østrup, Finn (2002). Lempelse af realkreditlån problematisk, *Finansfokus*, 2, 2002, 3-7.

Østrup, Finn (2008). Finansielle kriser, Forlaget Thomson.

Østrup, Finn (2012). Husholdningernes gæld: argumenter og udfordringer, Karnov Group

Østrup, Finn (2013). Den danske krisehåndtering: Det økonomiske perspektiv, i Lenart Lyng Andersen (Ed.) Håndtering af finansielle kriser: Udvalgte emner, Karnov Group

Østrup, Finn (2013). Landbrugets økonomiske problemer, kommer i *FinansInvest*.