

Finn Østrup

Finansielle kriser

FORLAGET THOMSON



Finn Østrup

Finansielle kriser

1. udgave/1. oplag

© Forlaget Thomson A/S, København 2008

ISBN 978-87-619-2148-2

Omslag: Birger Gregers MDD, Frederiksberg

Sats og tryk: Narayana Press, Gylling

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse
af denne bog eller dele af den er ikke tilladt
ifølge gældende dansk lov om ophavsret.

Alle rettigheder forbeholdes.

Indhold

Forord

Kreditretsprojektet 2002-2010 11

Kapitel 1

Indledning

- 1.1. Målet med bogen 13
- 1.2. Hvad forstås ved en finansiell krise? 14
- 1.3. Reguleringen af finansiell virksomhed 16
- 1.4. Sandsynligheden for en finansiell krise 17
- 1.5. En oversigt 19

Kapitel 2

Finansielle kriser: Årsager og omkostninger

- 2.1. Indledning 21
- 2.2. Årsager bag finansielle kriser 22
 - 2.2.1. Skift i den økonomiske struktur 22
 - 2.2.2. Ledelsessvigt 27
 - 2.2.3. Kriser forårsaget af svage institutionelle strukturer 29
 - 2.2.4. Kriser forårsaget af efterspørgsel efter likviditet 31
 - 2.2.5. Spekulation i finansielle og reale aktiver 36
 - 2.2.6. Faktorer indbygget i finansiell virksomhed 41
- 2.3. Argumenter for offentlig intervention i finansielle kriser 45
- 2.4. Omkostninger i forbindelse med finansielle kriser 48
- 2.5. Sammenfatning og konklusion 51

Kapitel 3

Finansielle kriser i Danmark

- 3.1. Indledning 53
- 3.2. Tidlige danske kriser 54
- 3.3. Bankkrisen i 1920-33 60
 - 3.3.1. Årsagerne bag krisen 60
 - 3.3.2. Krisehåndteringen 66
- 3.4. Den finansielle krise i 1980'erne og 1990'erne 72
 - 3.4.1. Omfanget af pengeinstitutkrisen 72

Indhold

3.4.2. Årsager til krisen i pengeinstitutsektoren	80
3.4.3. Krisehåndteringen i pengeinstitutsektoren	89
3.4.4. Krisen i realkreditsektoren	97
3.4.5. Krisen i forsikringssektoren	98
3.4.6. Den færøske bankkrise	101
3.4.7. Konsekvenserne af finanskrisen	103
3.5. Nyere kriser	107
3.6. Sammenfatning og konklusion	108

Kapitel 4

Finansielle kriser i de øvrige industrilande

4.1. Indledning	110
4.2. Tidlige finansielle kriser	111
4.3. Kriser på de internationale kapitalmarkeder efter 1970	124
4.4. Nyere finansielle kriser i de nordiske lande	130
4.4.1. Norge	130
4.4.2. Sverige	150
4.4.3. Finland	168
4.5. Nyere kriser i USA	176
4.5.1. De store bankers udlån til udviklingslandene	177
4.5.2. Krisen i de amerikanske spare- og lånevirkksomheder	183
4.5.3. Amerikanske banksammenbrud	190
4.5.4. Hovedtræk af krisehåndteringen i USA	199
4.6. Finanskrisen i Japan	201
4.6.1. Faktorer bag den japanske finanskrise	202
4.6.2. Forløbet frem til 1997	203
4.6.3. Forløbet efter 1997	208
4.6.4. Det japanske system for krisehåndtering	212
4.7. Storbritannien	214
4.7.1. Britiske bankkriser	214
4.7.2. Krisen i Equitable Life	220
4.8. Nyere kriser og krisehåndtering i andre industrilande	221
4.8.1. Tyskland	221
4.8.2. Frankrig	223
4.8.3. Italien	226
4.8.4. Spanien	227
4.9. Sammenfatning og konklusion	228

Kapitel 5

Fælles tendenser for finansielle kriser

- 5.1. Indledning 230
- 5.2. Årsager bag finansielle kriser 231
 - 5.2.1. Produktionsudviklingen 231
 - 5.2.2. Udviklingen i kreditgivning 235
 - 5.2.3. Udviklingen i aktivpriser 241
 - 5.2.4. Andre årsager bag finansielle kriser 245
- 5.3. Konsekvenserne af finansielle kriser 247
- 5.4. Andre fællestræk ved finansielle kriser 248
- 5.5. Sammenfatning og konklusion 251

Kapitel 6

Det danske regelsæt vedrørende finansielle kriser

- 6.1. Indledning 252
- 6.2. Soliditetskriser i pengeinstitutter 253
 - 6.2.1. Forløbet af en soliditetskrise i et pengeinstitut 254
 - 6.2.2. Tilførsel af ny kapital 257
 - 6.2.3. Ændringer i aktivsammensætningen 262
 - 6.2.4. Nedskrivning af gæld 263
 - 6.2.5. Sammenlægning med et andet pengeinstitut 265
 - 6.2.6. Salg af pengeinstitutvirksomhed 268
 - 6.2.7. Pengeinstituttets afvikling gennem likvidation 270
 - 6.2.8. Pengeinstituttets afvikling gennem konkurs 272
 - 6.2.9. Forløbet af betalingsstandsning 275
- 6.3. Soliditetskriser i realkreditinstitutter 277
 - 6.3.1. Forløbet af soliditetskrise i realkreditinstitutter 277
 - 6.3.2. Likvidation i realkreditinstitutter 282
 - 6.3.3. Konkurs i realkreditinstitutter 283
- 6.4. Soliditetskriser i skadesforsikringsselskaber 285
 - 6.4.1. Manglende dækning for forsikringsmæssige hensættelser 285
 - 6.4.2. Manglende opfyldelse af kapitalkrav 288
 - 6.4.3. Overdragelse af forsikringsbestanden 289
 - 6.4.4. Tvangsakkord 290
 - 6.4.5. Likvidation af skadesforsikringsselskaber 291
 - 6.4.6. Konkurs i skadesforsikringsselskaber 292
- 6.5. Soliditetskriser i livsforsikringsselskaber 294
 - 6.5.1. Manglende dækning for forsikringsmæssige hensættelser 294
 - 6.5.2. Manglende opfyldelse af kapitalkrav 296
 - 6.5.3. Administration af livsforsikringsbestand 296

6.6.	Håndtering af likviditetskriser	299
6.7.	Kriseforebyggende foranstaltninger	300
6.7.1.	Mulighed for at tilbagekalde tilladelse til finansiell virksomhed	301
6.7.2.	Yderligere krav til skadesforsikringsselskaber	302
6.7.3.	Yderligere krav til livsforsikringsselskaber	304
6.7.4.	Manglende opfyldelse af lovgivning om garantifonde	305
6.8.	Det private beredskab til afvikling af nødlidende pengeinstitutter	305
6.9.	Sammenfatning og konklusion	306

Kapitel 7

EU-regler vedrørende håndtering af finansielle kriser

7.1.	Indledning	309
7.2.	Regelsættet i EU's finansielle direktiver	310
7.2.1.	Ansaret for krisehåndtering	310
7.2.2.	Fremgangsmåden ved håndtering af finansielle kriser	313
7.2.3.	Valg af lovregler ved sanering og likvidation	316
7.3.	Regelsættet om fusioner og virksomhedsovertagelser	319
7.3.1.	Fremgangsmåden ved fusioner og overtagelsestilbud	319
7.3.2.	Godkendelse af fusioner og overtagelser	319
7.4.	Reglerne om statsstøtte	326
7.4.1.	Bestemmelserne i EF-traktaten	326
7.4.2.	Rammebestemmelser for støtte til kriseramte virksomheder	327
7.4.3.	Vurdering af statsstøtte i forbindelse med privatisering	330
7.5.	Kommissionens praksis ved støtte til kriseramte finansielle institutter	331
7.5.1.	Sager om statsstøtte til kriseramte finansielle institutter	331
7.5.2.	Definitionen af statsstøtte	332
7.5.3.	Grundlaget for anvendelse af EU's regler om statsstøtte	335
7.5.4.	Grundlaget for undtagelse fra forbuddet mod statsstøtte	337
7.5.5.	Betingelser i forbindelse med støtte til kriseramte virksomheder	339
7.6.	Overvejelser i EU med hensyn til krisehåndtering	345
7.7.	Sammenfatning og konklusion	349

Kapitel 8

Modeller for krisehåndtering: En diskussion

8.1.	Indledning	351
------	------------	-----

8.2.	Mål ved indretning af procedurer for krisehåndtering	352
8.3.	Afvikling af kriseramte finansielle virksomheder	355
8.3.1.	Problemer omkring afvikling af kriseramte virksomheder	355
8.3.2.	Eksterne effekter i forbindelse med finansiell virksomhed	359
8.3.3.	Er afvikling af finansielle virksomheder juridisk realistisk?	363
8.3.4.	Er afvikling af finansielle virksomheder politisk realistisk?	365
8.3.5.	Bør der være særligt regime for afvikling af finansielle virksomheder?	368
8.4.	Ikke-intervention ved kriser i finansielle virksomheder	370
8.5.	Andre løsningsmodeller ved solvenskriser i pengeinstitutter	374
8.5.1.	Rekonstruktion gennem tilførsel af ny privat kapital	374
8.5.2.	Rekonstruktion gennem nedskrivning af gæld	376
8.5.3.	Sammenlægning med et andet finansielt institut	378
8.5.4.	Offentlig tilførsel af kapital til kriseramte institutter	381
8.5.5.	Anvendelse af afviklingsselskaber	385
8.5.6.	Lempelse af tilbagebetalingsvilkår for låntagere	390
8.5.7.	Hvornår bør der interveneres over for kriseramte banker?	391
8.6.	Modeller for løsning af likviditetskriser i pengeinstitutter	392
8.6.1.	Anvendelsen af likviditetstilførsel	392
8.6.2.	Tilskyndelse til risikobetonet adfærd?	394
8.6.3.	Sammenhængen mellem likviditetskriser og solvenskriser	395
8.6.4.	Modstrid med andre økonomiske mål?	396
8.6.5.	Likviditetskriser i den europæiske monetære union	397
8.7.	Håndtering af kriser i pensionsinstitutter og skadesforsikringsselskaber	397
8.8.	Internationale komplikationer	400
8.8.1.	Mulighed for konflikter mellem nationale tilsynsmyndigheder	400
8.8.2.	Forholdet mellem selskaber i en international finansiell koncern	404
8.9.	Sammenfatning og konklusion	407

Kapitel 9

Forslag til løsningsmodeller

9.1.	Indledning	408
9.2.	En vurdering af de eksisterende løsningsmodeller	409
9.3.	En ny model for krisehåndtering: Konvertibel lånekapital	414

Indhold

9.4.	Udskillelse af indskud og vigtige funktioner i datterselskab	418
9.5.	Krav til udenlandske selskabers aktiviteter i Danmark	422
9.6.	Begrænsning af ansvaret for internationale aktiviteter	423
9.7.	Håndtering af kriser i pensionsinstitutter	424
9.8.	Håndtering af likviditetskriser	426
9.9.	Sammenfatning og konklusion	426

Litteratur	429
-------------------	-----

Forord

Kreditretsprojektet 2002-2010

Kreditretsprojektet 2002-2010 tager sigte på at undersøge en række kredit- og kapitalmarkedsretlige spørgsmål såvel på struktursiden som på adfærdssiden (forholdet mellem institutionerne og kunderne). En række af undersøgelserne vil være forskningsmæssigt baserede, men det tilstræbes, at resultaterne skal kunne anvendes i det praktiske liv.

Kreditretsprojektet udføres inden for rammerne af forskningen på *Center for kreditret og kapitalmarkedsret*, Handelshøjskolen i København. Bestyrelsen for *Margot og Thorvald Dreyers Fond* har i 2007 støttet Kreditretsprojektet med endnu en 3-årig bevilling, der dækker 2008-2010.

Det er en vigtig aktivitet i dette arbejde, at der sker en publicering af forskningen, og dette sker gennem en løbende serie. De første 11 bind (2002-2006) er kommet i Den Kreditretlige Serie (på Gjellerups Forlag) – heraf 2 ph.d.-afhandlinger – og fra 2007 er serien omdøbt til *Kredit- og kapitalmarkedsretsserien*, der udkommer på Thomsons Forlag. Jeg er redaktør, og den foreliggende bog er nr. 5 i den nye serie og dermed nr. 16 i alt.

Denne bog er skrevet af lektor, dr. merc. *Finn Østrup*, der fra januar 2007 arbejder på CKK, og som i en årrække har arbejdet på CBS. Bogens emne er blevet mere og mere aktuelt under udarbejdelsen, men selv om der næsten dukker nyt stof op hver dag, er det vigtigt, at der sættes et punktum. Hæderen og forfatterrettighederne tilkommer forfatteren, men han – og jeg – er glade for, at en række fra CKK's netværk har villet deltage i en arbejdsgruppe, hvor vi over to møder har drøftet dels forfatterens udkast dels den aktuelle situation.

Arbejdsgruppen har – foruden forfatteren og mig selv – bestået af:

Direktør Jørn Astrup Hansen

Gæsteprofessor, jur. dr. Lasse Gorton

Censor Kaj Egon Hansen

Vicedirektør Henrik Hjortshøj-Nielsen

Forord

Juridisk chef Vibeke Krag
Docent, jur. dr. Göran Millqvist
Nationalbankdirektør Torben Nielsen
Professor, jur. dr. Annina Persson
Bankdirektør Claus Schroll
Ambassadør Niels Henrik Sliben
Direktør Flemming B. Søgaard

Forfatteren og jeg takker alle hjerteligt.

Temaet "Finansielle kriser" vil med udgangspunkt i bogen blive behandlet på en konference på CBS den 11. juni 2008.

Lennart Lyngge Andersen

Indledning

1.1. Målet med bogen

Der er to mål med bogen. For det første er det målet at diskutere årsagerne bag finansielle kriser, forstået som situationer, hvor finansielle virksomheder ikke kan opfylde lovmæssige eller andre forpligtelser, f.eks. i form af kapitalkrav eller krav til likviditet. For det andet er det målet at diskutere procedurer for håndtering af finansielle kriser. I den sidste forbindelse er det hensigten at nå frem til en bedre forståelse af, hvad der er det bedste system for håndtering af finansielle kriser samt at fremlægge konkrete forslag til ændringer i det nuværende danske system for håndtering af finansielle kriser.

De to mål for bogen har tæt sammenhæng, idet årsagerne til finansielle kriser er afgørende for valget af krisehåndtering. Hvis finansielle kriser f.eks. i hovedsagen skyldes makroøkonomiske udsving, er der ingen grund til at gennemføre en krisehåndteringsprocedure, som indebærer en særlig "straf" for ledelsen i den sammenbrudte virksomhed. Hvis derimod finansielle kriser overvejende skyldes svigt i ledelsen – f.eks. en ledelse, der har fulgt en stærkt risikopræget strategi – er det vigtigt, at krisehåndteringen gennemføres på en sådan måde, at ledelser i fremtiden tilskyndes til at udvise større forsigtighed.

Det følger af bogens mål, at analysen både er økonomisk og juridisk. Den økonomiske analyse findes særlig i de dele af bogen, der belyser årsagerne til finansielle kriser. Den juridiske analyse koncentrerer sig særlig om, hvordan krisehåndteringen bør indrettes.

Bogen beskæftiger sig kun med håndteringen af finansielle kriser, dvs. det forløb, som indtræder, efter at en finansiel krise er indtrådt. Derimod ses der ikke på spørgsmålet, hvordan finansielle sammenbrud kan forebygges. Dette indebærer, at bogen ikke diskuterer indretningen af den finansielle regulering, der som et hovedmål har forebyggelsen af finansielle kriser.

Diskussionen omhandler udelukkende finansielle kriser i de gamle

industrilande, dvs. den gruppe af lande, som indtil midten af 1990'erne udgjorde medlemskredsen i OECD. Der vil ikke være nogen behandling af de kriser, som siden 1980'erne har ramt en række af udviklingsøkonomierne, således bl.a. den østasiatiske krise i 1997-98 og kriserne siden midten af 1990'erne i en række latinamerikanske lande, særlig Argentina, Brasilien og Mexico.

1.2. Hvad forstås ved en finansiel krise?

I det følgende anvendes finansiel krise bredt som betegnelse for en situation, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til forpligtelser, som eksisterer i henhold til gældende regelsæt. Der er her tale om en bred definition, idet vi lader det stå åbent, hvad det er for forpligtelser, finansielle virksomheder ikke kan leve op til. Det følger også af definitionen, at kriser kan give sig forskellige udslag i forskellige finansielle sektorer. Ofte vil kriser vise sig ved store tab, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til lovbestemmelser om en mindste ansvarlig kapital. I banksektoren kan en krise opstå, hvis banker ikke kan leve op til forpligtelser med hensyn til at betale indskydere værdien af deres indskud i form af kontanter, fordi de har svært ved at skaffe likviditet. Inden for skadesforsikringssektoren kan en finansiel krise vise sig ved, at selskaberne ikke kan dække erstatningskrav. Blandt pensionsinstitutter er det muligt, at selskaberne ikke kan dække forpligtelser med hensyn til pensionsudbetalinger.

Det har i praksis vist sig, at der ofte opstår kriser i flere finansielle virksomheder samtidig. I litteraturen anvendes ofte "systemisk krise" som betegnelse for en situation, hvor der er i økonomien er tale om en omfattende krise, som involverer større dele af den finansielle sektor. Der kan være flere forklaringer på, at flere finansielle virksomheder samtidig rammes af krise. For det første vil finansielle virksomheder ofte blive ramt af de samme vanskeligheder, hvorved der bliver en samtidig krise i mange virksomheder. For det andet kan vanskeligheder i én finansiel virksomhed medføre problemer i andre finansielle virksomheder, således at der bliver tale om vanskeligheder i flere virksomheder samtidig. Spørgsmålet diskuteres i afsnit 2.3.

Der findes i litteraturen forskellige definitioner af, hvad der menes med en finansiel krise. Definitionen givet ovenfor af en finansiel krise som en situation, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til forpligtelserne i givne regelsæt, er bredere end flere af de definitioner af finansielle kriser, der findes i litteraturen. I definitionerne anvendt

i litteraturen lægges der ofte kun vægt på problemer i banksektoren, ligesom der i definitionerne ofte lægges vægt på specielle årsager til vanskelighederne, f.eks. tab på udlån. Mishkin (1996) taler om, at der er en krise i banksektoren, hvis et stort antal banker bryder sammen eller bliver insolvente. Caprio og Klingebiel (1996) fremhæver, at det ikke er muligt at give nogen objektiv definition af, hvornår der foreligger en bankkrise. I en ofte citeret undersøgelse af finansielle kriser definerer Den Internationale Valutafond (IMF) en "banking crisis" som "a situation in which actual or potential bank runs or failures induce banks to suspend the internal convertibility of their liabilities or which compels the government to intervene to prevent this by extending assistance on a large scale".¹ IMF skriver videre, at en "banking crisis" kan have et så omfattende omfang, at den bliver til en "systemic financial crisis", defineret som "potentially severe disruptions of financial markets that, by impairing markets' ability to function effectively, can have large adverse effects on the real economy".² I Claessens, Klingebiel and Laeven (2005) tales der om, at der foreligger en systemisk finanskrise, hvis "a country's corporate and financial sectors experience a large number of defaults and financial institutions and corporations face great difficulties repaying contracts on time. As a result, nonperforming loans increase sharply and all or most of the aggregate banking system capital is exhausted".³ I Kroszner, Laeven og Klingebiel (2007) defineres en bankkrise som "an episode during which the capital of the banking sector has been depleted due to loan losses, resulting in a negative net worth of the banking sector". I en række empiriske undersøgelser tages der forskellige udgangspunkter med hensyn til, hvornår der foreligger en bankkrise eller en finansiell krise.⁴

Den bredere diskussion af finansielle kriser, som der lægges op til i bogen med anvendelsen af finansiell krise som betegnelse for en situation, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve til gældende regelsæt, synes naturlig i en verden, hvor bankerne spiller en stadig mindre rolle i det finansielle system, og hvor en stigende del af opsparingen har form af værdipapirer og kanaliseres gennem pensionsinstitutter. Det kan også konstateres, at myndigheder gennem de sidste årtier

1 IMF (1998), s. 74-75.

2 IMF (1998), s. 75.

3 Claessens, Klingebiel and Laeven (2005), s. 171-172.

4 En diskussion af forskellige definitioner på bankkriser og/eller finansielle kriser findes i Angkinand, Sawangngoenyuan og Wihlborg (2007).

har grebet ind ikke alene ved sammenbrud i banker, men også ved f.eks. fald i kursen på aktier eller ved sammenbrud i andre former for finansielle virksomheder. Et eksempel er de amerikanske myndigheders intervention ved sammenbruddet i hedgefonden Long-Term Capital Management i september 1998, jf. afsnit 4.3.

Der findes mange forskellige former for finansielle virksomheder. Diskussionen af retsregler i bogen omfatter kun pengeinstitutter, realkreditinstitutter og forsikringsselskaber. Dette indebærer, at en række andre finansielle virksomheder ikke er omfattet, f.eks. forskellige former for vekselererselskaber (i Danmark fondsmæglerselskaber) og selskaber, der varetager investeringsforvaltning. Diskussionen om danske forhold udelukker herudover en række selskaber, der har en speciel ejerstruktur, f.eks. andelskasser og sparekasser samt – inden for forsikringsbranchen – gensidige selskaber.

1.3. Reguleringen af finansiell virksomhed

Finansielle virksomheder må – ligesom almindelige erhvervsvirksomheder – lukke, hvis der ikke er efterspørgsel efter virksomhedens produkter, eller hvis virksomheden ikke er konkurrencedygtig med hensyn til omkostninger i forhold til konkurrenter. Finansielle virksomheder står imidlertid herudover over for en række særlige risici, som medfører en risiko for sammenbrud. Der er således mulighed for tab på udlån, der ikke tilbagebetales, ligesom kursfald på værdipapirer kan medføre store tab. For bankerne gælder det herudover, at indskydere kan frembringe et sammenbrud i banken, hvis de i større omfang trækker indskud ud, idet aktivsiden i bankerne har en længere løbetid end passivsiden, der i stort omfang består af korte indskud.

For at reducere risikoen for sammenbrud i finansielle virksomheder har myndighederne fastsat en række særlige regler, f.eks. begrænsninger på størrelsen af enkeltengagementer samt særlige oplysningsforpligtelser. For at reducere sandsynligheden for tab hos de finansielle virksomheders kreditorer – i første række indskydere i banker og forsikringstagerne i forsikringsselskaber – har myndighederne også fastsat krav om en mindste ansvarlig kapital.

Det falder uden for bogens mål at diskutere de bestemmelser i finansielle regelsæt, som har til formål at reducere sandsynligheden for sammenbrud i finansielle virksomheder, eller som har til formål at reducere sandsynligheden for tab for indskydere, forsikringstagere eller andre kreditorer. Det er imidlertid klart, at valget af procedure til

håndtering af kriser i finansielle virksomheder skal ses i sammenhæng med de bestemmelser, der har til formål at beskytte kreditorer mod tab i det tilfælde, der sker et sammenbrud i finansielle virksomheder. Hvis der på grund af høje kapitalkrav er rigelig dækning for en finansiell virksomheds kreditorer, vil det f.eks. i højere grad være muligt at afvikle en finansiel virksomhed fremfor at føre virksomheden videre gennem kapitaltilførsel. Spørgsmålet tages op i kapitel 9.

1.4. Sandsynligheden for en finansiel krise

Det ligger uden for bogens mål at vurdere sandsynligheden for, i hvilket omfang det fremover vil komme til sammenbrud i finansielle virksomheder. Der kan dog kort peges på nogle tendenser, som vil være afgørende for den fremtidige udvikling.

På den ene side kan det argumenteres, at sandsynligheden for sammenbrud i finansielle virksomheder er blevet reduceret med udviklingen hen mod større finansielle virksomheder, der dækker et større geografisk område og ofte har aktiviteter i flere lande. Forøgelsen af virksomhedsstørrelsen og spredningen af aktiviteter gør virksomhederne mindre følsomme over for skift i de økonomiske forhold for enkelte brancher samt for enkelte lande. Der er også tegn på, at der er blevet mindre udsving i de underliggende makroøkonomiske strukturer, således at finansielle virksomheder synes at agere i et mere sikkert makroøkonomisk miljø. En årsag til den større makroøkonomiske stabilitet kan have været en omlægning af pengepolitikken i de førende industrilande over mod øget vægt på inflation. Bl.a. for at reducere inflationen var det tidligere nødvendigt med hyppige politiske indgreb, hvilket bidrog til øget makroøkonomisk usikkerhed. Globaliseringen på det finansielle område kan have bidraget til større sikkerhed, idet aktiver er blevet spredt globalt på et større antal investorer fordelt over et stort antal lande i hele verden.

I henhold til de nye Basel 2-kapitaldækningen har de større banker valgt et system, hvor kapitalkravet baseres på bankernes egne modeller til risikovurdering. Det er muligt, at dette bidrager til en øget bevidsthed hos bankerne om risikoen ved udlån, hvilket igen tilskynder til en bedre risikostyring, der mindsker sandsynligheden for tab.⁵

Udviklingen hen mod et større omfang af værdipapirudstedelse (securitisation) har også bidraget til at mindske usikkerheden, idet tab vil

5 Synspunktet fremsættes bl.a. af Straarup (2006).

blive båret af de investorer, der direkte har investeret i værdipapirerne, dvs. i stort omfang husholdninger og erhvervsvirksomheder, frem for af banker, der står som et mellemlid mellem långivere og låntagere. Tendensen til securitisation indebærer således, at tab vil blive spredt mere "tyndt" over et stort antal husholdninger og erhvervsvirksomheder fremfor at blive koncentreret på enkelte store økonomiske enheder, der fungerer som finansielle mellemlid, i første række banker.

Der er imidlertid også faktorer, som trækker i retning af større usikkerhed for finansielle virksomheder og derved en større risiko for finansielle kriser. Inden for den finansielle sektor er der således en større konkurrence, hvilket kan have skabt et større pres for at sikre en højere indtjening. En mulighed for at øge indtjeningen er at tage højere risiko. Der er også undersøgelser, som tyder på, at der på grund af større konkurrence er blevet større usikkerhed for enkelte virksomheder. Den globale konkurrence har bidraget til denne større usikkerhed. Den teknologiske udvikling kan have bidraget til usikkerhed ved at medføre en stærkere produktudvikling. Der er herudover undersøgelser, som tyder på, at store finansielle virksomheder har reageret på en lavere risiko skabt gennem porteføljespredningen ved at udvide andelen af risikobetonede aktiver.⁶ I en lang række økonomiske rapporter har det været diskuteret, om der er en bobbel på markedet for ejerboliger.

I Danmark kan der udover prisstigningen på ejerboliger også peges på en kraftig stigning i priserne på fast erhvervsejendom som en faktor, der kan have øget risikoen for finansielle kriser. Der har herudover gennem en række år været en meget stor udlånsstigning, hvilket kan have øget risikoen for, at låntagerne ikke er i stand til at tilbagebetale lånene. Endelig er det spørgsmålet, om indførelsen af afdragsfrie lån med virkning fra oktober 2003 har øget risikoen for en finansiell krise. De afdragsfrie lån kan på den ene side have mindsket opsparingen og derved bidraget til mindre modstandskraft hos låntagerne i tilfælde af negative økonomiske begivenheder, f.eks. arbejdsløshedsperioder eller skilsmisser. Hertil kommer, at de afdragsfrie lån har været en hovedfaktor bag prisstigningerne på ejerboliger efter 2003. Omvendt har de afdragsfrie lån ved at reducere betalingsforpligtelserne gjort det muligt for låntagere i højere grad at komme over perioder med negative økonomiske begivenheder. De afdragsfrie lån har f.eks. gjort det lettere for fraskilte at sidde i egen bolig.⁷

6 Se Akhavein, Berger og Humphrey (1997).

7 Spørgsmålet om de afdragsfrie låns effekter diskuteres hos Østrup (2002).

Gennem de seneste årtier er der opstået en situation, hvor finansielle virksomheder i stigende grad finansierer sig gennem værdipapirmarkeder. Det er muligt, at dette har øget risikoen i det finansielle system, idet investorer på værdipapirmarkederne reagerer med større hurtighed på f.eks. rygter om finansielle problemer end almindelige indskydere. Der har endvidere gennem de sidste årtier været tale om en situation, hvor banker i stigende omfang placerer og låner hos hinanden gennem interbankmarkederne. Det er også muligt, at den internationale integration gennem interbankmarkederne kan have øget risikoen, idet andre banker ofte har været de første til at foretage likviditetsudtræk. Som et eksempel kan peges på subprime-krisen siden august 2007, hvor bankerne har været tilbageholdende med at placere hos hinanden, jf. diskussionen i afsnit 4.3.

1.5. En oversigt

Bogen er organiseret på følgende måde. I *kapitel 2* er der en diskussion af forskellige forklaringer, som i den økonomiske litteratur samt i den bredere økonomiske debat har været fremlagt som årsager til finansielle kriser. Det vil blive diskuteret, at der har været opstillet fem forklaringer på finansielle kriser. Der vil endvidere i kapitlet være en diskussion af omkostningerne ved finansielle kriser. I *kapitel 3* er der en gennemgang af finansielle kriser i Danmark. Hovedvægten vil blive lagt på den krise, der ramte Danmark i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, men der vil også kort være en omtale af de finansielle kriser, der fandt sted i 1908 samt i perioden 1920-33. I *kapitel 4* er der en gennemgang af finansielle kriser i en række af de gamle industrilande. De mest omfattende kriser har fundet sted i de nordiske lande, i Japan, USA samt i Spanien. Der har imidlertid også i andre lande været en række markante sammenbrud i finansielle virksomheder. *Kapitel 5* søger – på grundlag af beskrivelserne af kriseforløbene i kapitel 3 og 4 – at uddrage nogle fællestræk fra de finansielle kriser både med hensyn til årsager og med hensyn til krisehåndtering. F.eks. kan det konstateres, at lande kun i begrænset udstrækning har anvendt de procedurer til afvikling af finansielle virksomheder, som findes i lovgivningen. Der har under kriser været et stærkt pres for politisk intervention f.eks. i form af statsstøtte.

Kapitel 6 giver en oversigt over reglerne i dansk lovgivning vedrørende krisehåndtering i finansielle virksomheder. *Kapitel 7* beskriver de bestemmelser i EU's regelsæt, der har betydning for håndteringen

af sammenbrud i finansielle virksomheder, i første række EU's bestemmelser om statsstøtte samt bestemmelserne i EU's finansielle direktiver. *Kapitel 8* diskuterer en række argumenter for og mod forskellige metoder til at håndtere kriser i finansielle virksomheder. *Kapitel 9* fremlægger nogle forslag til løsningsmodeller ved håndteringen af finansielle kriser.

Finansielle kriser: Årsager og omkostninger

2.1. Indledning

I kapitlet diskuteres årsagerne bag finansielle kriser. Der kan bredt skelnes mellem fem forklaringer, som har været fremhævet enten i litteraturen eller i bredere økonomiske diskussioner: (i) finansielle kriser skyldes negative forandringer i den økonomiske struktur, som – hvis de har et betydeligt omfang – fører til tab og eventuelt sammenbrud i finansielle virksomheder, (ii) sammenbrud i finansielle virksomheder skyldes en ineffektiv ledelse, som f.eks. negligerer risikostyring, (iii) sammenbrud i finansielle virksomheder skyldes svage institutionelle strukturer i forbindelse med myndigheder, der mangler evnen til at gennemføre et effektivt tilsyn, (iv) kriser skyldes ændringer i efterspørgslen efter likviditet, som kan skabe f.eks. udtræk fra pengeinstitutter, samt (v) kriser skyldes psykologisk betingede stemningsskift, som giver anledning til spekulation og derved bobler i aktivpriser. Som en yderligere forklaring på finansielle kriser vil det blive diskuteret, at særlige forhold ved finansiell virksomhed skaber en indbygget tendens til ustabilitet, bl.a. kan der være tendens til flokadfærd, ligesom der i finansiell virksomhed kan være en indbygget tendens til ekspansion. De forskellige forklaringer udelukker ikke gensidigt hinanden.

I kapitlet diskuteres også konsekvenserne af sammenbrud i finansielle virksomheder. I litteraturen og i økonomisk-politiske diskussioner har der været peget på en række forhold, som medfører, at sammenbrud i finansielle virksomheder har videre samfundsmæssige konsekvenser, der falder uden for virksomheden, og som derfor ikke tages i betragtning i den finansielle virksomheds beslutninger. Der er således tale om eksterne effekter. De eksterne effekter kan ses som begrundelser for, at sammenbrud i finansielle virksomheder håndteres forskelligt fra sammenbrud i andre erhvervsvirksomheder, f.eks. kan

det være hensigtsmæssigt helt eller delvist at videreføre en kriseramt finansiell virksomhed.

Endelig er der i kapitlet en kort oversigt over forskellige undersøgelser, der belyser omkostningerne ved finansielle kriser. Det vil blive argumenteret, at der er stor usikkerhed om disse opgørelser.

Afsnit 2.2 ser på årsagerne bag finansielle kriser. *Afsnit 2.3* diskuterer de samfundsmæssige konsekvenser ved sammenbrud i finansielle virksomheder. *Afsnit 2.4* giver en oversigt over undersøgelser, der belyser omkostningerne ved finansielle kriser. *Afsnit 2.5* giver en sammenfatning og konklusion.

2.2. Årsager bag finansielle kriser

I det følgende gives der en beskrivelse af fem årsager bag finansielle kriser, som har været beskrevet i litteraturen, nemlig (i) skift i den økonomiske struktur (chok), (ii) ledelsessvigt, (iii) svage institutionelle strukturer, (iv) ændringer i efterspørgslen efter likviditet, som giver anledning til udtræk fra banker, samt (v) spekulation omkring aktivpriser. Som en sjette årsag vil det blive diskuteret, at der i finansiell virksomhed kan tænkes en indbygget tendens til ekspansion, og at finansielle kriser opstår, når hidtidige blokeringer for ekspansion bliver fjernet eller lempet. Det fremgår af beskrivelsen, at de forskellige årsagsforklaringer ikke nødvendigvis udelukker hinanden.

2.1.1. Skift i den økonomiske struktur

En række forfattere mener, at sammenbrud i finansielle virksomheder fremkommer som resultat af ikke-forventede forandringer i den økonomiske struktur (økonomiske chok), der reducerer rentabiliteten af investeringsprojekter og derved fører til tab ved udlån til disse projekter.¹

Tankegangen kan kort skitseres på følgende måde. Tab på udlån forekommer som en naturlig del af finansiell virksomhed, idet skift i den økonomiske struktur kan ødelægge rentabiliteten af investeringsprojekter. Disse tab bliver imidlertid særlig store, når der er tale om en ugunstig økonomisk situation, eller når der i øvrigt sker store uventede skift i den økonomiske struktur. Det må derfor ventes, at

1 I Breuer (2004) henvises der til denne forklaring som første-generationsmodellen for bankkriser.

sammenbrud i finansielle virksomheder særlig forekommer, når der er tale om store konjunkturtilbageslag, eller når der på anden måde sker store forandringer, f.eks. i forbindelse med innovationer af stor betydning. Finansielle kriser er med andre ord et resultat af negative økonomiske chok, der har en stor rækkevidde.

Mishkin (1991, 1997) fremhæver fire former for chok, der kan gøre det vanskeligt for det finansielle system at kanalisere finansielle midler over i produktive investeringsprojekter, og som derfor kan fremkalde et tab af produktion. De fire former for makroøkonomiske chok er: (i) en rentestigning, der kan gøre det mere fordelagtigt for låntagere med ikke-rentable projekter at låne, og som derfor gør det sværere at skelne mellem låntagere med rentable og ikke-rentable projekter, (ii) en forøgelse af usikkerheden på grund af f.eks. sammenbrud i finansielle virksomheder, (iii) en reduktion i værdien af ikke-finansielle virksomheder på grund af f.eks. en ændring i inflationen, der gør det svært for ikke-finansielle virksomheder at låne, idet sikkerheden for lån forringes, samt (iv) en forringelse af bankers kapital på grund af f.eks. rente- eller valutakursændringer. Mishkin (1991, 1997) fremhæver, at finansielle kriser historisk ofte er forårsaget af sammenbrud i finansielle eller ikke-finansielle virksomheder, som øger usikkerheden. Ofte vil tab i banksektoren finde sted efter en finansiell liberalisering, som tilskynder finansielle virksomheder til at øge udlånene for meget, jf. nedenfor.²

Sammenbrud kan undgås, hvis finansielle virksomheder holder en tilstrækkelig stor egenkapital, men selv med en stor egenkapital vil der altid kunne tænkes chok, som er så store, at egenkapitalen går tabt, og den finansielle virksomhed derved kommer ud i en krisesituation.

Risikoen for sammenbrud på grund af makroøkonomiske chok vil blive forøget, hvis virksomheder har en stor gældsbyrde. I 1933 fremlagde Irving Fisher en teori om "debt-deflation", hvor virksomheders gældsbyrde er den afgørende faktor bag finansielle og økonomiske

2 Mishkin (1997) giver følgende opsummering af sit syn på finansiell ustabilitet: "... Deterioration in bank balance sheets can occur either because of excessive risk taking on the part of banks as a result of inadequate bank regulation and supervision or because of negative shocks such as interest-rate rises, stock market crashes, an unanticipated decline in inflation (for industrialized countries), or an unanticipated depreciation or devaluation (for emerging-market countries with debt denominated in foreign currencies). If the deterioration in bank balance sheets is severe enough, however, it can have even more drastic effects on bank lending if it leads to bank panics, in which there are multiple, simultaneous failures of banking institutions ..." (s. 71).

kriser.³ Hvis virksomheder har en stor gældsandel, er det ifølge Fisher mere sandsynligt, at der bliver tale om en likvidation af virksomheder under en konjunktturnedgang. På grund af tabene i forbindelse med likvidationen af erhvervsvirksomheder vil banker nedskære deres udlån til erhvervsvirksomheder, hvilket fører til et fald i pengemængden og derved også et nedadgående pres på det generelle prisniveau i økonomien. Dette faldende prisniveau gør realværdien af gæld mere tyngende. Der bliver herved en negativ spiral, hvor en høj gældsandel i virksomheder i tilfælde af et negativt skift i økonomien medfører en større nedskæring af udlån, hvilket igen fører til nedgang i pengemængden og i priserne, hvilket virker tilbage i form af en stigende realværdi af gælden.

Irving Fisher (1933) fremhæver, at mange faktorer kan føre til en stigning i erhvervsvirksomheders gældsbyrde. Erhvervsvirksomheder kan således øge gældsætningen, fordi der åbner sig nye profitmuligheder, f.eks. på grund af innovationer. Stigningen i gældsbyrden kan også skyldes, at der i en periode har været ført en ekspansiv pengepolitik, hvor erhvervsvirksomheder har kunnet opnå finansiering til en lav rente. Endelig fremhæver Fisher (1933), at psykologi kan spille en rolle for gældsopbygningen. Hvis der således er tale om nye investeringsmuligheder, kan der brede sig en stemning af optimisme.

Lybeck (1992) fremhæver også ændringer i inflationen som årsag bag finansielle kriser. Ifølge Lybeck (1992) skabes finansielle kriser, når en langvarig periode med høj inflation afløses af en periode med lavere inflation. Risikoen for en finansiell krise vil blive større, jo større faldet er i inflationen.⁴

Som en yderligere mekanisme har det været fremhævet, at faldende aktivpriser i tilfælde af et negativt makroøkonomisk chok kan føre til en selvforstærkende proces, der øger effekten af det negative chok.⁵ I tilfælde af et negativt makroøkonomisk chok kan der således blive tale om et fald i aktivpriserne, idet der må ventes en forringet fremtidig indtjening fra aktiverne. De faldende aktivpriser medfører, at det bliver sværere for en virksomhed at stille sikkerhed i forbindelse med optagelsen af lån. Bankerne vil derved reducere deres långivning. Dette medfører et fald i investeringer og derved i produktionen, hvil-

3 Se Fisher (1933). En nyere formel model, der beskriver mekanismen, findes hos von Peter (2005).

4 Se Lybeck (1992), s. 143.

5 Denne mekanisme er beskrevet i formelle modeller af Bernanke, Gertler og Gilchrist (1994), Kiyotaki og Moore (1997) samt i von Peter (2004).

ket yderligere medfører et fald i aktivpriserne. Der bliver herved en selvforstærkende proces, hvor fald i aktivpriser fører til en nedskæring af udlån, hvilket igen presser aktivpriserne ned. Den negative effekt kan yderligere forstærkes, hvis de faldende aktivpriser, som udhuler sikkerheden bag bankers lån, fører til tab i bankerne. Der bliver tale om en proces med en "financial accelerator", hvor reaktionen i aktivpriser forstærker virkningen af makroøkonomiske chok.

Endelig øger det sårbarheden over for makroøkonomiske chok, hvis låntagere særlig har optaget gæld i fremmed valuta. Eichengreen og Hausmann (1999) argumenterer, at lande med stor gæld ofte har taget gæld i udlandet, som er denomineret i fremmed valuta.⁶ En sådan gæld i fremmed valuta øger sårbarheden i økonomien over for økonomiske chok, idet et fald i kursen på den hjemlige valuta medfører, at gælden i fremmed valuta vil blive mere tyngende. Virksomheder med gæld i fremmed valuta løber også en risiko for at miste egenkapitalen ved fald i den hjemlige valuta, og der kan herved blive en række af konkurser.

Den større sårbarhed over for makroøkonomiske chok for lande med gæld i fremmed valuta kan skabe en ond cirkel.⁷ Udenlandske kreditorer kan således miste tilliden til et land, hvis det på et tidspunkt ikke har opfyldt sine gældsforpligtelser over for de udenlandske kreditorer. Dette kan skabe krav fra de udenlandske kreditorer om, at landets gæld fremover skal optages i fremmed valuta. Dette øger imidlertid sandsynligheden for, at landet igen kommer ud i en finansiell krise, idet landet herved bliver eksponeret over for de chok, der medfører fald i kursen på den hjemlige valuta. Lande, som én gang har misligholdt gældsforpligtelserne – i litteraturen omtalt som lande, der har begået "original sin" (arvesynd) – vil herved have en større sandsynlighed for igen at løbe ind i en krise.

Det øger yderligere sandsynligheden for finansiell krise i lande, der har optaget gæld i fremmed valuta, at landene under et konjunkturtill-

6 Synspunktet fremføres også i Goldstein og Turner (2004), hvor en "mismatch" mellem aktiver i indenlandsk valuta og passiver i fremmed valuta fremhæves som et hovedproblem for udviklingsøkonomier, der ved en depreciering får sværere ved at tilbagebetale deres gæld.

7 Se Eichengreen og Hausmann (1999) samt Mishkin (1997, 1999, 2006b). Synspunktet fremhæves også i Reinhart et al. (2003), hvor det argumenteres, at selv lande med en lav gæld i forhold til bruttonationalproduktet kan løbe ind i problemer med at optage gæld, fordi de internationale kapitalmarkeder har mistillid til lande, der én gang har misligholdt sine gældsforpligtelser.

bageslag vil have vanskeligt ved at sætte renten ned som et middel til at imødegå lavkonjunkturer.⁸ Dette skyldes, at rentenedsættelsen kan føre til et fald i kursen på den hjemlige valuta, hvilket vil øge realværdien af gælden i fremmed valuta. Synspunktet spillede en stor rolle under den danske pengepolitiske diskussion gennem 1970erne og begyndelsen af 1980erne, hvor det ofte blev fremhævet som et argument mod en devaluering af den danske krone, at erhvervsvirksomheder herved ville få sværere ved at tilbagebetale den gæld, der var optaget i fremmed valuta.

Endelig bidrager det til ustabilitet i lande med en stor gæld i fremmed valuta, at de vil have svært ved at opretholde et valutaregime baseret på en flydende valutakurs. Dette skyldes, at en flydende valutakurs vil føre til store udsving i værdien af gælden i fremmed valuta.⁹ Lande med stor gæld i fremmed valuta vil således blive tvunget til at holde en fast valutakurs. En fast valutakurs kan imidlertid give anledning til større produktionsudsving, idet et land ved en fast valutakurs ikke har muligheden for at imødegå negative økonomiske chok gennem en depreciering af den hjemlige valuta. De større produktionsudsving kan igen virke tilbage og bidrage til større finansiell ustabilitet.

Teorien om gæld i fremmed valuta som en vigtig årsag bag finansielle kriser har været undersøgt i en omfattende empirisk litteratur.¹⁰ Det understøtter teorien om gæld i fremmed valuta som en væsentlig faktor bag finansielle kriser, at en række lande i Østasien og Latinamerika netop udvidede deres låntagning i fremmed valuta forud for de finansielle kriser i disse lande gennem 1990erne samt i begyndelsen af 2000-tallet.¹¹ I en undersøgelse af en række lande finder Eichengreen, Hausmann og Panizza (2005), at en større andel af gæld i fremmed valuta øger produktionsudsvingene og volatiliteten i kapitalbevægelser. Undersøgelsen viser samtidig, at det for lande med en højere andel af gæld i fremmed valuta er sværere at opretholde et system med flydende valutakurser, ligesom der bliver en nedgradering af landenes kreditvurdering. Omvendt finder Bordo og Meisner (2006) på grundlag af en undersøgelse af bankkriser i 20 lande i perioden 1880-1913 og 36 lande i perioden 1972-97, at gæld optaget i fremmed valuta ikke øger sandsynligheden for, at lande løber ind i en finansiell krise.

8 Synspunktet fremføres i Goldstein og Turner (2004).

9 Se Goldstein og Turner (2004) samt Eichengreen, Hausmann og Panizza (2005).

10 En række bidrag er samlet i Eichengreen og Hausmann (2005).

11 Se Eichengreen og Hausmann (1999).

2.2.2. Ledelsessvigt

En række forfattere mener, at sammenbrud i finansielle virksomheder i første række skyldes ledelsessvigt, idet ledelserne i finansielle virksomheder enten selv tager for store risici eller på grund af manglende overblik lader andre i virksomheden tage for store risici. Det fremhæves i denne forbindelse ofte, at tab i finansielle virksomheder fremkommer i forbindelse med en ekspansionspræget strategi, der f.eks. giver sig udslag i en kraftig vækst i udlånene.

Synspunktet udtrykkes bl.a. af Irvine H. Sprague, mangeårig formand for Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), der i en beretning om amerikanske finansielle kriser i 1970'erne og 1980'erne peger på grådighed som hovedårsagen bag finansielle kriser. Sprague giver udtryk for følgende – ikke særlig optimistiske opfattelse – opfattelse af årsagerne bag banksammenbrud: "... the greed factor ... remains the major – often the only – reason for a bank's failure. Banks fail in the vast majority of cases because their managements seek growth at all cost, reach for profits without due regard to risk, give privileged treatment to insiders, or gamble on the future course of interest rates. Some simply have dishonest management that loots the banks ...".¹² Sprague mener dog, at han efter at have set rækken af bankkriser i USA er villig til i et vist omfang at justere sin opfattelse, således at negative økonomiske begivenheder kan skabe en situation, hvor der er større sandsynlighed for sammenbrud af finansielle virksomheder. Selv i dette tilfælde mener Sprague dog, at "... Management – either its excesses or its abilities – remains the determining factor of whether a bank lives or dies ...".¹³ Sprague henviser i den sammenhæng til, at selv i perioder med økonomisk modgang er der banker, som overlever.

Som et andet eksempel kan der peges på den vurdering, som de norske økonomer Erling Steigum, Thore Johnsen og Torger Reve fremkom med i forbindelse med den norske finanskrise i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.¹⁴ Det er et hovedsynspunkt, at krisen i stort omfang skyldtes bankernes volumensyge. I den norske finansielle sektor var der således et "Oslo-kontor" syndrom, hvor bankledelserne ønskede at oprette kontor i Oslo, eventuelt i Bergen. Frygten for at tabe markedsandele medførte, at andre banker fulgte efter de mest aggressive banker. Tilsvarende mener Eigil Mølgaard i sin bog om den

12 Sprague (1986 [2000]), s. 233.

13 Sprague (1986 [2000]), s. 233.

14 Artikel i Aftenposten den 14. marts 1990. Se også Høyland et al. (1992).

danske finanskrise, at ledelseskvaliteten er den afgørende faktor bag bankers overlevelse.¹⁵ Synspunktet fremhæves også af direktøren for Danske Bank, Peter Straarup, som i et indlæg fra 2006 mener, at den danske finansielle krise i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne i første række handler om ledelsessvigt.¹⁶

I en række bidrag fremhæves det, at sammenbrud i finansielle virksomheder særlig fremkommer i forbindelse med en liberalisering af vilkårene for den finansielle virksomhed, f.eks. ved en afskaffelse af restriktioner på kapitalbevægelser eller ved en overgang til større konkurrence i forbindelse med en afskaffelse af restriktioner på udlån. Teorien har i alle de nordiske lande været anvendt til forklaring af kriserne i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Teorien henter støtte fra en række empiriske undersøgelser, som viser, at sandsynligheden for en krise øges, når der gennemføres en finansiell liberalisering.¹⁷ Undersøgelserne inddrager ikke alene industrilande, men også udviklingsøkonomierne.

I den økonomiske litteratur gives der flere forklaringer på, at der særlig vil forekomme tab efter en finansiell liberalisering. Specielt kan finansielle virksomheder være fristet til at øge udlånene for meget, hvilket vil føre til senere tab. Der kan gives flere forklaringer på, hvorfor finansielle virksomheder efter en finansiell deregulering føler sig fristet til at tage for store risici.¹⁸

Et synspunkt er, at bankledelser fungerer ineffektivt, idet de baserer sig på historiske erfaringer, når de træffer beslutning om udlån. Der er altså ikke i bankledelserne en tilstrækkelig indsigt i de nye risici, som optræder i forbindelse med det mere konkurrenceprægede miljø, som følger i kølvandet af liberaliseringen. Efter en finansiell deregulering har ledelserne ikke fået etableret de nødvendige systemer for risikostyring. Dette synes ofte at være den forklaring, der anlægges i rapporterne over kriserne i de nordiske lande.

For det andet bliver der efter en ophævelse af restriktioner på udlån og/eller på finansielle virksomheders rentefastsættelse en stærkere

15 Se Mølgaard (2003).

16 Se Straarup (2006).

17 Se Demirgüç-Kunt og Detragiache (1999), Glick og Hutchinson (2001), Kaminsky og Reinhart (1999) samt Ranciere, Tornell og Westermann (2006).

18 Se Furman og Stiglitz (1998) samt Mishkin (1997). Dette svarer også til den fremstilling, som Corsetti, Pesenti og Roubini (1999) har givet af den asiatiske krise i 1997-98, og som Pesola (2001) har benyttet på den finansielle krise i de nordiske lande i anden halvdel af 1980'erne og første halvdel af 1990'erne.

konkurrence i den finansielle sektor. Den større konkurrence kan medføre, at finansielle virksomheder føler sig fristet til at øge udlånene for meget. Den større konkurrence vil også føre til en lavere indtjening, hvilket skaber en tilskyndelse for finansielle virksomheder til at øge risikoen for på denne måde at kunne skabe en større indtjening.

Endelig har det som en tredje forklaring været fremført, at banker efter en liberalisering ikke vil screene investeringsprojekter tilstrækkeligt effektivt.¹⁹ Under normale omstændigheder vil banker foretage en grundig screening af projekter forud for beslutning om udlån, idet de ved, at en række af de potentielle låntagere er blevet afvist hos andre långivere og derfor med en stor sandsynlighed kommer med dårlige projekter. Efter en finansiell liberalisering dukker der imidlertid en række nye projekter frem, som ikke tidligere er blevet vurderet. Dette svækker bankernes incitament til at foretage en grundig screening, idet der på grund af de mange nye projekter er en mindre sandsynlighed for, at projekter er dårlige og er blevet afvist i andre banker.

2.2.3. Kriser forårsaget af svage institutionelle strukturer

Som en yderligere forklaring på finansielle kriser har det været fremhævet, at finansielle kriser særlig forekommer, når der i et land er svage institutionelle strukturer. Svage institutionelle strukturer kan f.eks. vise sig ved tilsynsmyndigheder, der mangler beføjelser til at gribe ind over for nødlidende finansielle virksomheder, ligesom det kan være svært at håndhæve ejendomsrettigheder på grund af et langsomt arbejdende juridisk system. Svage institutioner kan også give sig udslag i, at de politiske beslutningstagere bøjer sig for pres i forbindelse med f.eks. lobbyvirksomhed.

Synspunktet fremføres bl.a. af Frederic S. Mishkin, som i en bog fra 2006 om de finansielle konsekvenser af globalisering mener, at svage institutionelle strukturer vil føre til svage tilsynsmyndigheder, hvorved der bliver større risiko for tab i finansielle virksomheder.²⁰

19 Synspunktet fremføres i dell' Ariccia og Marguez (2004).

20 Mishkin (2006b). Synspunktet fremføres også i Mishkin (1997). Mishkin (2006b) skriver: "... Most currency and financial crises are initiated by poor fundamentals: weak regulation and supervision of the banking system or large fiscal imbalances ..." (s. 61). Endvidere fremhæves det: "... financial crises are primarily homegrown and can result from inadequate prudential regulation and supervision, perversion of the financial globalization process by powerful business interests, irresponsible fiscal policy, or any combination of these factors ..." (s. 71).

Risikoen for tab vil være særlig stor, efter at der er gennemført en finansiell liberalisering, idet tilsynsmyndighederne i denne situation ofte ikke har vænnet sig til de ændrede konkurrenceforhold. For at undgå finansielle kriser er det vigtigt, at lande ikke åbner for udenlandske kapitalstrømme, før der er gennemført de nødvendige institutionelle reformer.

Mishkin (2006) fremhæver, at institutionelle svagheder særlig findes i vækstøkonomierne (emerging economies) og i udviklingslandene. Svage institutioner kan imidlertid også give anledning til finansielle kriser i de gamle industrilande. Som et eksempel peger Mishkin på 1980ernes krise i de amerikanske spare- og låneinstitutioner, hvor tilsynsmyndighederne på grund af lobbyvirksomhed undlod at gribe ind over for de nødlidende virksomheder. Eventuelt kan finansielle virksomheder efter en finansiell deregulering gennem lønstigninger byde personale væk fra tilsynsmyndighederne, der herved bliver svækket.

Som en yderligere årsagssammenhæng mellem finansielle kriser og svage institutioner fremhæver Mishkin, at der i lande med svage institutionelle strukturer i højere grad vil blive tale om budgetunderskud, idet svage politiske beslutningstagere mangler evnen til at holde offentlige udgifter nede og derved gennemføre en budgetmæssig disciplin. For at få budgetunderskuddene finansieret kan de politiske beslutningstagere stille krav om, at de finansielle virksomheder skal bidrage til finansieringen af den offentlige gæld ved at købe f.eks. statsobligationer. Hvis staten senere bliver tvunget ud i en betalingsstandsning, vil de finansielle virksomheder blive hårdt ramt.

Undersøgelser vedrørende sammenhængen mellem forekomsten af finansielle kriser og indikatorer for kvaliteten af institutionelle strukturer giver forskellige resultater. Demirgüc-Kunt og Detragiache (2002) finder, at både det legale system samt kvaliteten af indenlandske institutioner reducere sandsynligheden for bankkriser.²¹ Det er konklusionen hos Barth et al. (2004), at et bedre legalt system reducerer risikoen for bankkriser, men at dette ikke synes at være tilfældet for kvaliteten af et lands finansielle regulering og tilsyn. Eichengreen and Artesa (2002) finder ikke tegn på en signifikant sammenhæng mellem kvaliteten af retssystemet og sandsynligheden for bankkriser. Det

21 Tilsvarende er det konklusionen hos Demirgüc-Kunt og Detragiache (1999), at sandsynligheden for en krise i forbindelse med en finansiell liberalisering er særlig stor for lande, der har svage institutionelle strukturer, f.eks. lande med et ineffektivt retssystem.

er konklusionen hos Angkinand et al. (2007), at sandsynligheden for finansielle kriser reduceres i lande, der har en højere produktion per capita. I det omfang der er en sammenhæng mellem kvaliteten af institutioner og et lands produktion per capita, kan dette være et tegn på, at kvaliteten af institutioner spiller en rolle for forekomsten af finansielle kriser. Angkinand et al. (2007) finder imidlertid ikke nogen sammenhæng mellem finansielle kriser og en række andre indikatorer, der afspejler kvaliteten af et lands institutioner.

2.2.4. Kriser forårsaget af efterspørgsel efter likviditet

Det er karakteristisk for banker, at de låner ud til projekter med lang løbetid, mens de i stort omfang finansierer sig ved at modtage indskud, der kan trækkes ud af banken enten øjeblikkeligt eller med kort varsel. Dette "mismatch" mellem aktiv- og passivsiden i banker medfører, at en bank ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser over for indskyderne, hvis et tilstrækkeligt stort antal indskydere trækker deres indskud ud. Indskydere, der ser andre indskydere trække deres indskud ud, er klar over denne mulighed for banksammenbrud og vil derfor have en interesse i selv at trække deres indskud ud for ikke at blive ladet tilbage som kreditorer i en bank, der ikke længere har likvide reserver til at fyldestgøre krav om udtræk. Hvis et tilstrækkeligt antal indskydere påbegynder udtræk, kan der således blive et "run" på en bank, selv om banken er solid.

Det er også karakteristisk for banksektoren, at bankerne indbyrdes udjævner likviditetsoverskud og likviditetsunderskud over interbankmarkedet, ligesom banker med et permanent likviditetsunderskud finansierer sig gennem lån på den korte del af de finansielle markeder, f.eks. gennem udstedelse af korte værdipapirer. Det kan derfor føre til finansieringsvanskeligheder, hvis der bliver en øget efterspørgsel efter likviditet hos finansielle virksomheder. Der kan komme situationer, hvor finansielle virksomheder "holder på" likviditet.

Likviditetsudtræk som årsag til bankkriser diskuteres allerede i slutningen af det 18. århundrede. Man træffer også tidligt det synspunkt, at kriser forårsaget af likviditetsudtræk fra banker kan overvindes ved, at centralbanken som "lender of last resort" låner ud til banker, som er i likviditetsvanskeligheder.²² I 1802 udgiver Henry Thornton skriftet

22 Sir Francis Baring fremsætter som den første i bogen "Observations on the Establishment of the Bank of England" det synspunkt, at kriser kendetegnet ved likviditets-

“An Enquiry into the Effects of the Paper Credit of Great Britain”, hvor han argumenterer, at Bank of England skal imødegå situationer med panikagtige udtræk fra banksystemet ved at levere likviditet til banksystemet.

Den mest kendte teori for centralbankers imødegåelse af kriser med likviditetsudtræk formuleres af Walter Bagehot i bogen “Lombard Street” fra 1873. Bagehot opstiller her en række principper for håndteringen af kriser kendetegnet ved likviditetsudtræk. For det første skal banker under kriser kunne låne frit i centralbanken, men kun til en meget højere rente end normalt. Det er målet for centralbankens politik at hindre illikvide, men solvente banker i at bryde sammen, og centralbanker skal derfor låne til alle banker, som stiller op med god sikkerhed.²³ Det er ifølge Bagehot vigtigt, at centralbanken på forhånd gør det klart for bankerne, at de kan låne ubegrænset i centralbanken under en krise, idet man herved forebygger situationer med panik.²⁴

Friedman og Schwartz (1963) fremhæver også likviditetsudtræk som en årsag til finansielle kriser. Likviditetsudtrækkene kan skyldes psykologiske faktorer. Ifølge Friedman og Schwartz (1963) medfører

udtræk fra finansielle virksomheder kan overvindes ved, at Bank of England stiller likviditet til rådighed for banksystemet. Som den første anvender Sir Francis Baring også udtrykket *lender of last resort*. En diskussion findes i Bordo (2007) samt på Humphrey (2007).

23 Bagehot skriver i “Lombard Street” (1873) om centralbankens rolle under en finansiell krise: “... in time of panic it must advance freely and vigorously to the public out of the reserve ... And for this purpose there are two rules: ... First. That these loans should only be made at a very high rate of interest. This will operate as a heavy fine on unreasonable timidity, and will prevent the greatest number of applications by persons who do not require it. The rate should be raised early in the panic, so that the fine may be paid early; that no one may borrow out of idle precaution without paying well for it; that the banking reserve may be protected as far as possible ... Secondly. That at this rate these advances should be made on all good banking securities, and as largely as the public ask for them. The reason is plain. The object is to stay alarm, and nothing, therefore, should be done to cause alarm. But the way to cause alarm is to refuse some one who has good security to offer. The news of this will spread in an instant through all the Money Market at a moment of terror; no one can say exactly who carries it, but in half an hour it will be carried on all sides, and will intensify the terror everywhere ...” (Bagehot, 1873 [2007], s. 121).

24 Bagehot skriver i “Lombard Street” (1873): “... If it is known that the Bank of England is freely advancing on what in ordinary times is reckoned a good security – on what is then commonly pledged and easily convertible – the alarm of the solvent merchants and bankers will be stayed. But if securities, really good and usually convertible, are refused by the Bank, the alarm will not abate, the other loans made will fail in obtaining their end, and the panic will become worse and worse ...” (Bagehot, 1873 [2007], s. 122).

likviditetsudtrækkene, at banker reducerer udlån, hvilket igen fører til en nedgang i pengemængden og derved i produktionen. De finansielle kriser kan forholdsvis let undgås ved, at centralbanken forsyner bankerne med ekstra likviditet, dvs. fungerer som lender of last resort.

I den nyere økonomiske litteratur har der været opstillet en række modeller for finansielle kriser. Modellerne har i første række bygget på det forhold, at banker modtager kortfristede indskud, mens udlån har en længere løbetid. Tankegangen om løbetidstransformation som årsag til bankkriser er i den nyere økonomiske litteratur blevet formaliseret af Diamond og Dybvig (1983). Det er princippet i modellen, at en bank har valget mellem enten at anbringe i et aktiv (f.eks. et investeringsprojekt) med lang løbetid, der giver et positivt afkast, eller i reserver, som ikke giver afkast, men som kan realiseres når som helst, og som kan anvendes til at dække udtræk fra banken. Bankens passivside består af indskud, hvor banken regner med, at en bestemt procentdel trækkes ud i hver periode. Banken bryder sammen, hvis der bliver så store udtræk, at bankens reserver ikke kan dække udtrækkene.

Det er spørgsmålet, hvad der kan forårsage en øget efterspørgsel efter likviditet og derved forårsage en bankkrise. Det er et udbredt synspunkt i den tidlige litteratur, at likviditetsudtræk forekommer, når agenterne i økonomien gribes af en psykologisk baseret følelse af frygt eller panik.

Walter Bagehot mener således i "Lombard Street" (1873), at likviditetskriser kan skyldes dels kapitaludstrømning til udlandet og dels en psykologisk betinget tilstand af panik. Det understreges, at likviditetsudtræk kan ramme alle banker, herunder også banker, der er solide, eller som har store likviditetsreserver. Panikken går ikke på bankens evne til at tilbagebetale kreditorer, dvs. på bankens soliditet, men derimod på bankens evne til at opfylde sine forpligtelser med hensyn til at honorere krav om likviditet.²⁵ Det fremhæves også i "Lombard Street", at kriser kan have en selvforstærkende effekt, idet forretningsvirksomheder ved optræk til mangel på likviditet vil søge at hamstre likviditet, således at man ikke havner i en situation med

25 Det fremføres i Bagehot (1873 [2007]): "... An 'alarm' is an opinion that the money of certain persons will not pay their creditors when those creditors want to be paid. If possible, that alarm that alarm is best met by enabling those persons to pay their creditors to the very moment. For that purpose only a little money is wanted. If that alarm is not so met, it aggravates into a panic, which is an opinion that most people, or very many people, will not pay their creditors ..." (s. 98).

mangel på likvide midler.²⁶ Der gives i "Lombard Street" følgende dramatiske beskrivelse af et kriseforløb: "... At first, incipient panic amount to a kind of vague conversation: Is A. B. as good as he used to be? Has not C.D. lost money? And a thousand such questions. A hundred people are talked about, and a thousand think – 'Am I talked about, or am I not?' 'Is my credit as good as it used to be, or is it less?' And every day, as a panic grows, this floating suspicion becomes both more intense and more diffused: it attacks more persons, and attacks them all more virulently than at first. All men of experience, therefore, try to 'strengthen themselves' as it is called, in the early stage of a panic; they borrow money while they can; they come to their banker and offers bills for discount, which commonly they would not have offered for days or weeks to come. And if the merchant be a regular customer, a banker does not like to refuse, because if he does he will be said, or may be said, to be in want of money, and so attract the panic to himself ...".²⁷

Tankegangen om kriser som skabt af irrational frygt har også gennem de seneste år været fremført som årsag til finansielle kriser. Det har ofte været fremført, at investorer i situationer med en general følelse af usikkerhed vil søge hen mod sikre placeringer. Der bliver altså tale om en "flight to safety". Synspunktet har flere gange været udtrykt af Alan Greenspan. F.eks. udtaler Greenspan i oktober 1998, da han efter sammenbruddet i Long-Term Capital Management afgiver forklaring i kongresudvalget for Banking and Financial Services: "... Financial markets operate efficiently only when participants can commit to transactions with reasonable confidence that the risk of nonpayment can be rationally judged and compensated for. Effective and seasoned markets pass this test *almost* all of the time. On rare occasions, they do not. Fear, whether irrational or otherwise, grips participants and they unthinkingly disengage from risky assets in favour of those providing safety and liquidity. The subtle distinctions that investors make, so critical to the effective operation of financial markets, are abandoned. Assets, good and bad, are dumped indiscriminately in circumstances of high uncertainty and fear that are not conducive to planning and investment. Such circumstances, were

26 Bagehot fremfører således i "Lombard Street" (1873), at alle handelsfolk for at drive forretningsvirksomhed er afhængig af lånte midler. I situationer, hvor der er optræk til mangel på lånte midler, vil handelsfolk søge at hamstre disse lånte midler, hvilket forværrer krisen.

27 Bagehot (1873 [2007]), s. 96.

they generalized and persistent, would be wholly inconsistent with the functioning of sophisticated economies supported by long-term capital investment ...".²⁸ Det fremgår altså, at Greenspan peger på frygt som en udløsende factor, der får markedsdeltagerne til at opgive rationelle forestillinger og i stedet søge hen mod sikre aktiver. Det fremgår også af citatet, at Greenspan mener, at en sådan frygt særlig kan fremkomme, hvis der er en høj grad af usikkerhed.

I flere af bidragene i den nyere økonomiske litteratur lægges der vægt på, at det kan være helt tilfældige begivenheder, som medfører udtræk fra en bank, og som derefter fører til en kædereaktion, hvor andre for at beskytte deres egne indskud også begynder udtræk.²⁹

I andre bidrag lægges der vægt på, at der særlig er en risiko for udtræk af likviditet i lande, hvor der er institutionelle svagheder. Det fremhæves f.eks., at indskydere vil være særlig tilbøjelige til udtræk, hvis der er mangler i det juridiske system, som giver en manglende beskyttelse af kreditorer bl.a. ved banksammenbrud.³⁰ F.eks. kan der være tale om en dårlig juridisk beskyttelse af kreditorers rettigheder, eller der kan være en ineffektiv håndhævelse af sådanne rettigheder.³¹ Det er også muligt, at investorer vil være mere tilbøjelige til at trække sig ud af placeringer, hvis der er en svag corporate governance, idet der herved vil være større sandsynlighed for, at virksomhedsledelser kan videregive en overvurderet opfattelse af virksomheders indtjenings- evne for at tiltrække finansielle midler. Svag corporate governance skaber også større mulighed for, at virksomhedsledere kan tilegne sig midler fra investorerne.³²

Hvis bankkriser i første række skyldes ændringer i efterspørgslen efter likviditet, må det ventes, at der særlig er risiko for sammenbrud i banker, som er afhængige af ekstern kapitaltilførsel, og som derfor vil blive ramt af renteforhøjelser i en situation med likviditetsmangel. I en undersøgelse af bankkriser i 38 økonomier finder Kroszner, Laeven og Klingebiel (2007) støtte for dette synspunkt, idet det er konklusionen,

28 Greenspan (1998).

29 Breuer (2004) benytter betegnelsen "anden-generationsmodel" for de bankmodeller, hvor det er tilfældige begivenheder, som er årsagen bag banksammenbrud.

30 En oversigt over litteraturen findes i Breuer (2004). Argumentet fremhæves også af Stern og Feldman (2004).

31 En undersøgelse af La Porta et al. (1998) viser, at der vil være en større sandsynlighed for finansielle kriser i lande, hvor der er en ineffektiv håndhævelse af kreditorrettigheder.

32 Se Johnson et al. (2000).

at der særlig er risiko for sammenbrud i banker, som er afhængige af ekstern kapitaltilførsel.

Stern og Feldman (2004) stiller sig skeptisk over for tankegangen om, at finansielle virksomheder kan rammes af ubegrundede likviditetsudtræk, idet det historisk har vist sig, at indskydere normalt kun har trukket sig ud af banker, hvis der rent faktisk har været problemer i forbindelse med tab på lån. Under depressionen i 1930'erne rammer likviditetsudtræk således kun de banker i Chicago, der i forvejen har tab. Under en række finansielle kriser – bl.a. i forbindelse med sammenbruddet i Long-Term Capital Management – har det vist sig, at der særlig har været en påvirkning af aktiekursen for finansielle virksomheder med stor eksponering, hvilket tyder på, at investorer har en god fornemmelse af, hvilke banker har problemer.

I en stor del af litteraturen om globalisering argumenteres det, at særlig muligheden for grænseoverskridende kapitalbevægelser medfører en forøgelse af den generelle usikkerhed i det finansielle system. Det fremhæves, at internationale investorer hurtigt vil trække sig ud af et marked ved optræk til krise. Til støtte for hypotesen peges der bl.a. på den østasiatiske krise i 1997-98, hvor internationale investorer – specielt de store internationale banker – standsede kreditgivningen til de østasiatiske lande med stort set øjeblikkelig virkning.

2.2.5. Spekulation i finansielle og reale aktiver

En række forfattere fremhæver, at finansielle kriser i første række skyldes spekulation. I visse perioder – f.eks. ved slutningen af et konjunkturopsving – kan der brede sig en optimistisk stemning, som medfører stor efterspørgsel efter reale og/eller finansielle aktiver. Stigningen i aktivpriser kan eventuelt medføre en boble, hvor efterspørgslen efter aktiver er drevet af forventningen om en yderligere stigning i priserne.³³ Da det senere viser sig, at de positive forventninger ikke har grundlag i de reelle indtjeningsmuligheder, indtræder der en korrektion, hvor aktivpriserne falder, og hvor det kan komme til store tab i finansielle virksomheder, der har finansieret efterspørgslen efter aktiver.

Synspunktet udtrykkes klart af John Maynard Keynes i "The Ge-

33 Stiglitz (1990) giver følgende definition af en boble: "... If the reason for the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when "fundamental" factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists ..." (s. 13).

neral Theory of Employment, Interest and Money".³⁴ Her fremhæves det, at forventninger til det fremtidige afkast på investeringer nødvendigvis må være kendetegnet ved stor usikkerhed, og at der derfor er et stort spillerum for, at forventningerne påvirkes af stemninger. Keynes fremhæver specielt, at der ved slutningen af et konjunkturopsving er en overdreven stemning af optimisme. Der kan således særlig ved slutningen af højkonjunkturer opstå spekulative bobler, hvor investorer er mere optaget af at forudsige "shifts in market sentiment" end i rationelt at overveje det fremtidige afkast på investeringsprojekter. Der bliver tale om et "over-optimistic and overbought market".³⁵ Den optimistiske stemning kan afløses af et kraftigt stemningsskift, hvor pessimismen bliver dominerende. Ofte vil skiftet til pessimisme finde sted meget pludseligt, og der kan herved blive et kraftigt fald i priserne på aktiver. Det vil komme til en konjunkturedgang, idet de faldende aktivpriser medfører et fald i privatforbruget. Keynes er pessimistisk med hensyn til muligheden for gennem renteændringer at modvirke en krise, der er fremkaldt af pessimisme, idet selv en stor rentenedsættelse kan være virkningsløs med hensyn til at imødegå effekten af den større pessimisme.

Keynes mener, at der samtidig med et stemningsomslag fra optimisme til pessimisme også kan blive en større efterspørgsel efter likviditet, idet investorerne bliver mere usikre.³⁶ Kriser fremkaldt af stemningsskift kan således også føre til kriser kendetegnet ved øget likviditetsefterspørgsel, jf. afsnit 2.2.4 ovenfor. Den større likviditetsefterspørgsel kan medføre en stigning i renten.

Hyman P. Minsky har i flere bidrag fremhævet, at der under konjunkturopsving er tale om en optimistisk vurdering af fremtidsmulig-

34 Keynes (1936 [1973]).

35 Keynes (1936 [1973]) skriver: "... The later stages of the boom are characterised by optimistic expectations as to the future yield of capital goods sufficiently strong to offset their growing abundance and their rising costs of production and, probably, a rise in the rate of interest also. It is of the nature of organised investment markets, under the influence of purchasers largely ignorant of what they are buying and of speculators who are more concerned with forecasting the next shift of market sentiment than with a reasonable estimate of the future yield of capital-assets, that, when disillusion falls upon an over-optimistic and over-bought market, it should fall with sudden and even catastrophic force ..." (s. 315-316).

36 Keynes (1936 [1973]) skriver: "... Moreover, the dismay and uncertainty as to the future which accompanies a collapse in the marginal efficiency of capital naturally precipitates a sharp increase in liquidity-preference – and hence a rise in the rate of interest ..." (s. 316).

hederne, hvorved der sker en stigning i aktivpriserne.³⁷ Der vil særlig i de seneste faser af konjunkturopsvinget være tale om en egentlig spekulation, hvor aktivpriserne dannes uden grundlag i de reale indtjeningsmuligheder. Der bliver også tale om en øget gældsætning i forhold til indkomsten. Minsky fremhæver, at nogle virksomheder kan finansiere opkøb af aktiver med en stadig stigende gældsoptagelse, idet virksomhederne regner med, at der på et eller andet fremtidigt tidspunkt kan blive en så stor stigning i aktivpriserne, at virksomhederne ender med at få en stor profit. På et tidspunkt indtræder en generel omvurdering af fremtidsudsigterne, hvorved aktivpriserne falder. Bankerne bliver pessimistiske og begynder at nedskære udlånene. Under konjunkturtilbageslaget kan virksomheder blive tvunget til at sælge ud af deres aktiver, hvilket fører til yderligere fald i aktivpriserne.

Charles P. Kindleberger fremhæver i bogen "Manias, Panics, and Crashes" (1989), at en konjunkturopgang begynder med en strukturændring i økonomien, der bevirker en mere optimistisk vurdering af de fremtidige indtjeningsmuligheder fra investeringer.³⁸ Optimismen fører til en stigning i aktivpriserne. Kindleberger fremhæver, at forskellige ydre begivenheder kan danne grundlag for det mere optimistiske syn med hensyn til fremtidige profitmuligheder. Der kan være tale om innovationer som f.eks. fremkomsten af jernbaner, eller der kan være tale om politiske begivenheder som f.eks. afslutningen af krige. Stigningen i aktivpriserne finansieres gennem en stigning i bankernes udlån.

I forbindelse med stigningen i aktivpriser mister investorerne efterhånden forbindelsen med virkeligheden. Kindleberger mener, at der findes to typer af investorer: (i) en gruppe af velinformede og rationelt tænkende investorer, samt (ii) en gruppe af uvidende personer, der tjener deres indkomst på anden måde (f.eks. gennem lønindkomst). Perioder med stigninger i aktivpriserne vil være kendetegnet ved, at gruppen af uvidende investorer i stadig større omfang vil gå ind på markedet, hvorved prisdannelsen på aktiver gradvist mister forbindelsen med virkeligheden. I de senere stadier af aktivprisstigningen vil svindlere også i stigende omfang vise sig på markedet og lokke de uvidende investorer med projekter, der er uden hold i virkeligheden. De rationelle investorer vil forlade markedet. Til sidst vil der indtræde

37 Se f.eks. Minsky (1964) samt Minsky (1993).

38 Kindleberger (1989). En fremstilling af kriseforløb findes også i Kindleberger (1993).

et vendepunkt. Aktivpriserne vil falde kraftigt. Det kommer til panik, hvor investorer søger over i sikre aktiver som f.eks. penge. Herved mister de uvidende investorer store beløb.

Kindleberger mener, at mange forskellige former for aktiver kan være genstand for spekulation. I mange tilfælde er der tale om værdipapirer, som det f.eks. var tilfældet under South Sea Bubble i Storbritannien og Mississippi-boblen i Frankrig. I andre tilfælde kan spekulatio- nen rette sig mod fast erhvervsejendom eller lån til udviklingslande.

Også i den nyere litteratur peger mange forfattere på psykologiske faktorer som en hovedfaktor bag prisudsving i aktivpriser. Aktivpri- serne påvirker igen realøkonomien dels gennem en formueeffekt og dels ved at være afgørende for den kredit, som kan opnås i de finan- sielle virksomheder. Bernanke og Gertler (1999) understreger således, at irrationelt bestemte faktorer kan være en drivkraft bag aktivpris- ændringer. Davis og Zhu (2005a) argumenterer, at spekulation særlig omkring fast erhvervsejendom kan forøge risikoen i banksektoren ved at tilskynde bankerne til større lån på grund af den tilsyneladende sikkerhed, der findes i fast erhvervsejendom. Omvendt kan bankers udlån bidrage til de høje priser, således at der bliver tale om en selv- forstærkende effekt, hvor udlån på grundlag af fast erhvervsejendom giver en "falsk tryghed".

Flere forfattere mener, at sandsynligheden for bobler i aktivpriser særlig vil være stor efter finansielle liberaliseringer.³⁹ I en situation, hvor banker efter en finansiell liberalisering udvider udlånene, kan ud- lånsstigningen anvendes til at finansiere køb af aktiver, hvilket skaber grundlag for aktivprisstigninger og senere fald. Det er konklusionen i Borio et al. (1994), at de finansielle liberaliseringer i Finland, Norge og Sverige samt i Japan udløser en stor krediteksponering, som medfører en kraftig stigning i aktivpriserne. Da boblen brister, kommer det til en omfattende finansiell krise.

I en række bidrag fremhæver flere økonomer med tilknytning til Bank for International Settlements, at finansielle kriser kan være et tilbagevendende fænomen i en situation, hvor de finansielle markeder er blevet liberaliseret.⁴⁰ Det er således bemærkelsesværdigt, at der har været en række kriser efter den finansielle deregulering i 1970'erne og første halvdel af 1980'erne, ligesom der også tidligere – forud for gen-

39 Allen og Gale (2000). En beskrivelse findes også i Allen og Gale (2007).

40 Se Borio (2006a, 2006b), Borio, English og Filardo (2004) samt Borio og White (2004). Et tilsvarende synspunkt findes hos Crockett (2002).

nemførelsen af en streng finansiell regulering i forbindelse med depressionen i 1930'erne – er tale om tilbagevendende finansielle kriser. Det er sandsynligt, at finansielle faktorer i et liberaliseret finansielt system i højere grad vil blive bestemmende for konjunkturudviklingen. Under opgangsperioder kan der være en tendens til en for optimistisk vurdering af fremtidsudsigterne, hvilket fører til en ekspansion i udlånene. Udlånsekspansionen bidrager yderligere til højkonjunktoren, idet den medfører en stigning i aktivpriser, hvilket yderligere forbedrer lånemulighederne og bidrager til en stigning i investeringerne. Omvendt kan finansielle faktorer bidrage til at forstærke konjunkturtilbageslag, bl.a. på grund af formuetab i forbindelse med bristede bobler samt på grund af bankers tilbageholdenhed med at yde udlån på grund af manglende sikkerhed.

Det er omdiskuteret, om pengepolitikken skal tilrettelægges på en sådan måde, at der gøres forsøg på at bremse optræk til finansielle bobler. Et synspunkt er, at det er gavnligt med en politik rettet mod lav inflation, idet en sådan politik også vil modvirke finansiell ustabilitet. Hvis der f.eks. er en lav og stabil inflation, vil der være større sikkerhed omkring vurderingen af finansielle aktiver.⁴¹ Et andet synspunkt er, at en pengepolitik rettet mod lav inflation kan bidrage til at forøge produktionsudsvingene. Således medfører tillid til lav-inflationspolitikken, at der under konjunkturopgange vil gå længere tid, inden der kommer inflation. Der vil herved også gå længere tid, inden centralbanker reagerer på konjunkturopgange med en rentestigning. Dette medfører, at bobler i aktivpriser får lov til at udvikle sig i længere tid, inden de brister som følge af en pengepolitisk stramning.

Flere undersøgelser tyder på, at forventninger udvikler sig procyklisk, dvs. at der under konjunkturopgange vil være en tendens til en for optimistisk vurdering af fremtidsudsigter, mens der under konjunkturtilbageslag er en for pessimistisk vurdering.⁴² For eksempel er price-earnings forholdet højest og risikopræmien lavest på toppen af konjunkturcyklen, dvs. der er den mest optimistiske vurdering af fremtidsudsigterne netop på det tidspunkt, hvor det begynder at gå nedad.

41 Synspunktet er argumenteret i Bernanke og Gertler (1999). For en oversigt over diskussionen, se Haugland og Vikøren (2006).

42 En diskussion findes i Borio (2006) samt i Borio, Furfine og Lowe (2001).

2.2.6. Faktorer indbygget i finansiell virksomhed

Som en yderligere forklaring på finansielle kriser kan der peges på, at der i finansiell virksomhed er en indbygget tendens til ekspansion. Denne tendens til ekspansion holdes tilbage af en række faktorer, herunder mængden af ressourcer, som er til rådighed for ekspansionen, samt muligvis også af offentlig regulering, der sætter grænser for udlånsvæksten eller for låntagning i centralbanken. Finansielle kriser, forstået som omfattende tab og i den forbindelse muligvis sammenbrud i finansielle virksomheder, forekommer, når der sker en svækkelse af hindringerne for ekspansion i den finansielle sektor. Tankegangen vil blive forklaret nedenfor.

(i) *Indbygget tendens til ekspansion*

Det er sandsynligt, at der i finansiell virksomhed er en indbygget tendens til ekspansion. Dette skyldes særlig tre forhold, nemlig for det første at der i finansiell virksomhed ofte er tale om store organisationer, for det andet at omkostningerne ved en ekspansion i form af tab på udlån ligger ude i fremtiden, samt for det tredje, at hindringerne for ekspansion i finansiell virksomhed er svagere end de hindringer, som i andre erhvervsvirksomheder bidrager til at hæmme en ekspansion.

Der er i finansiell virksomhed tale om *store organisationer*. I store organisationer vil der være et større spillerum for, at de ansattes interesser får mulighed for at gøre sig gældende. De ansatte i en organisation vil have en egeninteresse i, at organisationen bliver større. Det giver større prestige at arbejde i store organisationer, der vil være mere kendte. Gennem en ekspansion kan ledere i organisationen hente prestige ved at have et større antal ansatte i sin afdeling. Hertil kommer, at der med et større antal ansatte i en afdeling normalt også følger en højere løn for lederen. Hvis en leder i en organisation således får udvidet sit ansvarsområde og får et større antal ansatte inden for sit ansvarsområde, vil vedkommende normalt få en højere aflønning samt også en højere titel, hvilket også giver forbedrer muligheden for at gå videre til en god stilling i en anden organisation. Det er muligt, at denne interesse i en ekspansion af organisationen er blevet styrket i takt med, at stadig færre har en livslang beskæftigelse og derfor med stor sandsynlighed går videre til beskæftigelse i en anden organisation. For at kunne få en god stilling i en anden organisation er det nødvendigt at kunne vise resultater fra en tidligere beskæftigelse. En objektiv konstaterbar måde, hvorigennem der kan vises resultater, er at kunne pege på en forfremmelse

eller en vækst i det ansvarsområde, som vedkommende har haft i en tidligere ansættelse.

Som en anden faktor bag en indbygget tendens til ekspansion kan der peges på, at *der i finansiell virksomhed er tale om, at indtægter tidsmæssigt ligger før udgifter*. Omkostningerne – i form af tab på udlån – ligger således ude i fremtiden, mens der ved ekspansion skabes en umiddelbar indtægt i form af engangsgebyrer ved udlån samt – på lidt længere sigt – i form af renteindtægter og løbende gebyrer. Inden for forsikring er der først en præmieindtægt, mens der først på et senere tidspunkt er tale om udgifter til erstatninger. Denne tidsmæssige fordeling af indtægter og udgifter i finansiell virksomhed står i modsætning til andre former for erhvervsvirksomhed, hvor der normalt først er nogle store udgifter – og derfor også nogle store risici – i form af investeringer, mens der først efterfølgende kommer indtægter.

Det forhold, at indtægter i finansiell virksomhed kommer før udgifter, skaber yderligere en usikkerhed om, hvad der er den rigtige strategi. Det er f.eks. svært at vide, om et udlån i fremtiden vil føre til tab. I en sådan situation, hvor der er stor usikkerhed om den optimale strategi, er det sandsynligt, at indtjening vil komme til at spille en mindre rolle, mens der kan blive en større vægt på andre interesser i organisationen, i første række den bureaukratiske interesse i at ekspandere organisationen.

Hertil kommer, at der i en organisation med en kort tidshorisont vil blive lagt en stor vægt på de resultater, der kan opvises på kort sigt, nemlig stigningen i indtægter, mens der kan blive lagt for lidt vægt på de langsigtede omkostninger i form af de tab, der vil blive skabt gennem en ekspansiv strategi. Det er sandsynligt, at tidshorisonten i mange organisationer er blevet forkortet, idet det er blevet mere almindeligt med jobmobilitet, hvor medarbejdere går videre til andre job i samme organisation eller i en anden organisation.

Endelig som en tredje faktor bag en tendens til indbygget ekspansion kan det fremhæves, at *ejerne i finansielle virksomheder ofte vil stå i en svag stilling med hensyn til at gøre indflydelse gældende over for virksomhedens ledelse og derved begrænse tendensen til ekspansion*. Der er således ofte i finansielle virksomheder tale om mange små aktionærer. I visse virksomheder er der begrænsninger på størrelsen af ejerinteresser, f.eks. et loft over antallet af stemmer. Bestyrelsesmedlemmerne kommer ofte fra virksomheder, med hvilken den finansielle virksomhed har kunderelationer. De bestyrelsesmedlemmer, der repræsenterer kunderelationer, kan have en egeninteresse i at skabe mulighed for vækst i f.eks. udlån.

(ii) Hindringer for ekspansion

Hvis der som argumenteret ovenfor i finansiell virksomhed er en indbygget tendens til ekspansion, er der tre faktorer, som bestemmer omfanget af finansielle transaktioner, nemlig for det første den mængde ressourcer, som er til rådighed for finansielle virksomheder, for det andet efterspørgslen efter finansielle tjenester samt endelig – som en mulig tredje faktor – offentlig regulering, der begrænser størrelsen af finansiell virksomhed. I det følgende er der en kort diskussion af disse tre faktorer.

Hvis der er en indbygget tendens til ekspansion i finansiell virksomhed, vil størrelsen af finansielle transaktioner blive bestemt af den mængde ressourcer, der er til rådighed for finansielle virksomheder. For pengeinstitutter vil størrelsen af indlån samt værdien af værdipapirbeholdninger således blive afgørende for størrelsen af udlån. Indretningen af pengepolitikken vil også spille en afgørende rolle. Hvis centralbanken på denne baggrund giver adgang til bedre lånemuligheder, er det sandsynligt, at pengeinstitutterne udvider udlånene. Det må på denne baggrund ventes, at der særlig bliver en kraftig stigning i udlånene, hvis der er et overskud af indlån, eller hvis centralbanken lempet pengepolitikken.

Hvis der er en indbygget tendens til ekspansion, vil størrelsen af finansielle aktiviteter som en anden faktor blive bestemt af efterspørgslen efter finansielle tjenester. Hvis en beslutningstager i et pengeinstitut f.eks. er opsat på at vise resultater ved at udvide mængden af udlån, er det sandsynligt, at vedkommende i højere grad er indstillet på at imødekomme ansøgninger om lån.

Endelig kan offentlig regulering spille en rolle som bremse på finansielle aktiviteter. Det er klart, at offentlige restriktioner som f.eks. lofter over udlån kan sætte en grænse for den ekspansion, der måtte være et ønske om at foretage i finansielle virksomheder.

(iii) Forklaring af kriser

Hvis der som argumenteret ovenfor tages udgangspunkt i, at der i finansiell virksomhed er indbyggede faktorer, som virker i retning af ekspansion, kan finansielle kriser forklares med, at der sker en lempelse af de faktorer, som hindrer ekspansionen, nemlig (i) hvis der bliver flere ressourcer til rådighed for finansiell virksomhed, (ii) der sker en stor stigning i efterspørgslen efter finansielle tjenester, f.eks. en stor stigning i efterspørgslen efter udlån, samt (iii) der sker en lempelse af offentlig regulering.

(iv) Forklaring af ensartet adfærd

I en situation, hvor der som beskrevet ovenfor er usikkerhed om den langsigtede rentabilitet af en given strategi, er det sandsynligt, at beslutninger i stort omfang vil blive truffet ikke på baggrund af rationelle analyser, men på baggrund af kriterier, som overfladisk virker velbegrundede. I diskussioner om beslutninger er det således sandsynligt, at beslutningstagerne vil basere sig på argumenter, som umiddelbart forekommer rationelle, og som kan samle opbakning blandt de øvrige beslutningstagere. Hvis beslutninger baseres på sådanne argumenter, der umiddelbart forekommer rationelle, vil det være sværere efterfølgende at kritisere beslutningen og derved gøre beslutningstageren ansvarlig for eventuelle fejlagtige beslutninger. Der vil herved også blive tendens til, at der træffes de samme beslutninger i forskellige finansielle virksomheder, idet beslutningstagere baserer sig på de samme argumenter. Der vil herved blive en tendens til flokadfærd.

Som et eksempel i finansiell virksomhed på argumenter, der umiddelbart fremstår som rationelle, kan nævnes historiske korrelationer. Det er tvivlsomt, om historiske forløb gentager sig, men en beslutning fremstår som mere rationel og velbegrundet, hvis der kan peges på, at der i en fortidig periode har været et bestemt hændelsesforløb, og at en beslutning ved en gentagelse af et sådant fortidigt hændelsesforløb vil være rentabel. Det er således sandsynligt, at der kan vindes større opbakning bag en beslutning, hvis der kan peges på, at der historisk har været et bestemt forløb, som ved en gentagelse vil føre til indtjening. Argumentet anvendes ofte ved finansielle beslutninger. Porteføljeformvaltere kan f.eks. overtale personer til at anbringe i deres virksomhed under henvisning til, at der tidligere har været et højt afkast.

Som et andet eksempel i finansiell virksomhed på argumenter, der umiddelbart fremstår som rationelle og velbegrundede, kan der peges på brugen af pantsikkerhed. Det fremstår, som om der er større sikkerhed for udlån, hvis udlån er givet mod sikkerhed i fast ejendom, og det vil herved efterfølgende være sværere at holde en beslutningstager ansvarlig for tab i forbindelse med udlån, der er givet mod sikkerhed i fast ejendom, end hvis udlånene var givet uden en sådan sikkerhed. Det er imidlertid klart, at sikkerheden omkring pant i fast ejendom ofte er overvurderet, idet den er afhængig af, at prisudviklingen på fast ejendom ikke er korreleret med udviklingen i låntagers indtjening, der udgør en anden sikkerhed for lån. Dette er ofte tvivlsomt, særlig når det drejer sig om fast erhvervsejendom. Prisudviklingen på f.eks. hoteller vil normalt afhænge af indtjeningen på hoteldrift, hvilket

indebærer, at pantsikkerhed ved udlån til hoteller vil have en mindre betydning, idet den afgørende faktor bag sikkerheden for et lån er indtjeningsmulighederne inden for hotelvirksomhed. Umiddelbart fremtræder et udlån til et hotel imidlertid som mere "sikker", hvis lånet gives mod pantsikkerhed i den faste ejendom.

2.3. Argumenter for offentlig intervention i finansielle kriser

Det er spørgsmålet, om der er behov for offentlig intervention ved sammenbrud i finansielle virksomheder. Man kunne alternativt forestille sig, at myndighederne tillader finansielle virksomheder, som ikke kan klare sig, at gå ned. I litteraturen har der særlig været peget på tre begrundelser for offentlig intervention ved sammenbrud i finansielle virksomheder.⁴³

For det første kan det argumenteres, at det vil indebære store omkostninger i forbindelse med indhentning og bearbejdning af information, hvis husholdninger og virksomheder skal undersøge soliditeten i finansielle virksomheder, hvor de anbringer deres finansielle midler. Det vil også kunne indebære store omkostninger, hvis husholdninger og virksomheder skal sørge for at sprede placeringen af midler over et større antal finansielle virksomheder for herved at begrænse risikoen ved placering i en enkelt eller nogle enkelte virksomheder. Det vil formentlig særlig indebære store informationsomkostninger, hvis husholdninger og virksomheder forud for hver betalingsoverførsel skal vurdere soliditeten i den eller de finansielle virksomheder, gennem hvilke der foretages betalingsoverførsler. Ofte vil man ved betalingsoverførsler stå i den situation, at der hurtigt skal overføres store beløb hurtigt.

Hensynet til at spare informationsomkostninger taler derfor for, at der er en særlig grad af sikkerhed i de virksomheder, som modtager midler fra offentligheden. Specielt er der et behov for at sikre soliditeten i de virksomheder, som foretager betalingsoverførsler, hvilket i første række vil sige bankerne. En mulighed for at tilvejebringe en sådan sikkerhed er gennem garantiordninger, hvor midler modtaget af finansielle virksomheder fra offentligheden sikres gennem forsikring.

43 En diskussion findes bl.a. i Mishkin (2006a, 2006b), Persson og Viotti (1998) samt i Stern og Feldman (2004).

En anden mulighed er at opstille regler, som begrænser finansielle virksomheders risikotagning. Hvis en finansiell virksomhed på trods af reguleringen står i risiko for at lukke, kan det være samfundsøkonomisk hensigtsmæssigt at intervenere for at sikre midler modtaget fra offentligheden. Der vil i denne forbindelse særlig være et behov for at sikre midler modtaget i forbindelse med betalingsoverførsler.

Som et andet argument for offentlig intervention ved sammenbrud i finansielle virksomheder kan det fremføres, at finansielle virksomheder i forbindelse med udlån opbygger en særlig information vedrørende låntagers forhold. Kendskabet til låntager vil særlig være stort, hvis den finansielle virksomhed samtidig med udlån også varetager andre funktioner for låntager, f.eks. står for låntagers betalinger. Informationen opbygget i finansielle virksomheder vedrørende forholdene i bestemte virksomheder eller husholdninger medfører, at de pågældende finansielle virksomheder vil være mere villige til at yde lån, hvilket igen medfører, at f.eks. virksomheder i højere grad kan gennemføre investeringsprojekter. Udlån kan også gives til en lavere rente. Hvis en finansiell virksomhed bryder sammen, går denne specielle information om låntageres forhold tabt. Resultatet kan blive en nedgang i investeringerne. Synspunktet støttes af undersøgelser, der tyder på, at afbrydelsen af traditionelle forbindelser mellem långivere og låntagere ved sammenbrud i finansielle virksomheder fører til en reduktion af investeringer og derved medvirker til et tab af produktion, dvs. der bliver et forstærket konjunkturtilbageslag, hvis finansielle virksomheder bryder sammen.

Endelig for det tredje kan det argumenteres, at sammenbrud i finansielle virksomheder vil have konsekvenser – i form af likviditetsmangel og/eller i form af tab – for et stort antal andre virksomheder. Dette skyldes, at finansielle virksomheder modtager midler fra et stort antal andre virksomheder. Specielt er der gennem indskud og låntagning på interbankmarkedet tætte forbindelser mellem bankerne. Hvis der derfor er tale om sammenbrud i én finansiell virksomhed, kan der blive en kædereaktion med sammenbrud i et stort antal virksomheder, specielt andre finansielle virksomheder. Resultatet kan udover likviditetsmangel blive et juridisk kaos, hvor mange virksomheder er indblandet i retslige krav med hinanden.

Et sammenbrud i en finansiell virksomhed kan også have negative konsekvenser for andre virksomheder, fordi der ved et sammenbrud i en finansiell virksomhed ofte skal ske en realisation af aktiver, f.eks. værdipapirer eller fast ejendom, hvilket vil bevirke et prisfald på de

pågældende aktiver. Dette vil indebære tab for andre virksomheder eller husholdninger, som ligger inde med tilsvarende aktiver, og som måske står over for at skulle realisere disse aktiver.

I litteraturen fremhæves det, at den offentlige intervention i finansielle kriser indebærer en omkostning i form af, at finansielle virksomheder vil gøre deres adfærd mere risikobetonet, hvis de kan regne med, at de under kriser bliver reddet gennem den offentlige intervention. Gennem den offentlige intervention under kriser får de finansielle virksomheder således en form for forsikring mod de negative effekter af risikobetonede beslutninger, hvilket giver dem en tilskyndelse til at tage større risici. Der er tale om et eksempel på moral hazard, dvs. det forhold, at en forsikring påvirker den forsikredes adfærd. De offentlige myndigheder kan søge at imødegå en mere risikobetonet adfærd gennem regulering, der mindsker muligheden for risikotagning, f.eks. en begrænsning af finansielle virksomheders virksomhedsområde. En anden mulighed er at stille krav om en mindste egenkapital i finansiell virksomhed, således at der ved sammenbrud i finansielle virksomheder bliver større tab for ejerne.

En række forfattere fremhæver, at det ved beslutning om offentlig intervention i forbindelse med sammenbrud i finansielle virksomheder er nødvendigt at afveje på den ene side hensynet til at reducere de negative konsekvenser i form af bl.a. en forøgelse af informationsomkostningerne i samfundet og på den anden side hensynet til at undgå, at finansielle virksomheder tilskyndes til en mere risikobetonet adfærd.

I forbindelse med offentlige redningsaktioner til fordel for nødlidende finansielle virksomheder har der ofte været lagt vægt på andre begrundelser end hensynene til at sikre betalingsoverførsler eller at undgå en afbrydelse af långiver-låntager relationer.

Det vil således fremgå af kapitel 3 og 4, at offentlig intervention ofte har været begrundet med hensynet til at bevare tilliden i udlandet til hjemlandets finansielle virksomheder. Der har således ofte blandt politiske beslutningstagere været en forestilling om, at udlandet i et vist omfang vurderer hjemlige finansielle institutter under ét, og at et sammenbrud i én hjemlig finansiell virksomhed derfor rækker ved tilliden til andre hjemlige finansielle virksomheder. Der kan herved tænkes en ekstern effekt, fordi én finansiell virksomheds sammenbrud kan medføre, at andre finansielle virksomheder fra samme land får sværere ved at låne i udlandet og eventuelt skal betale en højere rente ved lån i udlandet.

Det vil også fremgå af kapitel 3 og 4, at offentlig intervention ofte er blevet begrundet med hensynet til at sikre en videreførelse af funktioner på andre områder end med hensyn til betalingsformidling, bl.a. et ønske om at sikre muligheden for handel med bestemte værdipapirer, f.eks. statsobligationer.

2.4. Omkostninger i forbindelse med finansielle kriser

Omkostningerne i forbindelse med finansielle kriser har været undersøgt i flere empiriske undersøgelser. Der kan skelnes mellem to former for undersøgelser: (i) undersøgelser, som udelukkende ser på de offentlige udgifter ved sammenbrud i finansielle virksomheder, og (ii) undersøgelser, der mere bredt ser på tabet af produktion i forbindelse med finansielle kriser.

Der har været flere opgørelser af de offentlige udgifter i forbindelse med offentlig intervention ved sammenbrud i finansielle virksomheder. De offentlige udgifter kan fremkomme i forbindelse med f.eks. kapitalindskud eller lån med nedsat rente til kriseramte finansielle virksomheder. For at nå frem til en oversigt over nettoudgiften ved offentlig intervention skal udgifterne sættes op mod senere indtægter i form af et eventuelt senere salg af aktiver, som det offentlige har erhvervet under en krise, f.eks. aktier i nødlidende virksomheder. Et særligt problem i forbindelse med vurderingen af offentlige indtægter og udgifter er opgørelsen af garantier, der i sig selv har en værdi, men som måske ikke udnyttes af finansielle virksomheder.

Det har været argumenteret mod en vurdering af finansielle kriser på grundlag af offentlige udgifter, at offentlige udgifter til dækning af tab i finansielle virksomheder udelukkende indebærer en omfordeling af ressourcer mellem forskellige økonomiske enheder i samfundet og derfor ikke har konsekvenser for realøkonomien.

For det andet har det været undersøgt, i hvilket omfang finansielle kriser indebærer omkostninger i form af et tab af produktion. Der kan f.eks. blive tale om lavere produktion, fordi der ved afvikling af finansielle virksomheder sker et tab af information i forbindelse med debitorers forhold, ligesom finansielle virksomheder i en periode efter krisen kan være tilbageholdende med at yde udlån til finansiering af investeringer.

Et særligt problem omkring måling af omkostningerne i forbindelse

med produktionstab fremkommer, fordi det er nødvendigt at sammenligne den faktiske produktionsudvikling med et hypotetisk forløb, hvor der antages ikke at være nogen krise. Det er selvfølgelig forbundet med meget stor usikkerhed at vurdere, hvordan forløbet ville være uden en krise. Der kan måske nok konstateres en produktionsnedgang i forhold til en normal udvikling af produktionen, men det er spørgsmålet, hvor stor en del af den lavere produktion, der er resultatet af tab i finansielle virksomheder, og hvor stor en del af produktionstab, som kan henføres til andre faktorer, f.eks. en generel lavkonjunktur, der ville være fremkommet også uden en krise.

Et andet problem er at finde tidspunktet for starten af en finansiell krise og for afslutningen af en finansiell krise. Det er i denne forbindelse spørgsmålet, hvordan man overhovedet skal identificere en finansiell krise. Flere undersøgelser anvender nødlidende lån (non-performing loans) som kriterium for finansielle kriser, men systematiske talserier for nødlidende lån på international basis kan kun føres tilbage til 1997. Andre undersøgelser identificerer finansielle kriser arbitrært på grundlag af presseomtale m.v.⁴⁴

Schwierz (2004) argumenterer, at man ved opgørelsen af produktionstab ved en finansiell krise ikke alene bør se på den lavere produktion, der følger i forbindelse med f.eks. udlånstilbageholdenhed i finansielle virksomheder, men også bør tage i betragtning, at en udlånseksansion forud for en krise kan have bidraget til en højere produktion, og at denne produktion derfor skal trækkes fra, når man beregnet "nettotabet" i forbindelse med lavere produktion på grund af finansielle kriser.

Undersøgelserne over offentlige udgifter viser, at det kan dreje sig om meget store beløb. I en undersøgelse af 40 bankkriser når Honohan og Klingebiel (2003) således frem til, at regeringer i gennemsnit bruger beløb svarende til 13 pct. af bruttonationalproduktet til at rydde op i det finansielle system.

Også med hensyn til tabet af produktion tyder undersøgelserne på, at der kan være tale om meget store omkostninger. Goldstein, Kaminisky og Reinhart (2000) når frem til, at det tager tid for en økonomi at komme sig oven på en bankkrise. Hoggarth et al. (2002) når frem til, at de akkumulerede omkostninger ved en bankkrise kan udgøre op til 15-20 pct. af bruttonationalproduktet. I en undersøgelse af depressionen i begyndelsen af 1930'erne har bl.a. Ben Bernanke vist, at

44 En diskussion findes i Angkinand et al. (2007).

sammenbruddet af finansielle virksomheder udgør en hovedårsag bag nedgangen i erhvervsinvesteringer.⁴⁵ Undersøgelserne synes at pege på, at der bliver et større produktionstab, hvis en krise i finansielle virksomheder er kombineret med en valutakrise.⁴⁶ I *tabel 2.1* er gengivet en opgørelse fra Schwierz (2004), der viser vurderingen i forskellige undersøgelser af det produktionstab, der fremkommer ved kriserne i Finland, Norge og Sverige i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

Det er spørgsmålet, hvor stor vægt man skal tillægge de forskellige undersøgelser over konsekvenserne af finansielle kriser. Det kan således konstateres, at der er en række konsekvenser, som ikke er medtaget i undersøgelserne.

For eksempel er der ikke i undersøgelserne taget højde for de omkostningsreduktioner, som ofte er fulgt i kølvandet på finansielle sammenbrud. Blandt andet gav de nordiske finansielle kriser anledning til omfattende reduktioner af personale og andre omkostninger i den finansielle sektor. Det lavere omkostningsniveau indebærer en bedre ressourceudnyttelse og øger herved effektiviteten i økonomien. Der tages heller ikke i undersøgelserne hensyn til eventuelle andre strukturændringer, som finansielle kriser giver anledning til. Finansielle kriser kan f.eks. give stødet til en sammenlægning af finansielle virksomheder, hvilket reducerer konkurrencen i den finansielle sektor og herved gennem monopolgevinster indebærer større omkostninger i forbindelse med finansielle tjenester.

I opgørelserne over statens nettoudgift ved finansiell virksomhed tages der ikke højde for den risiko, som det offentlige påtager sig ved – midlertidigt eller permanent – at gå ind som ejer af finansielle virksomheder. Der tages heller ikke højde for den aktiekursgevinst, som det offentlige kunne have opnået ved at placere i andre aktier end de aktier, der under en krise erhverves i finansielle virksomheder. Hvis statens nettoudgift skulle opgøres korrekt, burde der være en sammenligning med en situation, hvor staten på et givet tidspunkt kunne have udnyttet sine midler på anden måde end til at redde finansielle virksomheder. Nettoudgiften ved finansielle redningsaktioner bør derfor sammenlignes med den nettoindtægt, som staten kunne have opnået gennem andre anvendelser af offentlige midler. Et oplagt

45 Bernanke (1983).

46 Se f.eks. Lee og Park (2003), som når frem til, at der ved en kombineret valuta- og bankkrise bliver et større tab af produktion.

alternativ til statens erhvervelse af finansielle aktier ville være placering i aktier udstedt af andre virksomheder.

Tabel 2.1. Opgørelser af produktionstab i forbindelse med nordiske finansielle kriser¹

	Bruttoproduktionstab ²			Nettoproduktionstab ³
	IMF (1998)	Hoggarth et al. (2002)	Schwierz (2004)	Schwierz (2004)
Norge	9,8	27,1	12,9-21,6	6,8
Sverige	11,8	3,8	12,5-21,0	3,8
Finland	22,4	44,9	28,8-44,5	10,0

1. Tabellen viser forskellige opgørelser over produktionstab i forbindelse med de finansielle kriser i Finland, Norge og Sverige. Kilde: Schwierz (2004).
2. Bruttoproduktionstab viser det samlede tab af produktion som følge af, at produktionen efter en finansiell krise ligger på et lavere niveau. Tabet er vist som pct. af bruttonationalproduktet.
3. Nettoproduktionstab viser tabet af produktion som følge af, at produktionen efter en finansiell krise ligger på et lavere niveau, idet der samtidig fratrækkes den forøgelse af produktionen, der sker forud for en finansiell krise. Tabet er vist som pct. af bruttonationalproduktet.

2.5. Sammenfatning og konklusion

I kapitlet har der været en diskussion af forskellige faktorer, som i litteraturen har været fremhævet som årsager bag finansielle kriser, nemlig (i) makroøkonomiske ændringer som f.eks. en pludselig ændring i inflationen eller et stort fald i produktionen, (ii) ledelsessvigt, (iii) svage institutionelle strukturer, (iv) ændringer i efterspørgslen efter likviditet, samt (v) spekulation i reale og/eller finansielle aktiver. Det blev herudover påpeget, at der i finansiell virksomhed kan være en indbygget tendens til ekspansion, og at kriser derved kan opstå i forbindelse med lempelser i de faktorer, der hindrer en sådan ekspansion, f.eks. hvis der bliver en forøgelse af de midler, som står til rådighed for finansielle virksomheder. De forskellige forklaringer udelukker ikke gensidigt hinanden. Det er således muligt, at finansielle kriser ikke har én årsag, men skyldes flere af de nævnte faktorer.

Der har endvidere i kapitlet været en diskussion af forskellige samfundsmæssige omkostninger, der kan fremkomme i forbindelse med finansielle kriser, og som kan ses som begrundelser for, at det offentlige bør gribe ind og eventuelt sørge for, at kriseramte finansielle virksomheder bliver videreført. I litteraturen har der særlig været set på tre samfundsmæssige hensyn: (i) betalinger bør kunne foregå uden

risiko for tab, idet husholdninger og virksomheder ellers skal bruge store ressourcer på at indhente information om finansielle virksomheders soliditet, (ii) hvis en finansiell virksomhed bryder sammen, går der information tabt om forhold hos låntagere, hvilket kan gøre det sværere for låntagere efter kriser at opnå den ønskede finansiering, samt (iii) på grund af forbindelser mellem finansielle virksomheder indbyrdes og mellem finansielle virksomheder og andre økonomiske enheder (virksomheder og husholdninger) kan et sammenbrud i én finansiell virksomhed medføre en kædereaktion, hvor andre økonomiske enheder (virksomheder og husholdning) kommer til enten at lide tab eller at mangle likviditet.

Endelig blev der i kapitlet set på undersøgelser, der belyser omkostninger i forbindelse med finansielle kriser. Der blev udtrykt skepsis over for disse undersøgelser, fordi de ikke medtager en række konsekvenser, f.eks. tager de ikke hensyn til, at finansielle kriser også kan have den gavnlige effekt at give stødet til omkostningsreduktioner i de berørte virksomheder samt i øvrigt give anledning til strukturreformer.

Finansielle kriser i Danmark

3.1. Indledning

Gennem 1980erne rammes den danske finansielle sektor i stigende grad af tab, og det kommer gennem 1980erne og begyndelsen af 1990erne til sammenbrud i en række mindre og mellemstore pengeinstitutter. Problemerne i pengeinstitutsektoren løses overvejende gennem hurtige fusioner med andre pengeinstitutter, men i en række tilfælde er det nødvendigt med offentlig intervention i form af likviditetstilførsel fra Nationalbanken eller andre foranstaltninger. Også realkreditinstitutterne udsættes for store tab, og det er nødvendigt med ekstra kapitaltilførsel til Danmarks største realkreditinstitut, Kreditforeningen Danmark. I juni 1992 udsættes Danmarks næststørste pengeinstitut, Unibank, for panikagtige udtræk. Nationalbanken griber ind med en erklæring om at ville tilføre ubegrænset likviditet. I 1992 kommer Danmarks to største forsikringskoncerner, Baltica og Hafnia, i krise.

Kapitlet giver en oversigt over forløbet af den danske finansielle krise gennem 1980erne og begyndelsen af 1990erne. Der lægges særlig vægt på krisehåndteringen. Der vil også blive givet en kort beskrivelse af nogle tidligere kriser, herunder særlig krisen i 1908 og den krise, som efter første verdenskrig rammer danske pengeinstitutter, og som særlig er kendt i forbindelse med krakket i Den Danske Landmandsbank. Endelig vil der være en kort omtale af sammenbruddet i bankTrelleborg i januar 2008.

Afsnit 3.2 beskriver kort forløbet af tidlige danske finansielle kriser, herunder navnlig krisen i 1908. *Afsnit 3.3* ser på krisen fra 1920 til 1933. *Afsnit 3.4* giver en oversigt over sammenbruddene i den danske finansielle sektor gennem 1980erne og den første halvdel af 1990erne. *Afsnit 3.5* ser på krisen i bankTrelleborg. *Afsnit 3.6* giver en sammenfatning og konklusion.

3.2. Tidlige danske kriser

Allerede i 1800-tallet er der finansielle kriser i Danmark.¹ En tidlig krise optræder i forbindelse med krakkene i en række hamburgske handelshuse i 1857. Under Krimkrigen i 1853-1856 er der en stor ekspansion i international handel samt en kraftig opbygning af lagre, hvilket understøttes af en kraftig vækst i kreditgivning. I 1857 bryder en række handelsfirmaer og banker sammen i Hamburg, og det ser i december 1857 ud til, at samtlige banker – med én undtagelse – er på vej mod konkurs. Dette medfører pres også mod en række handelshuse i Danmark. Da firmaet Henrik Pontoppidan & Co. i Hamburg standser betalingerne, griber den danske stat ind gennem lån for at sikre firmaets overlevelse. Firmaet har lånt ud til et stort antal danske pengeinstitutter og handelshuse, og det er vurderingen, at et sammenbrud for firmaet vil trække en stor del af dansk bank- og erhvervsliv med sig. For at imødegå problemer i danske virksomheder opretter staten en "Midlertidig Lånekasse for Kongeriget" med det formål at yde lån til kriseramte danske pengeinstitutter og handelshuse. Lånekassen yder samlede lån på 3 mio. rigsdaler, heraf ca. 700.000 rigsdaler til banker og sparekasser. Panikken omkring de hamburgske banker og handelshuse lægger sig, efter at det lykkes at opnå et meget stort lån fra østrigske banker.²

I de første år af 1900-tallet er der et omfattende byggeri af lejligheder i København.³ Betaling af beskæftigede på byggearbejderne sker gennem de indtægter, der skabes gennem salget af de lejligheder, som netop er blevet bygget. Endvidere finansieres byggeriet gennem store udlån fra de københavnske banker. Særlig tre banker er aktive: Detailhandlerbanken i København (etableret 1895), Kjøbenhavns Grundejersbank (etableret 1898) samt Centralbanken for Handel og Industri (etableret 1904). Disse tre banker oplever en kraftig ekspansion i udlånene med en stigning fra 8,0 mio. kr. i udlån i 1900 til 71,9 mio. kroner i 1906 svarende til en udvidelse af andelen af samtlige danske pengeinstitutters udlån fra 3,9 pct. i 1900 til 15,8 pct. i 1906.⁴

1 Beskrivelsen er baseret på Hansen (1968).

2 Kindleberger (1989) beretter, at de kriseramte hamburgske handelshuse og banker får afslag på finansiell støtte fra centralbanker og banker i en række lande, herunder Storbritannien. Danmark er således formentlig et af de få lande, der har ydet en international bistand. Til sidst løses den hamburgske krise ved et stort lån fra østrigske bankhuse.

3 Beskrivelsen er baseret på Hansen (1968).

4 Danmarks Statistik (1968). Der er taget udgangspunkt i posten "andre udlån".

Efterhånden når behovet for lejligheder et mætningspunkt, således stiger andelen af ledige lejligheder fra omkring 1 pct. til 5 pct. i 1903 og derefter til 6-7 pct. i perioden frem til 1907. Derved kommer 10.000 lejligheder til at stå tomme i København, hvortil yderligere kommer 1.500-2.000 tomme butikker og forretningsejendomme. Der er i samtiden mange advarsler mod overbyggeriet. Det bliver fremført som en årsag til ekspansionen, at mange personer – bl.a. advokater og banker – får indtægter gennem byggeriet og derfor ikke er interesseret i, at det standser.⁵

Det fremgår af *figur 3.1*, at der i perioden 1900-1908 er tale om en kraftig stigning i udlån opgjort i forhold til bruttofaktorindkomsten, som stiger fra 15,3 pct. i 1900 til 31,0 pct. i 1907, dvs. en fordobling på syv år. I stort omfang finansieres udlånsstigningen gennem låntagning i udlandet.

Da der ved midten af 1907 opstår rygter om, at Centralbanken ikke længere kan leve op til sine forpligter, og da kursen på bankens aktier begynder at falde, begynder indskydere at trække midler ud af banken. Efter at de tre hovedbanker har afvist at deltage i en redningsaktion, stiller Nationalbanken på egen hånd midler til rådighed for Centralbanken mod garanti fra Privatbanken. Nationalbanken frygter konsekvenserne for den øvrige banksektor ved et sammenbrud i Centralbanken.

I 1907 kommer det til en betydelig kapitaludstrømning, idet udenlandske banker under indtryk af krisen i USA trækker likviditet ud af Danmark, jf. afsnit 4.2. Nationalbanken reagerer sent med en diskonto-forhøjelse, idet diskontoen først i oktober 1907 sættes op i to omgange fra 4 pct. til 6 pct. og i december 1907 yderligere hæves til 7 pct. Da det kommer til masseopsigelser af udenlandske lån til Danmark, sættes diskontoen ved udgangen af 1908 helt op til 8 pct., hvilket er det højeste niveau siden 1818-19. Da Grundejerbanken ikke længere kan opnå finansiering i udlandet, bliver den lukket i februar 1908. Da det samtidig kommer til run på Detailhandlerbanken, bliver der

5 Nationaløkonomen William Scharling skriver, at der forud for bankkrisen var "... et ret betydeligt antal personer, som var interesseret i at animere til virksomhedens fortsættelse uden synderligt hensyn til, om der virkelig er trang hertil – byggespekulanter, banker og sagførere, hvis hele virksomhed kun kan holdes gående, når den ene nybygning stadig afløser den anden ..." (citeret i Hansen, 1968, s. 369). Dette forklarer – ifølge Scharling – hvorfor byggevirksomheden "på trods af al sund fornuft og stridende mod, hvad der gælder i al anden forretningsvirksomhed" havde tendens til at fortsætte (Hansen, 1968, s. 369-370).

oprettet en lånefond på 20 mio. kr. med indskud fra Nationalbanken, de tre københavnske hovedbanker samt Låne- og Diskontobanken til fordel for de kriseramte banker (Bankkomitéen af 9. februar 1908). Staten, Nationalbanken og de fire private banker garanterer samtidig alle forpligtelser i Grundejersbanken og Detailhandlerbanken. Disse forpligtelser udvides efterfølgende til tre andre kriseramte banker: Den lille Laanekasse (København), Fredericia Bank samt Nibe Bank.⁶ På opfordring fra finansministeren garanterer Den Danske Landmandsbank i 1908 indskyderne i Fredericia Bank (mod efterfølgende dækning fra Bankkomitéen af 1908). I forvejen havde Den Danske Landmandsbank et stort tilgodehavende i Fredericia Bank.

I 1910 oprettes der en afviklingskasse til afvikling af engagementerne fra Detailhandlerbanken, Grundejersbanken, Københavns Laanekasse samt Fredericia Bank og Nibe Bank, hvori der skydes midler fra staten, Nationalbanken og de københavnske hovedbanker (Afviklingskassen af 1910). Afviklingen af engagementerne varer ved til 1928. De samlede tab når op på 17,1 mio. kr., hvoraf staten afholder 7 mio. kr. Indskyderne i de kriseramte banker får dækket deres indskud ved, at Nationalbanken yder lån til konkursboerne. Detailhandlerbanken, Grundejersbanken og Københavns Laanekasse træder i likvidation. Fredericia Bank overtages fuldt ud af Danske Bank i 1913. Dele af Nibe Bank bliver ført videre i en nyoprettet bank, mens Centralbanken i 1910 overtages af Privatbanken.

Sammenlagt rammer 1908-bankkrisen banker, der dækker over 11,4 pct. af indlån og 18,0 pct. af udlån (bortset fra veksler) i 1906, jf. *tabel 3.1*. Det samlede tab på 17,1 mio. kr. svarer til 9,6 pct. af bruttofaktorindkomsten i 1908 og 3,1 pct. af bruttofaktorindkomsten i 1928, hvor afviklingen afsluttes. Det fremgår således, at 1908-bankkrisen har et stort omfang.

Det ses af figur 3.1, at der i årene efter 1908 – i perioden frem til 1912 – sker et stort fald i udlån opgjort i forhold til bruttofaktorindkomsten. Der synes således at være tale om, at krisen får bankerne til efterfølgende at reagere ved at vise større forsigtighed, hvilket viser sig ved en reduktion af udlånene.

Det synes at fremgå forholdsvis klart af forløbet op til 1908-krisen,

6 Ifølge Bankkommissionen (1924) lider Fredericia Bank store tab på et enkeltengagement allerede i 1897 og bliver i 1908 ramt af en likviditetskrisen, idet indskud trækkes ud. I tilfældet med Nibe Bank skyldes krisen svig, hvilket medfører bankdirektørens arrestation i 1908.

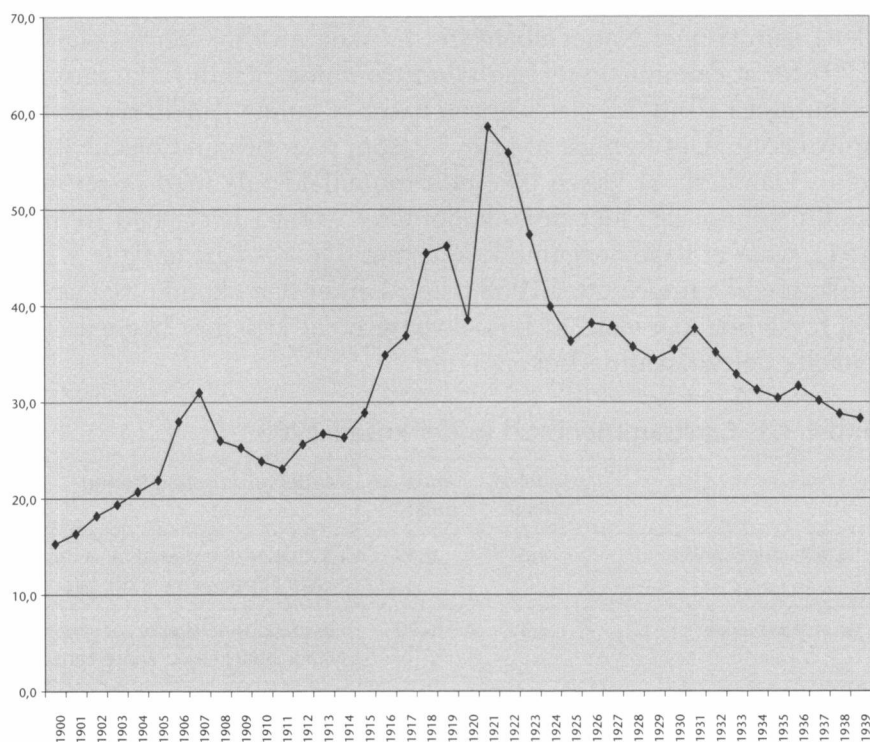
at krisen skyldes spekulation i ejendomspriser, og at krisen bliver udløst – og muligvis forværret – gennem fastkurspolitikken (guldstandarden), som tvinger Nationalbanken til diskontoforhøjelser fra oktober 1907 for at dæmme op for kapitaludstrømning. Blandt forklaringerne diskuteret i afsnit 2.2 synes krisen bedst at kunne karakteriseres ved spekulation. Det fremgår af *figur 3.2*, som viser produktionsudviklingen i Danmark, at krisen ikke er sammenfaldende med noget konjunkturtilbageslag, idet den økonomiske vækst i hvert fald frem til 1912 synes at ligge nogenlunde konstant. Det ses også af *figur 3.2*, at udlånsnedsækeringen efter 1908 ikke påvirker den økonomiske vækst. En forklaring kan være, at konsekvenserne af krisen er begrænset til enkelte dele af samfundsøkonomien.

Tabel 3.1. Banksammenbrud under krisen 1908¹

	Andel af indlån ²	Andel af udlån ³	Model for krisehåndtering
Detailhandlerbanken	4,81	6,40	Likvidation/tab dækkes af staten, Nationalbanken og andre banker
Grundejerbanken	3,59	6,98	Likvidation/tab dækkes af staten, Nationalbanken og andre banker
Københavns Laanekasse	1,38	1,79	Likvidation/tab dækkes af staten, Nationalbanken og andre banker
Centralbanken	1,11	2,43	Overtagelse
Fredericia Bank	0,38	0,16	Overtagelse
Nibe Bank	0,14	0,18	Videreførelse efter rekonstruktion/tab dækkes af staten, Nationalbanken og andre banker

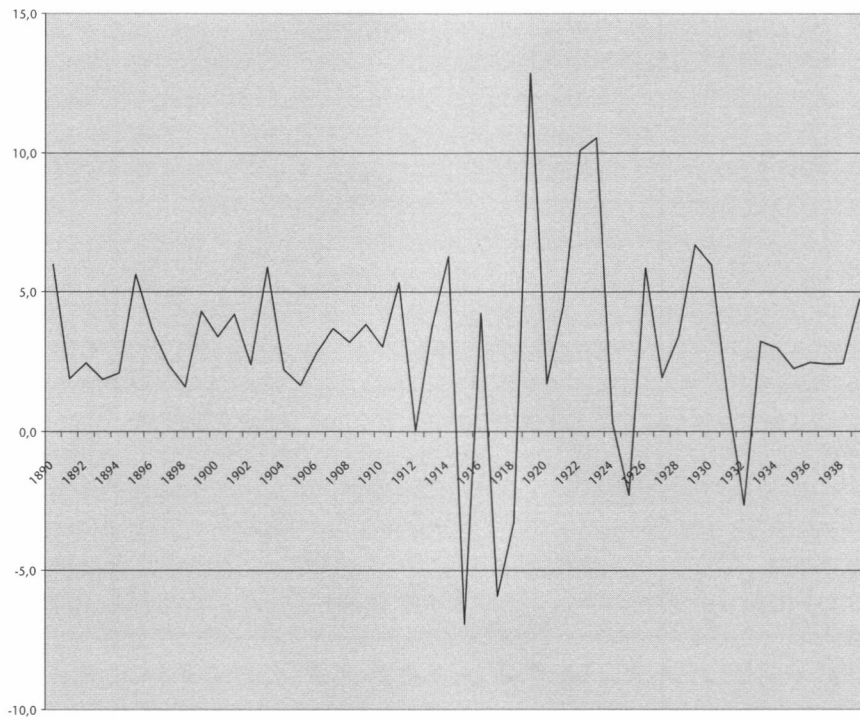
1. Tabellen viser størrelsesfordelingen samt krisehåndteringsmodellen for banker, der bryder sammen under krisen i 1908. Kilde for information: Danmarks Statistik (1969), Hansen (1968).

Figur 3.1. Udlånsudviklingen i Danmark 1900-1939¹



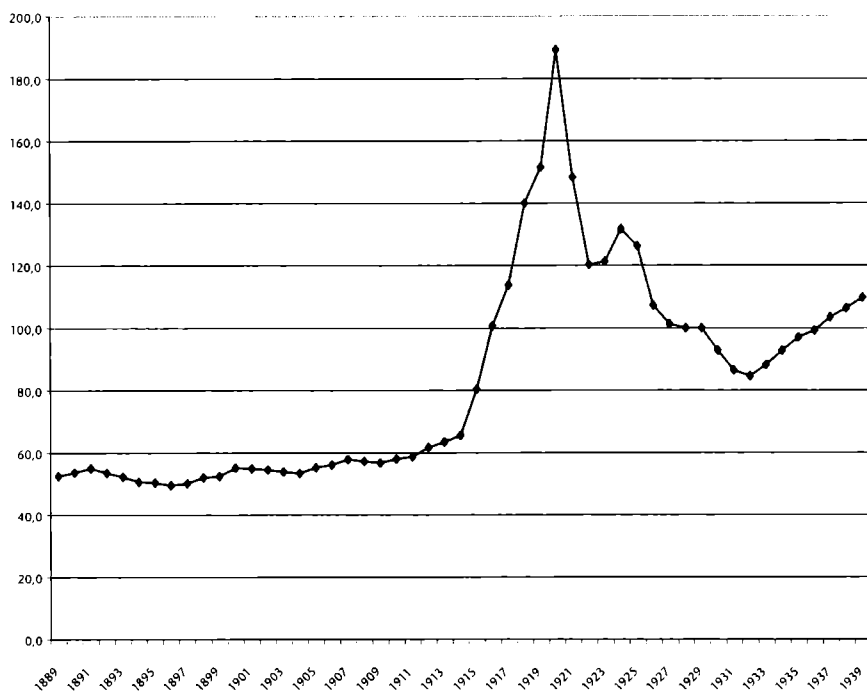
1. Figuren viser udviklingen i posten "andre udlån" sat i forhold til den nominelle bruttofaktorindkomst. Kilde for statistik: Danmarks Statistik (1969), Hansen (1974) samt Olsen (1968).

Figur 3.2. Produktionsudviklingen i Danmark 1890-1939¹



1. Figuren viser den procentvise stigning i bruttofaktorindkomsten opgjort i faste priser over perioden 1890-1939, kilde: Hansen (1974).

Figur 3.3. Prisudviklingen i Danmark 1890-1939¹



1. Figuren viser udviklingen i deflatoren for bruttofaktorindkomsten i Danmark i perioden 1889-1939. Kilde: Hansen (1974).

3.3. Bankkrisen i 1920-33

3.3.1. Årsagerne bag krisen

Den mest omfattende danske finansielle krise finder sted i perioden 1920-33, hvor de største danske banker kommer i vanskeligheder eller bryder sammen. Det fremgår af *tabel 3.2*, at det kommer sammenbrud i 63 banker, som tilsammen dækker 62,6 pct. af sektorens samlede indskud i 1920. Det fremgår også af *tabel 3.2*, at langt de fleste og største sammenbrud ligger i begyndelsen af perioden, nemlig i årene 1920-23, hvor der er 32 banksammenbrud. Det er i 1922, at det først bliver klart, at der er problemer i landets suverænt største bank, Den Danske Landmandsbank, ligesom det er i 1922, at en anden af hovedbankerne, Københavns Diskontobank og Revisionsbank, går ned.

I september 1922 nedsættes der en uafhængig undersøgelseskommission (Bankkommissionen) til at undersøge Landmandsbankens for-

hold. Allerede i januar 1924 fremlægger kommissionen en omfangsrig rapport.⁷ Det er konklusionen i Bankkommissionens rapport, at en hovedårsag til bankens sammenbrud er tab i forbindelse med fejlslagne spekulationer hos københavnske handelsselskaber, der foretager store vareindkøb i forventning om afsætning særlig til østeuropæiske lande. Vareopkøbene sker i forventning om senere prisstigninger, idet det er vurderingen, at produktionsapparatet i særlig Tyskland efter første verdenskrig ikke vil kunne omstilles til fredsproduktion, og at det derfor vil komme til varemangel. Ifølge Bankkommissionen er det i perioden umiddelbart efter første verdenskrig en udbredt opfattelse, at København vil blive den store stabelplads for forsyningen til de varehungrende øst- og mellemeuropæiske markeder. De spekulationsprægede vareopkøb bevirker en stigning i engrospriserne på 46 pct. fra marts 1919 til marts 1920. Da det viser sig, at forventningen om varemangel efter første verdenskrig ikke holder stik, falder engrospriseniveauet fra marts 1920 til slutningen af 1921 til ca. en fjerdedel. Ifølge Bankkommissionen udebliver efterspørgslen fra de øst- og mellemeuropæiske markeder, og store varepartier hober sig i Københavns Frihavn.

Landmandsbankens suverænt største engagement er med Transatlantisk Kompagni. Transatlantisk Kompagni bliver stiftet i 1916 som et holdingselskab for en række selskaber, der driver handel i en række lande, og som tidligere har været ejet af selskabet United Export Company. United Export Company beholder handelsinteresserne i Danmark samt i Rusland, Italien og Frankrig. Gennem de næste år ekspanderer Transatlantisk Kompagni stærkt gennem opkøb af en række selskaber, ifølge Bankkommissionen (1924) "oversøiske Firmaer ... som ikke sjældent er i Vanskeligheder og som betales rigeligt".⁸ I 1919 sluttes Transatlantisk Kompagni sammen med United Export Company, der står i en udsat situation, efter at selskabets hovedgrundlag – handel med Rusland – er faldet væk med den sovjetiske magtovertagelse i 1917. I 1919 kontrollerer Transatlantisk Kompagni selskaber, der udover Danmark opererer i 13 lande (Brasilien, Argentina, Chile, USA, Egypten, Finland, Frankrig, Italien, Japan, Australien, Spanien, Storbritannien samt Sverige). Landmandsbanken har tætte forbindelser med Transatlantisk Kompagni, idet to af bankens direktører har sæde i bestyrelsen, og en række af handelsselskaberne er blevet stiftet på Landmandsbankens initiativ. Selskabet lider store tab i forbindelse

7 Bankkommissionen (1924).

8 Bankkommissionen (1924), s. 205.

med en omfattende opbygning af varelagre og afbrydelsen af handelen med Rusland. Landmandsbankens samlede engagement med selskaberne grupperet omkring Transatlantisk Kompagni og United Export Company (i form af lån, garantier og aktiebesiddelse) vokser fra 21 mio. kr. ultimo 1917 til 178 mio. kr. ultimo 1920. Til sammenligning udgør bankens samlede egenkapital ved slutningen af 1920 165 mio. kr. For at holde Transatlantisk Kompagni flydende, indskyder Landmandsbanken i 1921 yderligere beløb i selskabet, og ultimo 1921 er bankens engagement herved vokset til 201 mio. kr.

Udover disse engagementer har Landmandsbanken også tab på en række andre udlån. Disse engagementer er imidlertid langt mindre end med Transatlantisk Kompagni. Bankkommissionen opregner 8 andre store engagementer, der tilsammen ultimo 1920 andrager 121 mio. kr. (mod et udestående engagement på 178 mio. kr. med Transatlantisk Kompagni). Det næststørste engagement i 1920 er med læderkoncernen Ballin & Hertz, hvor der ultimo 1920 er ydet lån på 38 mio. kr., dvs. kun omtrent en femtedel af engagementet med Transatlantisk Kompagni. Selskabet bryder sammen i april 1921.

Bankkommissionen (1924) fremhæver yderligere børsspekulation som en anden hovedfaktor bag Landmandsbankens sammenbrud. Ved udgangen af 1920 har Landmandsbanken foretaget lån til køb af aktier på sammenlagt 250 mio. kr. Da aktiekurserne falder efter 1918, bliver der en stigende udækket position på disse udlån til aktiekøb. Således stiger det udækkede beløb for udlån til aktiekøb fra 10,3 mio. kr. ultimo november 1918 til 97,2 mio. kr. ultimo september 1922. Børsengagementerne synes i væsentligt omfang at have været baseret på svindel. En stor del af lånene til aktiekøb bliver således givet til en gruppe af særlige kunder eller kundeconsortier, der ikke stiller med marginindbetaling, og hvor tab på kursfald efterfølgende i stort omfang dækkes af banken. Flere af de særlige kunder består af personer med nær tilknytning til bankens direktion, mens det for andre af de særlige børsengagementer gælder, at kun direktionen har kendskab til de bagvedliggende kunder.⁹ Det udækkede beløb til de særlige speku-

9 Det fremhæves i Bankkommissionen (1924): "... Kun i ganske enkelte Tilfælde ses der at være foretaget Børsspekulationer for bankdirektørerne E. Glückstadt og O. Ringbergs Regning på den Maade, at Spekulationerne er bogført i disses eget Navn og uden at andre deltog deri. Den almindelige Form for disse Spekulationer var den, at der dannedes Consortier – enten med angivelse af, hvem Deltagerne var, eller uden at dette blev angivet – og i disse Consortier deltog Bankdirektørerne saa med en større eller mindre Anpart ..." (s. 73).

lationskunder vokser fra 7,3 mio. kr. ultimo november 1918 til 66,5 mio. kr. i september 1922. I en række tilfælde går Landmandsbanken ind med aktieopkøb for at understøtte kursen på de papirer, som er blevet opkøbt af deltagerne i de særlige børsengagementer.

Det bidrager til Landmandsbankens vanskeligheder, at banken efter første verdenskrig foretager omfattende støtteopkøb af egne aktier. Forud for første verdenskrig var bankens aktier i stort omfang blevet solgt til tyskere, og disse aktier bliver efter krigens afslutning tilbage-solgt. Hertil kommer, at Landmandsbanken bliver ramt af det almindelige aktiekursfald, der sætter ind fra efteråret 1918. For at støtte kursen foretager Landmandsbanken køb af egne aktier dels for egen regning og dels ved at opkøbe aktier gennem børsengagementerne. Da der kommer uro omkring banken i forbindelse med sammenbruddet i Ballin & Hertz, foretages der yderligere støtteopkøb, og i november 1921 ligger banken inde med egne aktier med et pålydende på 22,8 mio. kr. ud af en samlet aktiekapital på 100 mio. kr.

Bankkommissionen (1924) fremhæver, at Landmandsbanken gennem det uforholdsmæssigt store engagement med Transatlantisk Kompagni samt gennem de spekulationsprægede børsengagementer har påtaget sig en uforholdsmæssig stor risiko. Hovedårsagen til Landmandsbankens sammenbrud er således dårlig ledelse. Bankkommissionen (1924) fremhæver, at de ledende direktører gennem deres deltagelse også i bestyrelsen af Transatlantisk Kompagni kan have været fristet til at bevilge for store lån. Endvidere peger Bankkommissionen på svindel, idet to af bankdirektørerne – Glückstadt og Ringberg – har forfulgt egne interesser. Det hedder vedrørende de to direktørers engagement i børsengagementerne: "... De to Direktørers Deltagelse i Børsspekulation maa i meget høj Grad siges at have forfulgt personlige Formaal og at have været imod Bankens Interesse og bevirket, at Bankens Stilling i mange Henseender er bleven daarligere end Forholdet vilde have været, dersom de ledende Personer havde staaet fri i de paagældende Forhold. En række Dispositioner er foretagne i mere eller mindre Grad under Hensyntagen til Bevarelsen af en Børssituation af den Karakter, som Direktørernes spekulative Interesser krævede ...".¹⁰

I senere fremstillinger har der været givet forskellige forklaringer på de banksammenbrud, der rammer i Danmark i perioden 1920-23, herunder på Landmandsbankens sammenbrud. På linie med undersø-

10 Bankkommissionen (1924), s. 317.

gelseskommissionen peger Svend Aage Hansen på Transatlantisk Kompagni og børsengagementerne som årsager bag Landmandsbankens sammenbrud.¹¹ Mørch (1986) fremhæver også spekulationsprægede engagementer som hovedårsagen til Landmandsbankens krak.

Per H. Hansen giver en afvigende forklaring på Landmandsbankens sammenbrud, idet han peger på et kraftigt konjunkturtilbageslag med et stort prisfald i perioden fra 1920 til 1921 som årsag til banksammenbruddene i 1920-23. Per H. Hansen fremhæver, at Landmandsbanken nok har et stort engagement med Transatlantisk Kompagni, men at det er svært at forudsige, at den russiske revolution vil komme i vejen og sætte en stopper for de russiske aktiviteter.¹² Umiddelbart er det imidlertid svært at acceptere denne forklaring. For det første fremgår det af figur 3.2, at der ikke er tale om noget generelt konjunkturtilbageslag i årene 1920-23. Tværtimod er der i disse år tale om en meget høj vækst. For det andet bør banker i deres udlånspolitik også tage hensyn til den politiske risiko, herunder til risikoen for revolutioner. Det bedste middel mod en sådan politisk risiko er at sprede engagementerne.

Man kan netop se banksammenbruddene i 1920-23 som et eksempel på en krise, der fremkommer på trods af en gunstig konjunktursituation med forholdsvis høje vækstrater i produktionen. Derfor synes det givet, at en dårlig ledelse, kendetegnet ved høj eksponering over for enkeltkunder, har spillet en afgørende rolle for kriserne. Dette svarer også til vurderingen i samtiden, hvor det er en udbredt opfattelse, at sammenbruddene skyldes dårlig ledelse.¹³ Det fremgår af figur 3.1, at bankerne i perioden forud for 1922 gennemfører en meget ekspansiv udlånspolitik. I perioden 1914-22 sker der en meget kraftig stigning i bankernes udlån, som øges fra 29 pct. af bruttofaktorindkomsten i 1915 til 59 pct. af bruttofaktorindkomsten i 1921.

Hertil kommer som en yderligere forklaring på bankkrisen i 1920-23 spekulation omkring vareindkøb, hvilket også ses som en hovedårsag bag de samtidige kriser i Storbritannien, Norge og Sverige, jf. afsnit 4.2. Priserne på dansk producerede varer stiger over tre-årsperioden

11 Hansen (1974).

12 Hansen (1996), s. 209.

13 Chefen for Banktilsynet, Svend Tetens, giver i et indlæg holdt den 9. juni 1928 følgende forklaring på krisen: "... Hovedgrunden til, at så mange banker er brudt sammen eller står stærkt svækkede, skyldes først og fremmest svigtende indsigt og ansvarsbevidsthed hos de pågældende bankers direktioner og bestyrelser ..." (citeret i Hansen, 1996, s. 149).

1917-1920 med ikke mindre end 66 pct. og falder derefter over to år fra 1920 til 1922 med 36 pct., jf. figur 3.3. Der synes altså at være tale om meget omfattende spekulationsprægede opkøb.

Ses der på banksammenbruddene efter 1923, herunder sammenbruddet af Andelsbanken i 1925 og Privatbankens krise i 1928, fremhæves der i litteraturen to årsager til kriserne.

For det første fremhæves der en stram pengepolitik som følge af ønsket om at bringe kronen tilbage til guldkursen før 1. verdenskrig.¹⁴ Til støtte for denne forklaring fremgår det af figur 3.1, at der i 1924 er tale om stagnation i produktionen, mens det i 1925 kommer til et fald på 2,3 pct. Hertil kommer, at der i perioden 1924-32 sker et samlet fald i prisniveauet på dansk producerede varer på 36 pct. Dette medfører en stigende real rentebyrde, hvilket svarer til Fishers debt-deflation forklaring på bankkriser. Nationalbanken hæver i januar 1924 diskontoen til 7 pct. og fastholder dette niveau frem til maj 1925.

Som en anden forklaring på bankkriserne efter 1923 peges der i flere af de samtidige kilder på dårlig ledelse, idet mange af bankerne er eksponeret over for tab på enkeltkunder. Andelsbanken lider således et stort tab på udlån til Danske Mejeriforeningers Mælkeeksport, mens Privatbanken har store tab på udlån bl.a. til Aarhus Oliefabrik samt til virksomheden Harald Kjær & Co.

I 1931 rammes Københavns Handelsbank af den internationale bankuro, som følger efter sammenbruddet i den østrigske bank Creditanstalt, jf. afsnit 4.2.¹⁵ Fra maj 1931 opsiger en række udenlandske banker deres kreditter til Handelsbanken. Samtidig ønsker en række danske rederier en udvidelse af deres lån i Handelsbanken, idet deres kreditter er blevet opsagt i tyske banker, som i denne periode rammes af store udtræk. Der er samtidig rygter om, at Handelsbanken er insolvent. Efter at Storbritannien er gået fra guld til september 1931, kommer det til omfattende udtræk fra Handelsbanken, som må have tilført likviditet fra Nationalbanken. Nationalbanken udsteder en erklæring om, at den vil stå parat med yderligere likviditetstilførsel, i det omfang Handelsbanken finder det rigtigt og nødvendigt. Herefter aftager uroen, og en gennemgang foretaget af Banktilsynet i oktober 1931 viser, at banken er solvent.

14 Dette er synspunktet hos Hansen (1996).

15 Beskrivelsen er baseret på Hansen (1996).

3.3.2. Krisehåndteringen

Det er interessant, at myndighederne under bankkriserne i 1920-33 benytter forskellige strategier til at håndtere kriserne.¹⁶ Det vises i Hansen (1996), at myndighedernes holdning gennemgår flere ændringer gennem perioden, og at strategien for krisehåndtering er genstand for stadig diskussion.

Da den fjerdestørste danske bank, *Københavns Diskontobank og Revisionsbank*, i 1921 har lidt tab, yder Nationalbanken støtte i form af ekstraordinær adgang til kredit, ligesom Nationalbanken sammen med Privatbanken og Handelsbanken danner et konsortium til opkøb af aktier i banken. Det er synspunktet, at man kan opretholde tilliden til banken ved at hindre et fald i aktiekursen. Da banken i januar 1922 får behov for yderligere kapitaltilførsel, indskyder Nationalbanken aktiekapital i banken (hvoraf en del garanteres af Landmandsbanken og Privatbanken), ligesom der gives banken mulighed for supplerende lån i Nationalbanken og i de tre københavnske hovedbanker, Handelsbanken, Landmandsbanken og Privatbanken. Statsministeren erklærer sig villig til at søge statsgaranti, hvis der eventuelt skulle vise sig behov for yderligere støtte. Da det imidlertid i juli 1924 viser sig, at banken har tabt reserveerne og det meste af aktiekapitalen, nægter de tre københavnske hovedbanker at deltage i en rekonstruktion, hvor bankens sunde dele skal føres videre, og der stilles garanti for indskyderne. Staten vil heller ikke bidrage i en rekonstruktion ud fra det synspunkt, at dette kan skabe præcedens. Banken træder herefter i likvidation.

Vanskelighederne i *Den Danske Landmandsbank* løses i første omgang gennem en udvidelse af låntagningen i Nationalbanken. Gennem 1920 ligger Landmandsbankens gæld til Nationalbanken således konstant omkring 22-30 mio. kr. I 1921 vokser gælden, der ved udgangen af november 1921 ligger på 55 mio. kr. Allerede ved udgangen af december 1921 er dette beløb vokset til ca. 90 mio. kr. Ultimo april 1921 ligger gælden til Nationalbanken på 156 mio. kr. for yderligere at vokse til 240 mio. kr. ultimo september 1921. Kun en del af denne gæld (ca. 100 mio. kr. i 1922) er optaget mod sikkerhed. Landmandsbanken søger at forbedre sin likviditetsmæssige situation ved at give afslag på forespørgsler om lån. Endvidere opretter banken gennem 1920 og 1921 en række nye filialer med det formål at tiltrække indskud fra offentligheden. I februar 1922 lykkes det at skaffe likvide

16 Beskrivelsen er baseret på Bankkommissionen (1924), Hansen (1996) og Mordhorst (1968).

midler ved at overtage Københavns private Laanebank, der er brudt sammen. Yderligere likviditet bliver fremskaffet gennem udstedelse af obligationer til en meget lav kurs.

I november 1921 bliver der dannet et syndikat bestående af erhvervsvirksomheder og privatpersoner, der skal opkøbe aktier i Landmandsbanken med det formål at hindre et kursfald, som kan skabe mistillid omkring banken.¹⁷ Syndikatet får tilsagn om at kunne låne til støtteopkøbene gennem Nationalbanken. Frem til september 1922 opkøber syndikatet aktier for sammenlagt ca. 30 mio. kr.

En gennemgang af Landmandsbanken foretaget af Banktilsynet i juli 1922 viser meget store tab på sammenlagt 144 mio. kr. Nationalbanken indskyder herefter en reservekapital på 30 mio. kr. i banken, idet det samtidig besluttet at holde Banktilsynets opgørelse af tabene hemmelig for offentligheden for at undgå panik.

Da der i august 1922 er risiko for run på Landmandsbanken, og bankens aktier falder i kurs, må der gennemføres en anden rekonstruktion af banken. Bankens virkelige tab holdes skjult for offentligheden, idet Banktilsynet foretager en baglæns beregning, der viser, at 10 pct. af aktiekapitalen er intakt. Der indskydes ny aktiekapital i banken på tilsammen 70 mio. kr., hvoraf staten bidrager med 40 mio. kr., Nationalbanken med 5 mio. kr., Østasiatisk Kompagni med 20 mio. kr. og Store Nordiske Telegrafskab med 5 mio. kr. Handelsbanken og Privatbanken afslår deltagelse i konsortiet. Nationalbanken giver tilsagn om yderligere lån mod statsgaranti.

Gennem den kommende tid mister Landmandsbanken yderligere indskud, og Nationalbanken må støtte banken gennem meget store lån. I januar 1923 garanterer staten alle indskud i Landmandsbanken for en periode af fem år. Det viser sig, at bankens tab er langt større, end det oprindeligt er forventet. I 1928 gennemføres der en endelig ordning af bankens forhold. Aktiekapital og reserver bliver afskrevet som tabt. De konstaterede tab bliver dækket af staten, mens de usikre engagementer overføres til en afviklingskasse. Staten indskyder ny aktiekapital i banken, der således bliver overtaget af staten. Statens aktier i Landmandsbanken sælges gradvist over perioden 1936-52.

Der gennemføres et resolut opgør med de ansvarlige i Landmands-

17 Syndikatet består af Østasiatisk Kompagni, Nordiske Kabel- og Traadfabrikker, Spritfabrikken "Fortuna" samt to andre selskaber. Disse selskaber påtager sig opkøb for 10 mio. kr. En kreds af personer med tilknytning til Landmandsbanken – bl.a. direktørerne Glückstadt og Ringberg – påtager sig opkøb for 2 mio. kr.

banken. Bankdirektørerne Glückstadt og Ringberg dør kort efter Landmandsbankens sammenbrud. Inden sin død har Glückstadt ved en overenskomst overdraget sin formue på ca. 5,2 mio. kr. til Landmandsbanken. Aktiverne i boet efter direktør Ringberg bliver ligeledes ved overenskomst overdraget til Landmandsbanken. Der bliver rejst sag mod fire tidligere direktører i banken, otte tidligere medlemmer af bankens bestyrelse og et tidligere medlem af bankrådet. Sagen resulterer i fængselsstraf til medlemmet af bankrådet og bødestraf til de øvrige.

I 1924 begynder *Privatbanken* at miste indskud, og banken trækker store beløb på Nationalbanken. Ved en gennemgang i november 1925 konstaterer Banktilsynet, at der er behov for store yderligere hensættelser i Privatbanken bl.a. på grund af tab i forbindelse med udlån til Aarhus Oliefabrik samt til virksomheden Harald Kjær & Co. Da hensættelserne vil gøre indhug i bankens egenkapital, renoncerer Banktilsynet på sine krav og går med til mindre hensættelser. Da Bank of England i december 1925 beder Nationalbanken sige god for Privatbankens kreditværdighed, bliver der i Nationalbankens direktion truffet beslutning om, at man i givet fald vil søge repræsentantskabets tilslutning til at støtte banken, idet man regner med, at en række andre parter (de andre hovedbanker samt en række store virksomheder) også vil støtte Privatbanken. Det er afgørende for Nationalbanken, at en likvidation af Privatbanken kan medføre kapitaludstrømning, som sætter kronekursen under pres.

Gennem 1926 og 1927 vokser tabene i Privatbanken, idet flere af bankens store debitorer går konkurs. Det er herefter nødvendigt med en rekonstruktion. Regeringen under ledelse af statsminister Madsen-Mygdal afviser at deltage i en rekonstruktionsplan, der indebærer, at en række af Privatbankens dårlige engagementer lægges over i det afviklingsselskab, der er oprettet i forbindelse med Landmandsbankens rekonstruktion (se ovenfor). Herefter må Privatbanken lukke i september 1928. Efter yderligere forhandlinger lykkes det imidlertid at nå til enighed om en rekonstruktion. Der gennemføres en nedskrivning af Privatbankens aktiekapital til 20 pct. Der bliver indskudt ny aktiekapital i Privatbanken af Nationalbanken, de andre hovedbanker samt af en række store virksomheder. Et udenlandsk bankkonsortium bestående af Skandinaviske Enskilda Banken, Hambros Bank samt Guaranty Trust Company i New York indskyder ansvarlig indskudskapital. Samtidig med rekonstruktionen af Privatbanken gennemføres der en rekonstruktion af bankens største debitor, Aarhus Oliefabrik.

I perioden 1920-33 kommer det også til en række kriser i provinsbanker. Kriserne løses på tre måder, jf. *tabel 3.3*. En metode er rekonstruktion, hvor banken tilføres ny aktiekapital. Nationalbanken bidrager i en række af disse rekonstruktioner med tilførsel af kapital. En anden metode er en anden banks overtagelse af den nødlidende bank. Endelig gennemføres der i en række tilfælde en likvidation af den kriseramte bank.

Under kriserne anlægger Nationalbanken først den holdning, at man vil tage stilling til støtte fra sag til sag, idet man ikke vil forpligte sig til en bestemt politik i form af enten altid at yde støtte eller i form af helt at afstå fra støtte.¹⁸ I samtiden kommer dette som en overraskelse, idet det efter håndteringen af bankkrisen i 1908 er en udbredt opfattelse, at Nationalbanken vil gribe ind for at redde kriseramte banker.

Da krisen bliver mere omfattende, sker der ifølge Hansen (1996) et skift i Nationalbankens holdning, idet Nationalbanken herefter griber ind uden at vurdere bankens samfundsmæssige betydning. Der kan imidlertid sættes spørgsmål ved, om dette er rigtigt. Det kan således konstateres, at Nationalbanken i en række tilfælde gennem 1920'erne og 1930'erne afviser at deltage i redningsaktioner, og at en række banker bliver likvideret. Dette gælder bl.a. Andelsbanken og Københavns Diskontobank og Revisionsbank. I en artikel fra 1926 fremhæver den tidligere nationalbankdirektør Carl Ussing, at Nationalbanken i sin politik over for kriseramte banker baserer sig på en trestrengt strategi: (i) der er pligt til at støtte illikvide, men solvente banker, (ii) der ydes støtte til solvente banker, der har tabt mere end 50 pct. af egenkapitalen, samt (iii) der ydes ikke støtte til insolvente banker.¹⁹ Carl Ussing forsvarer bankstøtten med hensynet til at opretholde produktion og beskæftigelse samt at undgå politisk og social uro, bl.a. i forbindelse med kommunistisk agitation. Ved beslutning om deltagelse i redningsaktioner lægger Nationalbanken også vægt på bankens betydning for lokalsamfundet.²⁰

18 En diskussion af Nationalbankens holdning findes i Hansen (1996). Hansen (1996) diskuterer, at behandlingen af krisen i Nordisk Bank i januar 1921 er afgørende for Nationalbankens videre stillingtagen. Hansen (1996) mener, at forventningen om Nationalbankens støtte til kriseramte banker var afgørende for den ekspansionsprægede strategi, der anlægges af bankerne i perioden frem til 1922, og som giver sig udslag i en stor udlånsstigning.

19 Artiklen er refereret i Hansen (1996). Hansen (1996) finder ikke Ussings argumentation troværdig, idet der i en række tilfælde – også udover Landmandsbanken – blev ydet støtte til insolvente banker.

20 Se diskussionen i Hansen (1996).

I alt bliver i perioden 1920-33 indskudt 372,7 mio. kr. som egenkapital i kriseramte banker.²¹ Heraf bidrager staten med 260 mio. kr., Nationalbanken med 55,6 mio. kr., de fire største københavnske banker (Diskonto- og Revisionsbanken, Handelsbanken, Landmandsbanken og Privatbanken) med 14,8 mio. kr. og andre (bl.a. store erhvervsvirksomheder) med 42,3 mio. kr. Herudover bliver der i de kriseramte banker indskudt ansvarlig indskudskapital på sammenlagt 26,2 mio. kr., hvoraf Nationalbanken bidrager med 6,4 mio. kr., de fire største banker med 4,7 mio. kr. og andre med 15,1 mio. kr. Der er her tale om meget store støttebeløb. I perioden 1920-33 udgør bruttofaktorindkomsten i gennemsnit 5.813 mio. kr. Det samlede kapitalindskud i kriseramte banker svarer således til 6,9 pct. af bruttofaktorindkomsten. Hertil kommer, at Nationalbanken bidrager med støtteopkøb af aktier i kriseramte banker.

21 Opgørelsen findes i Hansen (1996).

Tabel 3.2. Banksammenbrud i perioden 1920-33¹

	Antal banksam- menbrud	Sammenbrudte bankers andel af indskud (pct.)	Større banker med sammenbrud
1920	2	0,04	
1921	5	0,96	
1922	18	41,71	Københavns Diskontobank og Revisionsbank (8,0 pct.) Den Danske Landmandsbank (29,9 pct.) Københavns Private Laanebank (2,0 pct.)
1923	7	0,55	
1924	4	0,65	
1925	1	3,43	Den Danske Andelsbank (3,4 pct.)
1926	4	0,06	
1927	3	0,07	
1928	6	12,26	Privatbanken (11,5 pct.)
1929	2	0,49	
1930	2	1,31	Vejle Bank (1,0 pct.)
1931	1	0,09	
1932	4	0,46	
1933	4	0,48	
1920-33	63	62,57	

1. Tabellen viser udviklingen i banksammenbrud over perioden 1920-33. I tabellen er vist (i) antallet af sammenbrudte banker, dvs. banker, som på grund af tab er blevet enten likvideret, rekonstrueret eller fusioneret, (ii) sammenbrudte bankers andel af indskud i 1920, samt (iii) angivelse af større banker, der er brudt sammen, defineret som banker med en indskudsandel i 1920 på over 1 pct. (i parentes er angivet bankens andel af indskud i 1920). Banker optræder kun én gang i tabellen, nemlig i året for første krisehåndtering. Kilde: Hansen (1996), Danmarks Statistik (1969).

Tabel 3.3. Krisehåndtering under bankkrisen i 1920-33¹

Metode for endelig løsning af Krise	Anvendelse
Statsovertagelse	1 bank, nemlig i 1928 Den Danske Landmandsbank efter forsøg på rekonstruktion med deltagelse fra Nationalbanken og fra staten
Rekonstruktion med deltagelse af Nationalbanken	14 banker, herunder i 1928 Privatbanken og i 1930 Vejle Bank
Rekonstruktion uden deltagelse af Nationalbanken	8 banker
Sammenlægning med anden bank	13 banker, herunder 1 mod at Nationalbanken stiller garantier mod tab
Likvidation	27 banker, herunder i 1924 Københavns Diskontobank og Revisionsbank (efter rekonstruktionsforsøg med deltagelse fra Nationalbanken) samt i 1925 Den Danske Andelsbank

1. Tabellen viser modellen for den endelige udgang på krise i en bank. Udover tilfældene med Københavns Diskontobank og Revisionsbank og Den Danske Andelsbank bliver 6 banker likvideret efter at de først er blevet rekonstrueret, heraf i to tilfælde med deltagelse af Nationalbanken. En bank bliver rekonstrueret to gange. En bank bliver overtaget af en anden bank efter at være blevet rekonstrueret. Kilde: Hansen (1996), Mordhorst (1968).

3.4. Den finansielle krise i 1980erne og 1990erne

3.4.1. Omfanget af pengeinstitutkrisen

Allerede i 1980ernes første halvdel ligger tabene i pengeinstitutter på et højere niveau end gennem 1970erne.²² En oversigt over pengeinstitutternes afskrivninger og hensættelser samt de endeligt konstaterede tab i pengeinstitutterne findes i *tabel 3.4*. Det fremgår, at tabene stiger kraftigt fra 1988 og når et højdepunkt i første halvdel af 1990erne. En tilsvarende udvikling ses for de danske realkreditinstitutter, jf. *tabel 3.5*. Mens de endeligt konstaterede tab i pengeinstitutter og realkreditinstitutter i perioden 1981-87 udgør ca. 0,5 pct. af bruttonationalproduktet, stiger tabene op til ca. 2 pct. af bruttonationalproduktet i 1993-94, jf. *figur 3.4*.

Det har været fremført, at den danske finansielle krise er mindre omfattende end de kriser, der i anden halvdel af 1980erne og begyn-

²² Tabsudviklingen i 1970erne er beskrevet i Østrup (1989).

delsen af 1990'erne ramte Finland, Norge og Sverige. Flere kilder taler om, at Danmark i modsætning til de øvrige nordiske lande undgår en egentlig systemmæssig krise.²³ Dette er også en opfattelse, som er udbredt i samtiden. I oktober 1991 bliver det således fremført af direktøren for Finanstilsynet, Eigil Mølgaard, at Danmark i modsætning til de andre nordiske lande ikke er havnet i en egentlig finanskrise.²⁴ Tilsvarende fremhæver formanden for Finansrådet, Steen Rasborg, at det er uheldigt, at der i udlandet er en tendens til at sammenblande danske forhold med forholdene i de andre nordiske lande. I formandens egen bank, Unibank, havde man i oktober 1991 foretaget de hensættelser, der var nødvendige.²⁵

Det er spørgsmålet, om det er korrekt, at krisen i den danske finansielle sektor er mindre omfattende end de kriser, som rammer de øvrige nordiske lande. Hvis der således tages udgangspunkt i størrelsen af de tab, som rammer de danske pengeinstitutter under krisens kulmination i begyndelsen af 1990'erne, ligger de endeligt konstaterede tab for pengeinstitutter i Danmark lavere end de tab, der forekommer i de andre nordiske lande. I modsætning til de andre nordiske lande kommer det imidlertid allerede i begyndelsen af 1980'erne til tab og sammenbrud i de danske pengeinstitutter. Hvis der derfor ses på de samlede tab over perioden 1981-95, fremgår det af *tabel 3.6*, at tabene i de danske pengeinstitutter opgjort som procent af udlån ligger på linie med tabene i de andre nordiske lande og opgjort i forhold til bruttonationalproduktet kun ligger lidt under tabene i de andre nordiske lande. Hertil kommer, at der i Danmark er store tab for realkreditinstitutterne, mens der i Sverige er forholdsvis små tab for boligfinansieringsinstitutterne (bostadsinstitutterne). I Finland og Norge spiller de tilsvarende boligfinansieringsinstitutter en mindre rolle i kreditgivningen. Hvis de samlede tab i danske pengeinstitutter og realkreditinstitutter i perioden 1981-95 sættes i forhold til tabene i de andre nordiske landes pengeinstitutter, fremgår det af *tabel 3.6*, at tabene i Danmark faktisk ligger over de andre nordiske lande, når tabene ses i forhold til udlån, og kun ligger under Finland, når tabene sættes i forhold til bruttonationalproduktet.²⁶

23 Se f.eks. Økonomiministeriet (1994), hvor det fremhæves: "... Danmark har ikke haft en egentlig systemmæssig krise som i flere af de øvrige nordiske lande ..." (s. 12).

24 Artikel i Berlingske Tidende den 21. oktober 1991.

25 Artikel i Berlingske Tidende den 21. oktober 1991.

26 I Økonomiministeriet (1994) sættes afskrivninger og hensættelser i de danske pengeinstitutter i forhold til tabene i de andre nordiske lande. Denne sammenligning er

Det bidrager til et mindre dramatisk forløb af den finansielle krise i Danmark, at ingen af de største danske pengeinstitutter bryder sammen under krisen. Det er imidlertid tæt på. I juni 1992 er der således panikagtige udtræk fra Danmarks næststørste pengeinstitut, Unibank, som kunne have medført instituttets sammenbrud, hvis der ikke var blevet grebet ind gennem en garanti fra Nationalbanken. Danmarks største realkreditinstitut, Realkredit Danmark, befinder sig på grænsen for kapitaldækningskravet og må have tilført ansvarlig kapital fra en kreds af institutionelle investorer. Hertil kommer, at Danmarks to største forsikringsselskaber, Hafnia og Baltica, lider store tab og ophører som selvstændige finansielle koncerner.

En række faktorer stiller danske pengeinstitutter i en stærkere position med hensyn til at imødegå tab end i de andre nordiske lande.²⁷ For det første har danske pengeinstitutter i begyndelsen af 1980'erne opsamlet store obligationsbeholdninger, hvis kursværdi øges ved rentefaldet 1982-83. For det andet er danske pengeinstitutter i 1980'erne underkastet strengere kapitalkrav end i de andre nordiske lande, idet de danske kapitalkrav svarer til 8 pct. af pengeinstituttets samlede gælds- og garantiforpligtelser. Dette medfører, at danske pengeinstitutter ved gennemførelsen af Basel I-reservekravene fra 1991 får frigjort ansvarlig kapital, i første række fordi reservekravene i forbindelse med obligationsbeholdninger bliver reduceret. For det tredje er der i Danmark en mere liberal praksis med hensyn til hensættelser til dækning af sandsynlige tab, hvilket mange pengeinstitutter udnytter til opbygning af store reserver på korrektivkonti i begyndelsen og midten af 1980'erne. For det fjerde strækker krisen i den danske finansielle sektor sig over en længere årrække end i de andre nordiske lande, idet det allerede i begyndelsen og midten af 1980'erne kommer til sammenbrud i finansielle virksomheder. I modsætning til Danmark er kriserne særlig i Finland og Sverige koncentreret på nogle få år, nemlig begyndelsen af 1990'erne. For det femte har det som en årsag bag et mindre dramatisk kriseforløb i Danmark været fremhævet, at danske finansinstitutter har været underkastet mindre detailregulering end i andre nordiske lande, således at danske finansielle virksomheder er bedre rustet til at klare sig efter den pengepolitiske deregulering

imidlertid misvisende, da afskrivninger og hensættelser i de danske pengeinstitutter i perioden 1981-95 ligger langt over de endeligt konstaterede tab, jf. tabel 3.4.

27 For en diskussion, se Baldvinsson et al. (2005) samt Økonomiministeriet (1995).

med afvikling af udlånsloftet samt restriktioner på rentefastsættelsen.²⁸ Endelig har det som en sjette årsag til et mindre dramatisk forløb af krisen i Danmark været fremhævet, at Finanstilsynet i Danmark frem til krisen fører en skarpere politik med hensyn til pengeinstitutternes hensættelser, ligesom Finanstilsynet ikke reducerer omfanget af tilsynsbesøg på stedet. Dette står i modsætning til tilsynsmyndighederne i de øvrige nordiske lande samt også i USA.

Vanskelighederne i de danske pengeinstitutter fører i efteråret 1992 til betydelige vanskeligheder på det danske interbankmarked. De danske pengeinstitutter er tilbageholdende med at foretage udlån til andre pengeinstitutter af frygt for, at instituttet skal bryde sammen. Mens bankerne tidligere lånte uden sikkerhed til hinanden, kræver de nu fuld sikkerhed for tilbagebetalingen, hvis lånet løber længere end blot nogle få dage. Der er også tendens til, at pengeinstitutterne har inddraget de helt korte trækningsmuligheder hos hinanden. Formanden for Finansrådet, Knud Sørensen, beklager sig over den manglende kollegialitet, og udtrykker tvivl, om det danske pengemarked på det grundlag kan fortsætte. I november 1992 udsender Finansrådet en skrivelse til medlemmerne, hvor man opfordrer bankerne til at vise større solidaritet på pengemarkedet. I et notat vedrørende situationen på pengemarkedet konstaterer Nationalbanken, at tyngden i markedet nu er flyttet til de helt korte løbetider, og at pengeinstitutterne ikke længere yder hinanden usikrede lån.²⁹

Samtidig er udenlandske banker nervøse over at yde lån til danske pengeinstitutter. I november 1992 beklager direktøren for Danske Bank, Knud Sørensen, sig over, at udenlandske ratingbureauer meget ser danske banker under ét, og at vanskeligheder for en dansk bank kan føre til nedgraderinger for andre. Dette har konkret medført, at Den Danske Bank også er blevet sat på observationslisten i flere uden-

28 Synspunktet fremføres i Baldvinsson et al. (2005). Omvendt fremhæver Mølgaard (2003), at realkreditinstitutternes tab skyldes, at lovreguleringen med lånegrænser og løbetider havde fjernet næsten alle konkurrenceparametre fra konkurrencen mellem institutterne, således at konkurrencen kom til at dreje sig om overbelåning. Mølgaards (2003) skriver: "... Skal man prøve at give en forklaring på, hvorfor realkreditinstitutterne kom så langt ud, kan det være, at lovreguleringen var blevet så detaljeret, at den havde fjernet næsten enhver naturlig konkurrenceparameter. Der var kun tre institutter, og de sloges om markedet, så det måtte gå, som det gik, når der kun var lovovertrædelser, dvs. overbelåninger tilbage at konkurrere på ..." (s. 102). Der kan dog rejses spørgsmål ved, om konkurrence nødvendigvis driver virksomheder ud i lovovertrædelser.

29 Artikel i Børsen den 11. januar 1993.

landske institutter.³⁰ Under krisen bliver Den Danske Bank af Moody's nedgraderet til Aa3. Topdanmark får ratingen BBB og kan på denne baggrund ikke rejse kapital på de internationale finansielle markeder.³¹ Nationalbanken konkluderer i et notat fra december 1992, at danske pengeinstitutters adgang til finansiering i udlandet er blevet forringet. I september 1992 ligger renten på usikrede udlån på det danske pengemarked 5-15 pct. point højere end Nationalbankens udlånsrente.³² Visse danske erhvervsvirksomheder er også tilbageholdende med at placere indskud i danske pengeinstitutter.³³

30 Interview med Knud Sørensen i Morgenavisen Jyllands-Posten den 2. november 1992.

31 Artikel i Berlingske Tidende den 1. september 1993.

32 Artikel i Børsen den 11. januar 1993.

33 Artikel i Børsen den 26. januar 1993.

Tabel 3.4. Tab og hensættelser i danske pengeinstitutter¹

	Afskrivninger og hensættelser på udlån og garantier			Konstaterede tab på udlån		
	mio. kr.	pct. af udlån	pct. af BNP	mio. kr.	pct. af udlån	pct. af BNP
1981	3.247	2,51	0,78	1.765	1,36	0,42
1982	4.645	3,25	0,98	2.501	1,75	0,53
1983	4.408	2,73	0,84	2.764	1,71	0,53
1984	3.065	1,60	0,59	2.006	1,05	0,35
1985	3.984	1,67	0,63	2.936	1,23	0,47
1986	2.019	0,66	0,30	1.865	0,61	0,27
1987	4.303	1,17	0,60	2.514	0,68	0,35
1988	8.043	2,00	1,07	3.620	0,90	0,48
1989	7.388	1,70	0,94	5.427	1,26	0,69
1990	11.226	2,36	1,36	5.554	1,17	0,67
1991	13.592	2,71	1,58	7.015	1,40	0,82
1992	15.826	3,20	1,78	9.826	1,99	1,11
1993	15.108	3,15	1,68	12.672	2,65	1,41
1994	7.382	1,62	0,76	13.606	2,98	1,41
1995	5.448	1,25	0,54	10.148	2,33	1,00
1996	3.667	0,79	0,35	5.718	1,23	0,54
1997	2.556	0,48	0,23	3.415	0,64	0,31
1998	2.746	0,46	0,24	3.532	0,60	0,31
1999	2.622	0,41	0,22	3.156	0,49	0,26
2000	3.060	0,42	0,24	3.582	0,49	0,28
2001	5.014	0,62	0,38	5.552	0,69	0,42
2002	4.310	0,50	0,31	5.720	0,66	0,42
2003	5.084	0,56	0,36	5.073	0,56	0,36
2004	1.640	0,16	0,11	4.567	0,46	0,31
2005	-942	-0,08	-0,06	2.468	0,21	0,16
2006	-1.939	-0,13	-0,12	2.288	0,15	0,14

1. Tabellen viser henholdsvis afskrivninger og hensættelser på udlån samt konstaterede tab på udlån opgjort i millioner kroner samt opgjort i forhold til gennemsnittet af udlån primo og udlån ultimo det pågældende år samt i forhold til bruttonationalproduktet. Kilde: Finanstilsynet.

Tabel 3.5. Tab og hensættelser i danske realkreditinstitutter¹

	Afskrivninger og hensættelser på udlån og garantier			Konstaterede tab på udlån		
	mio. kr.	pct. af udlån	pct. af BNP	mio. kr.	pct. af udlån	pct. af BNP
1981	–	–	–	358	0,11	0,42
1982	–	–	–	500	0,14	0,53
1983	–	–	–	722	0,19	0,53
1984	664	0,16	0,53	751	0,18	0,35
1985	485	0,10	0,63	495	0,10	0,47
1986	699	0,13	0,30	930	0,17	0,27
1987	790	0,13	0,60	470	0,08	0,35
1988	1.675	0,27	1,07	867	0,14	0,48
1989	3.390	0,52	0,94	2.036	0,31	0,69
1990	5.191	0,72	1,36	3.509	0,49	0,47
1991	4.371	0,60	1,58	4.026	0,55	0,82
1992	5.150	0,69	1,78	4.194	0,56	1,11
1993	5.720	0,75	1,68	5.254	0,68	1,41
1994	2.953	0,37	0,76	4.980	0,63	1,41
1995	1.007	0,13	0,54	3.218	0,40	1,00
1996	503	0,06	0,35	1.245	0,15	0,54
1997	–227	–0,03	0,23	1.009	0,11	0,31
1998	313	0,04	0,24	309	0,03	0,31
1999	–229	–0,02	0,22	357	0,04	0,26
2000	–381	–0,04	0,24	498	0,05	0,28
2001	71	0,01	0,38	191	0,02	0,42
2002	83	0,01	0,31	344	0,03	0,42
2003	115	0,01	0,36	301	0,02	0,36
2004	–546	–0,04	0,11	254	0,02	0,31
2005	–448	–0,03	–0,06	140	0,01	0,16
2006	–729	–0,04	–0,12	73	0,00	0,14

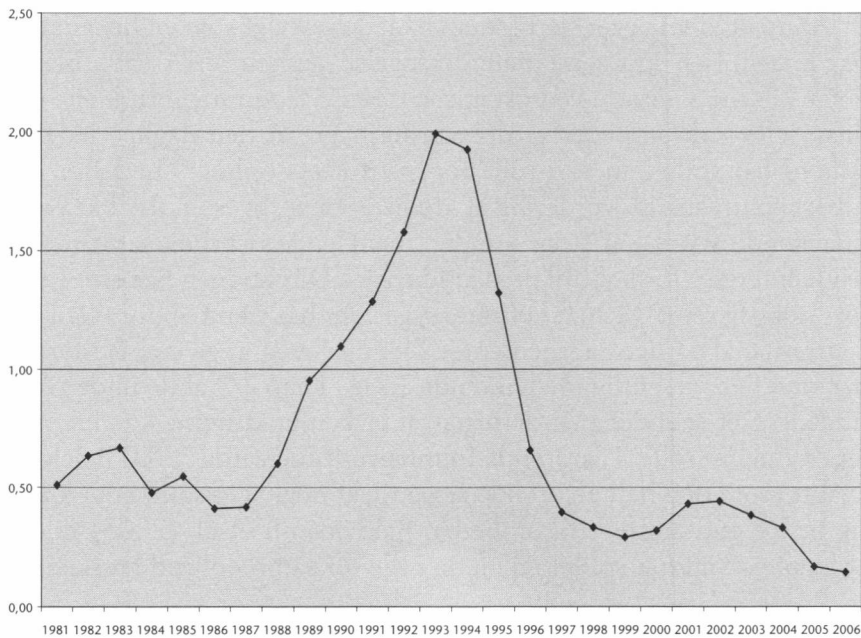
1. Tabellen viser henholdsvis afskrivninger og hensættelser på udlån samt konstaterede tab på udlån opgjort i millioner kroner samt opgjort i forhold til gennemsnittet af udlån primo og udlån ultimo det pågældende år. Kilde: Beretning fra Tilsynet med Realkreditinstitutter; Finanstilsynet.

Tabel 3.6. Tab for finansielle virksomheder 1981-95 i de nordiske lande¹

	Tab som pct. af udlån ²	Tab som pct. af BNP
Danmark (kun pengeinstitutter)	23,1	10,5
Danmark (pengeinstitutter og realkreditinstitutter)	27,8	14,4
Finland (pengeinstitutter) ³	23,1	18,7
Norge (pengeinstitutter)	19,4	11,9
Sverige (pengeinstitutter)	24,8	13,0

1. Tabellen angiver akkumulerede tab i perioden 1981-95 opgjort som pct. af henholdsvis udlån og bruttonationalproduktet (BNP) for de enkelte år. På grund af den store danske realkreditsektor er for Danmark vist både tab kun for pengeinstitutter samt det samlede tab for pengeinstitutter og realkreditinstitutter.
2. Tab er sat i forhold til gennemsnittet af udlån ultimo i det foregående år og det indeværende år.
3. Tabstal for 1981 er skønsmæssigt sat lig tabstal for 1982.

Figur 3.4. Endeligt konstaterede tab i danske finansinstitutter (pct. af bruttonationalproduktet)¹



1. Figuren viser summen af endeligt konstaterede tab i pengeinstitutter og i realkreditinstitutter opgjort som procent af bruttonationalproduktet. Kilde: statistiske oplysninger fra Finanstilsynet.

3.4.2. Årsager til krisen i pengeinstitutsektoren

Flere kilder fremhæver makroøkonomiske faktorer som en hovedårsag bag den danske finansielle krise. Det fremføres således i Økonomiministeriets rapport om "Den danske pengeinstitutsektor" fra 1994: "... Den væsentligste årsag til de senere års ringe regnskabsresultater er store tab og hensættelser. Det skal ses på baggrund af de afdæmpede samfundsøkonomiske konjunkturer siden midten af 1980'erne. Dertil kommer, at stagnationen afløste en periode med meget høj vækst, hvorunder der skete en kraftig stigning i kreditgivning. Det er erfaringen i mange lande, at sådanne stærke vækstperioder næsten altid med en vis tidsforsinkelse giver anledning til en stigning i tab og hensættelser ...".³⁴ Makroøkonomiske faktorer fremhæves også som en hovedårsag bag den danske finansielle krise i Baldvinsson et al. (2005): "... I den offentlige debat er de danske pengeinstitutters tab og hensættelser i slutningen af 80'erne og begyndelsen af 90'erne ofte blevet beskrevet som resultatet af letsindig kreditpolitik og volumen-syge. Dette er et meget fortegnet billede af realiteterne. Udviklingen i pengeinstitutternes tab og hensættelser er nært forbundet med og må retfærdigvis ses i sammenhæng med det konjunkturtilbageslag, der indtraf i perioden 1987-93 ...".³⁵

Andre kilder lægger særlig vægt på ledelsessvigt som en hovedårsag bag krisen. I en spørgeskemaundersøgelse gennemført i 1995 blandt Finanstilsynets ansatte vedrørende årsagerne til sammenbruddene i de finansielle virksomheder er det vurderingen, at den daglige ledelses adfærd har spillet en stor rolle for instituttets ophør.³⁶ Ledelsen har udvist en urealistisk vurdering af kreditrisiciene, ligesom der har været manglende styring af store kunder, manglende overblik samt manglende interesse for kontrol med kreditrisici. Direktionen har ofte været for "vækstfikseret" og haft volumensyge. Der har været en for stor koncentration af dårlige engagementer. Det vurderes, at en svag bestyrelse har været en væsentlig medvirkende årsag i knap 2/3 af de undersøgte tilfælde. Det er endelig vurderingen, at lavkonjunkturerne kun har spillet en mindre rolle. Tilsvarende fremhæver Mølgaard (2003) ledelsens kvalitet som den helt afgørende årsag til, at nogle virksomheder klarer sig bedre end andre virksomheder. Baldvinsson et al. (2005) finder, at ledelsessvigt har spillet en vigtig rolle for sammenbruddet i mange

34 Økonomiministeriet (1994), s. 27.

35 Baldvinsson et al. (2005), s. 34.

36 Undersøgelsen findes i Økonomiministeriet (1995a).

virksomheder: "... Selv om de store tab som nævnt i første række kan henføres til konjunkturtilbageslaget, har udviklingen dog også vist, at der var (betydelige) tab, der skyldes dårlig ledelse. Der var ledelser, der ikke indså eller ikke var i stand til at håndtere den vanskelige omstillingsproces, stagnationen medførte ... De pengeinstitutter, der siden ophørte, var karakteriseret ved stærk udlånsvækst, ambitiøse ledelser samt ledelsessvigt i form af urealistisk vurdering af kreditrisici og mangelfuld styring af store engagementer ...".³⁷

Der er næppe tvivl om, at konjunkturudviklingen har spillet en vigtig rolle for sammenbruddene i den danske finansielle sektor. Efter en kraftig økonomisk vækst i perioden 1983-86 kommer det således i slutningen af 1980'erne til et konjunkturtilbageslag, hvor det private forbrug i perioden 1986-92 ikke viser fremgang. Kartoffelkuren medfører en kraftig stigning i ydelserne på realkreditlån, ligesom der bliver pålagt en afgift på rentebetalinger for ikke-realkreditlignende lån. Med skattereformen fra 1987 bliver der gennemført en stor begrænsning af rentefradragsretten og derved en stærk stigning i efter-skat omkostningerne på lånoptagelse. De økonomiske indgreb udgør en hovedfaktor bag faldet i boligpriserne efter 1986. Endelig bør det fremhæves, at en del af pengeinstitutterne – særlig sparekasserne – ligger i landbrugsområder og er dermed afhængige af konjunkturerne i landbrugssektoren. Netop begyndelsen af 1980'erne er en periode med svigtende indtjening i landbruget. Vanskelighederne i fiskerierhvervet skaber vanskeligheder særlig for bornholmske pengeinstitutter (Sparekassen Bornholm, Bornholmerbanken, Hasle Bank).

Det er imidlertid tvivlsomt, om sammenbruddene i de finansielle virksomheder kan forklares alene ved makroøkonomiske faktorer. En række forhold gør det sandsynligt, at kriserne i de danske finansielle virksomheder også skyldes for stor risikotagning kombineret med svag kontrol.

For det første fremgår det af *tabel 3.7* samt af *figur 3.5*, at det i 1987 efter nogle år med høje vækstrater i produktionen kommer til et omslag, men nedgangen i væksten i krisens første år er ikke større, end hvad der ses under andre konjunkturomslag. Det, der i første række kendetegner konjunkturtilbagegangen fra 1987 til 1993, er varigheden af tilbageslaget. Derimod ligger vækstraten i bruttonationalproduktet i de første år af tilbageslaget over væksten i tilsvarende perioder med tilbageslag. Det fremgår således af *tabel 3.7*, at Danmark i perioden

37 Baldvinsson et al. (2005), s. 35-36.

1970-2006 har oplevet fire perioder, hvor vækstraten har ligget markant under den gennemsnitlige vækstrate for den samlede periode, nemlig perioderne 1974-75 (den første oliekrise), 1980-81 (den anden oliekrise), 1987-93 samt 2001-2003. Det er kun i perioden 1987-93, at det kommer til mere omfattende tab og sammenbrud i finansielle virksomheder. Det fremgår imidlertid af tabel 3.7, at det samlede produktionstab i de første to år af tilbageslaget i 1987-88 er mindre end i tilbageslagene 1974-75, 1980-81 og 2001-2003.

For det andet er der netop i perioden 1984-87 tale en stærk stigning i udlånene fra de finansielle virksomheder. Det fremgår således af tabel 3.8, at udlånene fra pengeinstitutter og realkreditinstitutter til den private ikke-finansielle sektor stiger fra 124,3 pct. af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1984 stiger til 152,0 pct. af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1988. En tilsvarende stærk stigning i kreditgivningen fremgår af figur 3.6, der viser udlånsstigningen fra realkreditinstitutter og pengeinstitutter opgjort som procent af bruttonationalproduktet. Det fremgår, at udlånsstigningen er væsentligt stærkere end den stigning, der gør sig gældende under senere perioder med konjunkturopgange, således i slutningen af 1990erne. Det er nærliggende at se denne udlånsstigning i sammenhæng med en lempelse i kravene til kreditkvaliteten. I samtiden er der megen kritik af bl.a. realkreditinstitutternes kreditpolitik.

For det tredje sker en række af sammenbruddene allerede i perioden mellem 1983 og 1987, hvor der er højkonjunktur. Dette gælder bl.a. sammenbruddet i Kronebanken, der størrelsesmæssigt er det næststørste sammenbrud. Det er sandsynligt, at tab i forbindelse med konjunkturtilbageslag først vil gøre sig gældende nogle år inde i lavkonjunktureren, således at det også synes svært at forklare sammenbruddene i finansielle virksomheder i 1988 og muligvis også i 1989 med makroøkonomiske faktorer.

For det fjerde sker der en stigning i tabene allerede ved begyndelsen af 1980erne, jf. tabel 3.5, og tabene ligger på et højere niveau under højkonjunktureren fra 1983 til 1987 end i perioden gennem 1970erne.

For det femte kan flere af sammenbruddene i pengeinstitutterne klart henføres til en for stor risikotagning. Kronebanken går ned på grund af et stort engagement med entreprenørgruppen Flexplan. Dette må siges at være et usikkert engagement, da selskabets vigtigste aktiv er byggeri af hospitaler i Nigeria, hvor der er en meget stor politisk usikkerhed. I tilfældet med Kronebanken bliver lovens regler for størrelsen

af enkeltengagement overtrådt, hvilket senere medfører fængselsstraf til den administrerende direktør.³⁸ Tabene i C&G Banken stammer i stort omfang fra et stort byggeengagement (Ranum-gruppen), hvor banken overtræder lovens grænser for enkeltengagement. Sammenbruddet i Bendix Bank skyldtes tab i forbindelse med aktiekursfaldet i oktober 1987. Tabene i Himmerlandsbanken stammer i stort omfang fra et enkelt engagement, nemlig K/S Rebild. Tabene i Aarhus Discontobank har sammenhæng med et stort engagement i ét selskab, Jydekompaniet, der også medfører store tab for Midtbank og for Bornholmerbanken. Tabene i Lannung Bank skyldes en stor spekulationskunde. Manglende hensyn til risiko synes også klart at have gjort sig gældende både under krisen i forsikringsbranchen (se afsnit 3.4.5) samt under den færøske bankkrise (afsnit 3.4.6).

For det sjette taler det mod hypotesen om makroøkonomiske faktorer som den vigtigste årsag bag krisen, at der er meget store forskelle mellem danske finansielle institutter med hensyn til niveauet for tabene. Dette tyder på, at virksomhedsspecifikke faktorer spiller en stor rolle for tabene og derved også for sandsynligheden for sammenbrud. *Tabel 3.9* angiver tab og hensættelser for enkelte danske pengeinstitutter. Tabene er opgjort som et gennemsnit af tab og hensættelser på udlån opgjort i forhold til udlån for perioden 1988-94. Det ses, at de laveste tab findes i Danske Bank (med gennemsnitlige tab og hensættelser på 1,57 pct. i forhold til udlån), mens det højeste niveau for tab findes i Varde Bank med gennemsnitlige tab og hensættelser på 6,19 pct. i forhold til udlån i perioden 1988-94. Der ses ikke at være nogen sammenhæng mellem størrelsen for et pengeinstitut og tabsniveauet. Der er tilsyneladende heller ingen sammenhæng mellem udlånsvæksten i den foregående periode og de senere tab.³⁹

Endelig for det syvende er det spørgsmålet, om priserne på ejerboliger og faste erhvervsejendomme er genstand for en spekulativ boble i perioden frem til 1986, hvilket kan forklare de efterfølgende tab i finansielle institutter. Det fremgår af *figur 3.7*, at der i perioden fra 1982 til 1986 sker en stigning i priserne på enfamiliehuse rensset for inflation på 48 pct., hvorefter der igen sker et realt fald på 31 pct. frem til 1993. Der er imidlertid tale om endnu større udsving i priserne på

38 En beskrivelse af sagen findes i Garde (1990).

39 En regressionsanalyse, der angiver sammenhængen mellem på den ene side tab og hensættelser for perioden 1988-94 opgjort som procent af udlån og på den anden side udlånsvæksten over perioden 1982-87 tyder ikke på nogen sammenhæng.

erhvervsejendomme. Priserne på forretningsejendomme bliver mere end fordoblet fra 1983 til 1986 og stiger yderligere med 7 pct. frem til 1988. En medvirkende årsag til prisudviklingen er et stigende antal anpartsprojekter. Efter anpartsindgrebet i maj 1989, der begrænser det skattemæssige fradrag til projekter med højst 10 deltagere, sker der et stort fald i priserne på erhvervsejendomme, og der er eksempler på, at ejendomme købt af flere af de store kommanditselskaber bliver solgt til under det halve af deres indkøbspris efter selskabernes sammenbrud i begyndelsen af 90'erne.⁴⁰ Realkreditinstitutterne får store tab på hotelprojekter, der i stort omfang bryder sammen i begyndelsen af 1990'erne. Ifølge brancheorganisationen bliver 100 hoteller på et tidspunkt i realiteten drevet af realkreditinstitutter, der yder tilskud til driften for at mindske tab.⁴¹ Faldet i prisen på erhvervsejendomme er også en hovedårsag til vanskelighederne i Baltica-koncernen.

Tabel 3.7. Produktionstab i Danmark under perioder med konjunkturtilbageslag¹

Tidspunkt for start på tilbageslag ²	Tidsperiode for tilbageslag ³	Akkumuleret produktionstab de første to år af tilbageslag ⁴	Akkumuleret produktionstab under det samlede tilbageslag ⁵
1974	1974-75	5,9	5,9
1980	1980-81	5,6	5,6
1987	1987-93	2,8	10,7
2001	2001-03	3,1	4,9

1. Tabellen viser produktionstabene under fire konjunkturtilbageslag, der har ramt Danmark i perioden 1970-2006. Konjunkturtilbageslag opfattes som en flerårig periode, hvor vækstraten i bruttonationalproduktet ligger under den gennemsnitlige vækst for den samlede periode 1970-2006 (2,14 pct.).
2. År for det første år i konjunkturtilbageslag, dvs. første år i den flerårige periode, hvor vækstraten falder under den gennemsnitlige vækst for perioden 1970-2006 (2,14 pct.).
3. Periode, hvor vækstraten i hvert år ligger under den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,14 pct.).
4. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,14 pct.) og vækstraterne i de to første år af konjunkturtilbageslaget.
5. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,14 pct.) og vækstraterne i alle år af konjunkturtilbageslaget.

40 Nyhedsbrev fra firmaet Hansen & Nøttrup, 2003. www.hansen-noettrup.dk/menu-03/nyhedsbrev-200312.

41 Mølgaard (2004).

Tabel 3.8. Udlån fra danske finansvirksomheder til privat ikke-finansiell sektor¹

	Pengeinstitutter (mia. kr.) ²	Realkredit- institutter (mia. kr.) ³	Samlet kredit- givning (mia. kr.)	Samlet kredit- givning (pct. af BNP)
1981	191,1	356,9	548,0	131,5
1982	207,1	379,0	586,1	123,5
1983	226,8	417,6	644,4	123,0
1984	249,6	468,3	717,9	124,3
1985	281,6	540,4	822,0	130,8
1986	351,3	608,7	960,0	140,9
1987	395,4	668,8	1.064,2	148,8
1988	413,5	724,0	1.137,5	152,0
1989	445,1	739,3	1.184,4	150,2
1990	486,5	762,8	1.249,3	151,4
1991	491,8	790,3	1.282,1	149,5
1992	448,6	795,0	1.243,6	140,1
1993	399,6	816,0	1.215,6	135,0
1994	396,7	828,9	1.225,6	126,9
1995	413,8	855,4	1.269,2	125,7

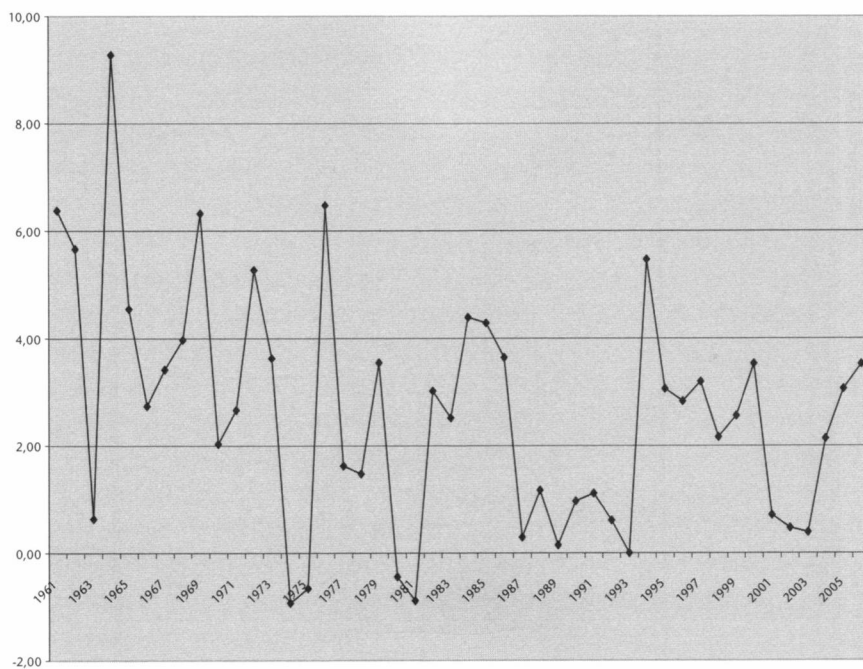
1. Tabellen viser lån givet fra de viste finansielle virksomheder til den private ikke-finansielle sektor. Kilde: Danmarks Statistik.
2. Udlån fra pengeinstitutter er fra 1986 angivet som summen af pengeinstitutternes udlån til valutaindlendinge fra indenlandske og udenlandske bankenheder. Før 1986 foreligger der ikke tal for udlån fra pengeinstitutternes udenlandske enheder. For perioden 1981-85 er udlån fra pengeinstitutterne derfor opgjort som summen af pengeinstitutternes udlån til ikke-finansielle virksomheder og husholdninger tillagt det samlede udlån fra udlandet til ikke-finansielle virksomheder.

Tabel 3.9. Tab og hensættelser i enkelte danske pengeinstitutter¹

	Gennemsnitlig udlån 1988-94 (mio. kr.)	Gennemsnitlige hensættelser og tab i forhold til udlån 1988-94 (pct.)
Den Danske Bank	145.365	1,57
Lokalbanken i Nordsjælland	665	1,82
DIBA Bank ²	1.078	1,88
Roskilde Bank	2.337	2,04
Arbejdernes Landsbank	6.513	2,17
Morsø Sparekasse	548	2,21
Lån og Spar Bank	1.737	2,22
Amagerbanken	5.821	2,58
Unibank	120.319	2,60
Jyske Bank	22.132	2,64
Amtssparekassen Fyn	4.751	2,69
Sparekassen Vestsjælland	868	2,70
Sydbank	25.080	2,74
Sparekassen Bikuben	50.949	2,78
Faaborg Sparekasse	979	2,86
Spar Nord Bank ³	13.281	3,05
Nordvestbank	968	3,09
Midtbank	4.584	3,09
Ringkjøbing Landbobank	1.304	3,21
Ringkjøbing Bank	1.154	3,29
Thy Sparekasse	812	3,32
Djurslands Bank	937	3,33
Nørresundby Bank	1.551	3,36
Kronjylland Sparekasse	1.429	3,38
Sparekassen Himmerland	890	3,57
Egnsbank Nord	1.735	3,58
Salling Bank	676	3,75
Skjern Bank	524	3,79
Hobro Sparekasse	538	4,06
Lolland Sparekasse	803	4,48
Forstædernes Bank	2.234	4,60
Himmerlandsbanken	864	4,65
Egnbank Han Herred	800	5,45
Varde Bank	6.268	6,19

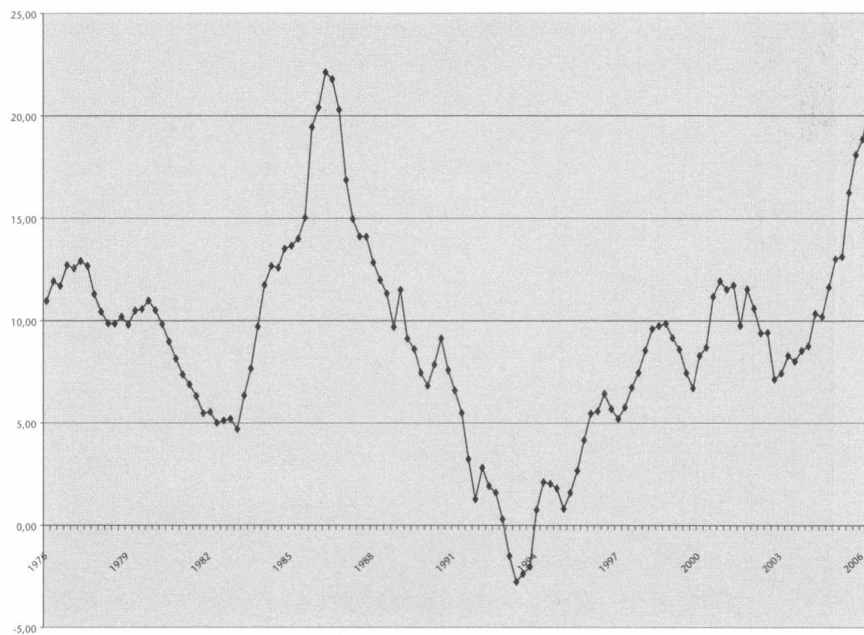
1. Tabellen viser gennemsnitlige tab og hensættelser som pct. af udlån for perioden 1988-94. Tallene er vist for de danske pengeinstitutter, der i perioden 1988-94 har et gennemsnitligt udlån over 500 mio. kr. Pengeinstituttet er rangordnet efter den relative størrelse af deres tab, således at pengeinstitutter med det laveste niveau for tab og hensættelser i forhold til udlån er vist øverst. Endvidere er vist pengeinstitutternes gennemsnitlige udlån i perioden. Der er beregnede konsoliderede tal for hvert pengeinstitut, således at tallene for de enkelte år er beregnet som summen af tallene for de pengeinstitutter, der er omfattet af en eventuel senere fusion. Kilde: data fra Finanstilsynet.
2. Tidligere Næstved Diskontobank og Diskontobanken.
3. Tidligere Sparekassen Nordjylland.

Figur 3.5. Væksten i bruttonationalproduktet i Danmark 1961-2006¹



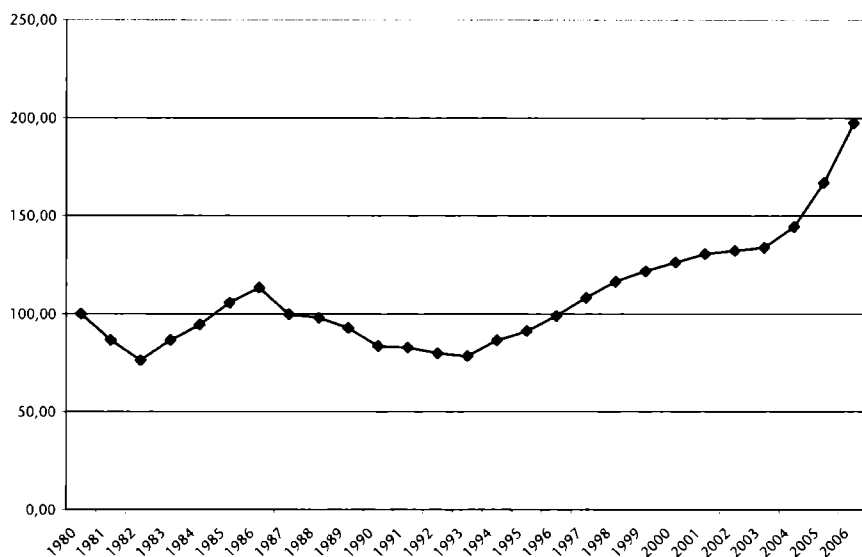
1. Figuren viser væksten i bruttonationalproduktet for Danmark i perioden 1961-2006.

Figur 3.6. Væksten i udlån fra pengeinstitutter og realkreditinstitutter¹



1. Figuren viser stigningen i udlån fra pengeinstitutter og realkreditinstitutter opgjort som stigning i forhold til det tilsvarende kvartal året før og sat i forhold til bruttonationalproduktet.

Figur 3.7. Prisudviklingen for enfamiliehuse justeret for prisstigninger¹



1. Figuren viser prisudviklingen for enfamiliehuse i Danmark justeret for den generelle prisudvikling. Kilde for data: Danmarks Statistik; OECD.

3.4.3. Krisehåndteringen i pengeinstitutsektoren

Allerede fra begyndelsen af 1980'erne kommer en række danske pengeinstitutter i problemer. En hovedårsag er indtjeningsvanskelighederne i landbruget, der skaber tab for flere danske provinsinstitutter. En letsindig udlånspolitik spiller dog også en rolle. En af de største danske sparekasser, Sparekassen Sydjylland, har vanskeligheder med at overholde solvensgrænsen, efter at pengeinstituttet har ekspanderet uden en effektiv risikostyring. En hovedårsag bag sparekassens problemer er manglen på central kreditstyring, idet kreditansvaret er fordelt lokalt hos lederne i seks regioner. Sparekassen bevæger sig på grænsen for mindstekapital, men får tilført garantikapital fra lokale kunder samt fra andre sparekasser i 1982. Samtidig udskiftes ledelsen. Gennem de næste år lykkes det Sparekassen Sydjylland gennem en reorganisation at komme på fode.

Den Københavnske Bank (oprettet i 1979 som en bank for velhavere) træder i betalingsstandsning i 1981. I 1982 har Henriques Bank, oprettet af vekselererfirmaet R. Henriques Jr. i 1973, store tab på grund af finansiering til kunder i forbindelse med særlig valutatransaktioner.

Banken har finansieret kunders optagelse af lån i lavrentevalutaer (f.eks. schweizerfranc) og genplacering i det danske marked for pantebreve, hvor der kan opnås en høj rente. Da ejendomsmarkedet falder, står banken uden sikkerhed for udlånene og lider tab. Banken overtages midlertidigt af de tre hovedbanker, der frygter, at et sammenbrud for banken vil gøre et dårligt indtryk på de udenlandske långivere til den danske stat, idet vekselererfirmaet sammen med de tre hovedbanker står for statens udenlandske låntagning.⁴²

Mellem 1984 og 1994 har i alt 47 pengeinstitutter med en samlet balance på 87,1 mia. kr. i Danmark så omfattende tab, at de ikke længere opfylder kravet om kapitaldækning og må ophøre som selvstændige institutter.⁴³ I hovedparten af disse tilfælde løses krisen ved, at pengeinstituttet overtages af et andet pengeinstitut uden behov for offentlig støtte. En oversigt over pengeinstitutkriserne findes i tabel 3.10.

I fem tilfælde er der behov for offentlig støtte i forbindelse med, at et pengeinstitut lider tab, nemlig i tilfældene med Kronebanken (1984), 6. Juli Banken (1987), C&G Banken (1987), Varde Bank (1992-93) samt Himmerlandsbanken (1993). Hertil kommer, at det offentlige griber ind med tilsagn om likviditetstilførsel, da der i juni 1992 er rygter om, at Unibank er insolvent. I det følgende er der en kort gennemgang af forløbet omkring den offentlige intervention.⁴⁴

Vanskelighederne for *Kronebanken* skyldes i første række tab på et enkeltengagement i forbindelse med Flexplan-gruppen. Ved midten af december 1984 bliver det klart, at der er behov for yderligere hensættelser i forbindelse med bankens udlån til Flexplan. Merhensættelsesbehovet skønnes til at udgøre mindst 400 mio. kr., men eventuelt op til 1 mia. kr. Natten mellem den 17. og 18. december afholdes et møde mellem statsministeren, Nationalbanken, Banktilsynet samt repræsentanter for de tre hovedbanker (Den Danske Bank, Handelsbanken og Privatbanken). Nationalbanken og de tre hovedbanker stiller hver en garanti på 125 mio. kr., som dækker tab for kreditorer udover den ansvarlige indskudskapital. Nationalbanken giver endvidere tilsagn om likviditetstilførsel, således at banken kan

42 Se Sørensen (2004). Aktiviteterne i Henriques Bank bliver senere i 1983 overtaget af Varde Bank.

43 Oplysningen er baseret på Økonomiministeriet (1995a).

44 Kriseforløbene er beskrevet i Mølgaard (2003), Økonomiministeriet (1994, 1997) samt – for Varde Bank – i Andersen og Dalsgaard (2005). Herudover er kriserne beskrevet i beretningerne fra Danmarks Nationalbank.

dække sine løbende betalinger. Samtidig indsættes der en ny midlertidig direktion i banken. I januar 1985 indledes der forhandlinger med Provinsbanken om en overtagelse af Kronebanken. Forhandlingerne fører i første omgang ikke til noget resultat. Herefter udsteder Nationalbanken og Industriministeriet en pressemeddelelse om, at de stillede garantier vil blive videreført, ligesom Nationalbanken fortsat vil sørge for likviditetstilførsel, således at der ikke er risiko for indskyderne. Endelig får banken dispensation fra lovens krav om kapitaldækning. Senere i 1985 opnås der enighed med Provinsbanken om en overtagelse af Kronebanken. Direktionen i Kronebanken dømmes senere for at have overtrådt bestemmelserne i bank- og sparekasseloven om grænsen for enkeltengagement.

Efter presseomtale om tab trækker mange kunder i marts 1987 deres indskud ud af 6. Juli Banken. Endvidere nægter Privatbanken at modtage checks udstedt af banken. Banktilsynet iværksætter derefter en hurtig undersøgelse, der viser behov for ekstra hensættelser. Bankens kapitaldækning falder herefter under lovens krav. Forhandlinger om andre pengeinstitutters overtagelse af banken giver ikke resultat, og Banktilsynet anmelder derefter betalingsstandsning for banken. En gennemgang af bankens engagementer viser en stor underbalance, bl.a. er der en række ikke-bogførte garantier. Betalingsstandsningen giver anledning til stor presseomtale, og regeringen tager kontakt til bankforeningen for at få etableret en ordning for dækning af indskyderne. I april 1987 udtrykker Sydbank interesse for at ville overtage banken, og på en generalforsamling i maj 1987 besluttet en nedskrivning af aktiekapitalen til 0, samtidig med at bankens hovedaktionærer overdrager deres stemmeret til Banktilsynet og accepterer at give afkald på deres fortegningsret ved tegning af ny kapital. Sydbank indskyder derefter ny aktiekapital gennem et datterselskab, der overtager 6. Juli Bankens aktiviteter. Samtidig indskyder Nationalbanken sammen med Sydbank, Kreditforeningen Danmark og Nykredit i maj 1987 ansvarlig indskudskapital i det selskab, der kommer til at eje 6. Juli Banken. Herudover tilfører Nationalbanken likviditet til en lav rente. Det aftales samtidig, at den ansvarlige indskudskapital skal nedskrives i det omfang, der konstateres yderligere tab på engagementerne. Nationalbanken lider et samlet tab på ca. 125 mio. kr. i forbindelse med indskuddet af ansvarlig indskudskapital, hvortil kommer et rentetab på ca. 50 mio. kr. i forbindelse med likviditetstilførslen til nedsat rente.

En gennemgang af engagementerne i C&G Banken viser i foråret 1987 behov for yderligere hensættelser. Efter krav fra Finanstilsynet

indskyder bankens hovedaktionærer (selskabet Kirkbi samt Danske Ingeniørers Pensionskasse og Lønmodtagernes Dyrtidsfond) yderligere kapital, ligesom de kautionerer for to engagementer. Et stort byggeengagement udskilles senere i et særligt afviklingsselskab, der finansieres af de tre hovedaktionærer samt af Kreditforeningen Danmark, der har ydet forhåndslån til byggeriet. I løbet af sommeren 1987 viser der sig at være yderligere store tab i banken. Der bliver et stort udtræk af indskud fra banken. Nationalbanken tilfører store mængder af likviditet til banken, mens der forhandles om en løsning, hvorved Nationalbanken bliver den største kreditor med et samlet tilgodehavende på 369 mio. kr. over for banken. Efter samråd med Finanstilsynet anmelder bestyrelsen i oktober 1987 betalingsstandsning for banken, der i maj 1988 erklæres konkurs. Indskyderne dækkes i henhold til den nyetablerede indskydergarantiordning. Konkursbehandlingen afsluttes først i februar 2002.

I 1992 konstateres der et behov for merhensættelser i *Varde Bank*, der er Danmarks niende største. En stor del af tabene vedrører engagementer i forbindelse med ejendomssektoren, ligesom banken også får tab ved devalueringen af den svenske krone i november 1992. I september 1992 indskyder en række regionalbanker aktiekapital og ansvarlig indskudskapital i banken. I oktober 1992 offentliggøres et stort underskud, hvorefter der indskydes yderligere aktiekapital af en række vestjyske investorer. Efter en række møder med deltagelse af en række ministerier, Nationalbanken, Finanstilsynet, Varde Bank og en række store pengeinstitutter besluttet det: (i) at Varde Bank skal fortsætte i reduceret form som regionalt pengeinstitut, (ii) at Nationalbanken stiller en garanti 250 mio. kr., mens syv pengeinstitutter stiller en garanti på sammenlagt 500 mio. kr., (iii) at der skal ansættes en ny ordførende direktør i Varde Bank udefra, (iv) at der gennemføres en aktiekapitaludvidelse, samt (v) at Nationalbanken stiller et likviditetsberedskab til rådighed for at sikre ikke-efterstillede kreditorers krav på banken, herunder indskyderne. Gennem det næste år nedskæres Varde Banks balance, bl.a. bliver en række store engagementer solgt til andre pengeinstitutter. Da der imidlertid konstateres yderligere tab, opgives forsøget på at videreføre banken som en selvstændig bank. I oktober 1993 stiller Nationalbanken ny likviditet til rådighed for Varde Bank med garanti fra staten, således at banken kan fortsætte, indtil der er fundet en løsning. Efterfølgende overtager Sydbank Sønderjylland Vardes Banks engagementer i kerneområdet Ribe Amt samt alle ikke-efterstillede kreditorer i Varde Bank, herunder alle indskud. De

fleste engagementer uden for kerneområdet forbliver tilbage i Varde Bank. Nationalbanken giver mod statsgaranti et lån til Varde Bank, således at de tilbageværende engagementer i Varde Bank kan afvikles på en ordnet måde. Varde Bank omdannes herefter i marts 1994 til et afviklingsselskab, VB Finans. VB Finans overtager omkring halvdelen af Varde Banks oprindelige aktiver svarende til over 6 mia. kr. fordelt på ca. 140 kunder. Bl.a. på grund af stigende ejendomspriser er det muligt at afvikle aktiverne i VB Finans så fordelagtigt, at det er muligt at tilbagebetale alle gældsposter, herunder gælden til Nationalbanken. Det samlede resultat bliver, at alle gældsposter bliver indfriet, ligesom indehaverne af ansvarlig kapital bliver indfriet. Indskyderne af supplerende kapital får en dividende på 38 pct., mens der ikke bliver nogen dækning for aktionærerne.⁴⁵

En gennemgang foretaget af Finanstilsynet i januar 1992 viser behov for yderligere hensættelser i *Himmerlandsbanken*, hvorved banken ikke længere opfylder lovens solvenskrav. For at rejse midler sælger banken 8 filialer til tre sparekasser. Efter fortsatte vanskeligheder overtager Sparekassen Nordjylland i august 1993 alle Himmerlandsbankens aktiver og passiver med undtagelse af bankens engagement i forbindelse med K/S Rebild samt med undtagelse af den efterstillede kapital samt aktiekapitalen. Nationalbanken stiller sammen med en række lokale pengeinstitutter en garanti over for Sparekassen Nordjylland, som inden for en maksimal beløbsramme på 150 mio. kr. kommer til udbetaling, hvis de konstaterede tab i forbindelse med Sparekassens Nordjyllands overtagelse af engagementerne i Himmerlandsbanken opgjort i august 1994 overstiger 37 mio. kr. Efter overdragelsen til Sparekassen Nordjylland erklæres Himmerlandsbanken konkurs. Ved opgørelsen af tabene i august 1994 overstiger tabene 37 mio. kr., og garantikonsortiet udbetaler herefter et beløb til Sparekassen Nordjylland på 24,4 mio. kr.

For at rejse finansiering havde Himmerlandsbanken i november 1991 indbudt til tegning af obligationer med stilling som efterstillet kapital. Ved en højesteretsdom fra april 2005 bliver obligationsejerne sidestillet med de øvrige simple kreditorer i Himmerlandsbankens konkursbo, idet det fastslås, at banken har udbudt obligationerne med misvisende oplysninger.⁴⁶

I forbindelse med overdragelsen af Himmerlandsbankens aktiver

45 Se Andersen og Dalsgaard (2005).

46 Ugeskrift for Retsvæsen, 2005/3, 1978-2037.

til Sparekassen Nordjylland ønsker sparekassen fra skattemyndighederne en bekræftelse på, at den er berettiget til en fradragsberettiget hensættelse på 173 mio. kr. Der opstår efterfølgende tvivl, om skattemyndighederne har givet tilsagn om dette skattefradrag, og om det i givet fald er lovmedholdeligt. Hændelsesforløbet omkring skattefradraget gennemgås af en undersøgelsesret, hvilket giver anledning til skatteministerens afgang.

I juni 1992 er der rygter om, at *Unibank*, Danmarks næststørste pengeinstitut, vil standse betalingerne inden for få dage. Mange kunder trækker deres indskud ud. Danmarks Nationalbank udsteder en erklæring om, at den finder uroen om Unibank ubegrundet. Tilsvarende udsteder Finanstilsynet en erklæring om, at banken ikke har problemer. Samtidig aftaler Nationalbanken et likviditetsberedskab med Unibank, idet Nationalbanken tilkendegiver, at den stiller den fornødne likviditet til rådighed.⁴⁷ Erklæringerne og likviditetsberedskabet standser udtrækene. Likviditetsberedskabet er i kraft til begyndelsen af 1995.

Som omtalt løses krisen i de danske pengeinstitutter overvejende gennem fusion med et andet pengeinstitut. I otte tilfælde kommer det til en konkurs i pengeinstitutter: (i) C&G Banken (1988), (ii) Lannung Bank (1992), (iii) Bornholmerbanken (1992), (iv) Himmerlandsbanken (1993), (v) Fosbankin (1993), (vi) Lindknud-Hovborg Andelskasse, (vii) Højderyggen Andelskasse, samt (viii) Grølsted Andelskasse. Efter konkursen i Bornholmerbanken overfører boets kuratorer alle aktiver og passiver til Bikuben med undtagelse af ansvarlig indskudskapital og aktiekapital. Der bliver herved ikke tab for bankens indskydere. Som omtalt ovenfor overtager Sparekassen Nordjylland før Himmerlandsbankens konkurs alle indskud fra banken, hvorved der heller ikke i dette tilfælde bliver tale om tab for indskyderne. Dividenden til kreditorerne i forbindelse med de øvrige konkursramte institutter har varieret mellem 52,5 pct. og 98,6 pct.⁴⁸

I to tilfælde løses kriser ved, at der tilføres ny kapital over det private marked. Som omtalt ovenfor er dette tilfældet under den første krise i 1982 i Sparekassen Sydjylland, der reddes gennem indskud af ny garantikapital. Dette er også tilfældet med Midtbank, som i 1987

47 Erklæringen fra Danmarks Nationalbank har følgende ordlyd: "Danmarks Nationalbank finder den seneste tids uro om Unibank ubegrundet. For at undgå, at der opstår likviditetsproblemer for Unibank, har Nationalbanken med Unibank aftalt et beredskab, således at Nationalbanken stiller den eventuelt fornødne likviditet til rådighed".

48 Garantifonden for indskydere og investorer (2007).

er nede på en solvensprocent på kun 5 procent efter tab særlig på Jydekompaniet. Her stiller en kreds af regionale banker en garanti ved bankens emission af aktier. Det lykkes at få tegnet ny aktiekapital, og der bliver ikke behov for regionalbankernes garantier. Både under krisen i Sparekassen Sydjylland og under krisen i Midtbank viser det finansielle tilsyn betydelig imødekommethed over for en videreførelse af pengeinstituttet.

Under den danske finansielle krise er det i forholdsvis få tilfælde, at et pengeinstitut bliver lukket, efter at der har været udtræk blandt kunderne. Som omtalt ovenfor er dette tilfældet med C&G Banken, ligesom det også kommer til betydelige udtræk blandt kunderne i Unibank. I nogle andre tilfælde er der optræk til en likviditetskrise med udtræk, f.eks. henledes Finanstilsynets opmærksomhed på Bornholmerbanken, fordi der er begyndende udtræk.⁴⁹

Under pengeinstitutkrisen i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne viser det sig stadig mere vanskeligt at håndtere kriser gennem en sammenlægning med et andet institut. En årsag er, at de store pengeinstitutter er blevet landsdækkende, hvilket gør det sværere at finde et pengeinstitut, der ikke er repræsenteret i det geografiske område, hvor det kriseramte institut ligger.⁵⁰ Direktøren for Den Danske Bank, Knud Sørensen, udtaler i 1993, at Den Danske Bank har vist sin gode vilje i forbindelse med sammenbruddene i finansielle virksomheder, men at man nu ikke kan overtage flere institutter, idet man selv må se på profitten.⁵¹

49 Mølgaard (2003).

50 Interview med Eigil Mølgaard i Morgenavisen Jyllands-Posten den 28. maj 1992.

51 Artikel i Morgenavisen Jyllands-Posten den 24. februar 1993.

Tabel 3.10. Oversigt over sammenbrud i større danske pengeinstitutter 1980-95¹

Ophørsår	Institut	Andel af indskud ²	Offentlig intervention ³	Model for Kriseløsning
1981	Haslev Bank	–	nej	fusion
1982	Vendelbobanken	0,53	nej	fusion
	Henriques Bank	0,07	nej	overtagelse/fusion
	Sparekassen Sydjylland	1,89	nej	kapitaltilførsel
1984	Fyenske Bank af 1892	0,29	nej	fusion
1985	Kronebanken	2,44	ja	fusion
	Haderslev Creditbank	0,03	nej	fusion
1987	6. Juli Banken	0,05	ja	fusion
	Midtbank	0,92	nej	kapitaltilførsel
	Roskilde Sparekasse	0,08	nej	fusion
1988	C&G Banken	0,05	ja	konkurs
	Aarhus Discontobank	0,13	nej	fusion
	Hellerup Bank	0,44	nej	fusion
	Bendix Bank	0,01	nej	fusion
	SJL-Banken	0,15	nej	fusion
1989	H&L Banken, Thisted	0,15	nej	fusion
	In-Vestbank	0,01	nej	fusion
	Holstebro Bank	0,31	nej	fusion
	DK Sparekassen	1,15	nej	fusion
	Bording Sparekasse	0,04	nej	fusion
1990	Års Bank	0,10	nej	fusion
	Frederiksberg Sparekasse	0,25	nej	fusion
1991	Horsens Landbobank	0,16	nej	fusion
	Sydfyens Diskontobank	0,15	nej	fusion
	Sparekassen Sydjylland	1,89	nej	fusion
1992	Fjerritslev Bank	0,10	nej	fusion
	Bornholmerbanken	0,16	nej	salg/konkurs
	Hasle Bank	0,04	nej	fusion
	Langelands Bank	0,09	nej	fusion
	Lannung Bank	0,03	nej	konkurs
	Føroya Banki	0,25	ja	offentlig overtagelse
	Sjóvinnubankin	0,21	ja	offentlig overtagelse
1993	Himmerlandsbanken	0,22	ja	salg/konkurs
	Baltica Bank	0,90	nej	Ophør
	Fossbankin	0,03	nej	Konkurs
1994	Varde Bank	1,07	ja	salg/afvikling
1995	Als Sparekasse	0,02	nej	fusion

1. Tabellen giver en oversigt over danske kriseramte pengeinstitutter i perioden 1980-95. Tabellen omfatter kun større banker og sparekasser.
2. Angiver pengeinstituttets andel af sektorens samlede indskud i 1982, for SJL Banken og In-Vestbank er dog angivet andel af indlån i 1988, for Lannung Bank andelen af indskud i 1991 og for Baltica Bank andelen af indskud i 1992.

3.4.4. Krisen i realkreditsektoren

Efter en liberalisering af reglerne for løbetider og belåningsgrænser i begyndelsen af 1980'erne kommer det gennem 1980'erne til en stærk ekspansion for de danske realkreditinstitutter. Ved slutningen af 1980'erne bliver der også givet adgang til långivning i udlandet, og de danske realkreditinstitutter ekspanderer gennem aktiviteter i Tyskland, Frankrig og Storbritannien. Da prisudviklingen for ejerboliger og faste erhvervsejendomme vender efter 1986, kommer det til et stort antal tvangsauktioner, og realkreditinstitutterne lider store tab, jf. tabel 3.5.

Der er stor forskel på tabsudviklingen i de tre store realkreditinstitutter, jf. *tabel 3.11*. Tabene er væsentlig lavere for Nykredit end for BRF Kredit og Kreditforeningen Danmark. Efter et stort underskud for regnskabsåret 1990 på 1,1 mia. kr. er det nødvendigt for Kreditforeningen Danmark med en stor tilførsel af ansvarlig kapital på sammenlagt 5,1 mia. kr. Det lykkes at fremskaffe kapitalen, der bliver indskudt af en række pensionskasser samt af ATP og LD. Det lykkes Kreditforeningen Danmark ved regnskabsafslutningen i 1991 netop at komme over solvensgrænsen med en overdækning på kun 8 mio. kr.

I efteråret 1990 fremdrages en række sager, hvor realkreditinstitutterne har overskredet lånegrænserne i realkreditloven. Sagerne vækker betydelig opmærksomhed.⁵² På denne baggrund bliver revisionsfirmaet Ernst & Young A/S bedt om at undersøge, hvorvidt institutternes systemer, forretningsgange og kontrolsystemer omkring lånesager er tilstrækkelige og hensigtsmæssige, herunder om loven bliver overholdt. Revisionsfirmaet påpeger, at styringen er blevet forbedret, men påpeger også en række mangler. Endvidere når revisionsfirmaet frem til, at der i en række sager er tale om overbelåning.⁵³

52 Debatten bliver rejst af folketingsmedlem Kirsten Jacobsen. Tidligere i 1989 havde præsidenten for Sø- og Handelsretten, Frank Poulsen, beskrevet, at retten dagligt oplevede konkurser, hvor realkreditinstitutterne var indblandet med stor overbelåning.

53 Undersøgelserne er refereret i Finanstilsynet (1991) og Finanstilsynet (1992).

Tabel 3.11. Udviklingen i tab og egenkapital i enkelte realkreditinstitutter¹

	Tab og henlæggelser på udlån som pct. af udlån (gns. 1988-94) ²	Ændring i egenkapital (ændring i pct. fra 1987 til 1994) ³
BRF Kredit	0,74	- 34
Kreditforeningen Danmark	0,59	- 28
Nykredit	0,45	+ 16

1. Tabellen angiver tabsudviklingen samt udviklingen i egenkapital i perioden 1987-94 for de tre vigtigste realkreditinstitutter. Kilde: Finanstilsynet.
2. Tab og henlæggelser på udlån for det pågældende år opgjort i forhold til gennemsnittet af udlån ultimo det pågældende år og ultimo det foregående år.
3. Ændring i egenkapital angivet i procent fra ultimo 1987 til ultimo 1994.

3.4.5. Krisen i forsikringssektoren

Baltica- og Hafnia-koncernerne er ved slutningen af 1980'erne blandt de største finansielle virksomheder i Danmark. Hafnia Holding har således ved udgangen af 1990 en egenkapital på 5,3 mia. kr., mens Baltica Holding har en egenkapital på 5,3 mia. kr. Til sammenligning råder Den Danske Bank-koncernen og Unibank-koncernen ved udgangen af 1990 over en egenkapital på henholdsvis 20,2 mia. kr. og 15,8 mia. kr.

Både Hafnia og Baltica fører gennem 1980'erne en ekspansiv politik. Hovedmålet er opbygningen af finansielle koncerner, hvor forsikring og bankvæsen kombineres med andre finansielle koncerner. Baltica køber i 1988 Falcks redningskorps. I 1990 købes Statsanstalten for Livsforsikring for 3,4 mia. kr. Der bliver påbegyndt en række omfattende ejendomsprojekter i Gibraltar, og i 1990 købes Københavns Idrætspark med henblik på nybygning. Store udlån bliver givet til kommanditisterne i Sanexco-selskaberne, der finansierer udlån til ejendomsprojekter. Der bliver etableret en bank, Baltica Bank, således at bankvirksomhed kombineres med forsikringsvirksomhed. Som den første finansielle virksomhed går Baltica ind i ejendomsformidling, idet man på franchise-basis påbegynder opbygningen af et net af ejendoms-mæglervirksomheder. Hafnia går også ind i bankvirksomhed, bl.a. ved at opkøbe sparekassernes tidligere bank, Fællesbanken.

I perioden fra december 1989 frem til udgangen af 1991 foretager Hafnia opkøb i Baltica Holding og i Baltica Forsikring med henblik på

at opnå en fusion mellem de to selskaber.⁵⁴ Det er planen at opbygge et selskab, der kan tilpasse sig EU's indre marked. Ved udgangen af 1991 har Hafnia-koncernen strategiske aktieposter i Baltica-koncernen svarende til 34,1 pct. af den samlede aktiekapital i Baltica Holding og 10,1 pct. af aktierne i Baltica Forsikring. Baltica afviser imidlertid en fusion med Hafnia, og på et bestyrelsesmøde i Hafnia Holding oktober 1991 besluttet det at opgive forsøget på en fusion med Baltica. Det besluttet samtidig at søge at sælge Baltica-aktierne bedst muligt. Hafnia har under opkøbene oparbejdet en betydelig gæld, og renteudgiften på denne gæld er tyngende. Hafnia-koncernens egenkapital falder fra 5,3 mia. kr. ultimo 1990 til 3,9 mia. ultimo 1991 på grund faldende aktiekurser samt store renteudgifter, idet aktieopkøbene er blevet finansieret gennem kortfristet gæld.

Hafnia ser sig herefter om efter nye muligheder for at opbygge et betydende europæisk forsikringsselskab. I november 1991 indgår Hafnia en aftale med Norges største forsikringsselskab, UNI Storebrand. Det er målet at skabe en stor nordisk forsikringsgruppe, der udover Hafnia og UNI Storebrand også skal bestå af det svenske selskab Skandia samt selskabet Pohjola fra Finland. De to selskaber overtager fra S-E-Banken en stor aktiepost i Skandia, der er Sveriges og Nordens største forsikringsselskab. Selskaberne begynder opkøb af yderligere aktieposter i Skandia. I marts 1992 står Hafnia med en aktiepost på 14,8 pct. af aktiekapitalen i Skandia. Skandia afviser imidlertid et samarbejde. Det er samtidig umuligt for Hafnia og UNI Storebrand at gennemtvinge et samarbejde, da der en stemmeretsbegrænsning på 30 stemmer for enkelte aktionærer i Skandia.

I begyndelsen af 1992 forringes Hafnias økonomiske situation yderligere, da der sker et kursfald på både aktierne i Baltica og i Skandia. Egenkapitalen forringes yderligere med ca. 1,2 mia. kr. Ved begyndelsen af april 1992 står Hafnias med en stor kortfristet gæld på ca. 7 mia. med en samlet renteudgift på ca. 700 mio. kr. I foråret 1992 aftales det med Skandia, at Skandia skal overtage Hafnia-koncernen. Aftalen er betinget af, at Skandia foretager en grundig økonomisk gennemgang af Hafnias økonomiske situation (due diligence). Skandia trækker senere købstilbuddet tilbage under henvisning til, at der ved gennemgangen af Hafnia er fundet mange problemer. I april 1992 kommer det frem, at Hafnia Holdings aktieopkøb er blevet finansieret gennem et ulovligt aktionærlån, som er ydet fra koncernens datterselskaber.

54 Sagsforløbet er beskrevet i Ugeskrift for Retsvæsen 2002.

Efter offentliggørelsen af Skandias overtagelsestilbud dannes der i april 1992 et konsortium af en række danske institutionelle investorer, som mener, at Skandias tilbud er for lavt. Gruppen af institutionelle investorer foreslår i stedet, at der rejses ny kapital gennem en aktieemission på 1,9 mia. kr. Aktieemissionen gennemføres i juli 1992. I mellemtiden er der yderligere kursfald på Baltica- og Skandia-aktier. Samtidig viser en gennemgang af Hafnias garantier behov for yderligere hensættelser. Den 18. august 1992 konstateres det, at egenkapitalen er negativ, og Hafnia Holding træder i betalingsstandsning. Hafnia Holding erklæres konkurs i maj 1993.

Umiddelbart inden betalingsstandsningen er alle finansielle selskaber blevet lagt ind under et fælles moderselskab, der er datterselskab af Hafnia Holding. Hafnias forsikringsaktiviteter sælges senere til forsikringsselskabet Codan. En efterfølgende retssag anlagt af investorer, der har investeret i Hafnia-aktier i forbindelse med emissionen i juli 1992, resulterer i frifindelse for de personer og virksomheder, der er ansvarlige for emissionen, idet det er begrundelsen, at investorer ved køb af Hafnia-aktier burde være klar over, at der forelå en betydelig risiko.

Baltica foretager frem til 1990 en række store investeringer, i første række købet af Statsanstalten for Livsforsikring, der omdøbes til Danica.⁵⁵ Hensynet til ikke at blive opkøbt af Hafnia bremser for en finansiering af købet gennem udstedelse af aktier, hvorved koncernen får en stor renteudgift. Endvidere er der tale om store tab i forbindelse med udlån til en række ejendomsprojekter, i første række Sanexco-projekterne. Dertil kommer tab i forbindelse med bygningen af Parken samt ejendomsinvesteringer i Gibraltar for egen regning.⁵⁶ I 1992 har Baltica et underskud på 4,5 mia. kr. Gennem 1992 viser det sig i stigende grad vanskeligt for Baltica at finansiere sig gennem låntagning i udlandet.⁵⁷ I oktober 1992 stiftes der et datterselskab under Baltica Holding. Datterselskabet overtager fra Baltica Holding en aktiepost i datterselskabet Baltica Forsikring samt også en række gældsposter, hvilket betyder, at Baltica Holding aflastes for en del af sin gæld.

55 Hændelsesforløbet omkring Baltica er beskrevet bl.a. i *Finanstilsynet* (1998).

56 I 1991 har Baltica samlede udlån til kommanditistselskaberne i Sanexco for sammenlagt 3,9 mia. kr.

57 I et interview bragt i *Berlingske Tidende* den 24. oktober 1992 beklager Balticas koncernchef, Peter Christoffersen, sig over, at der på de internationale kapitalmarkeder er mistillid til skandinaviske holdingselskaber, hvilket gør det umuligt at låne på de internationale markeder.

Datterselskabet fusioneres umiddelbart efter med Baltica Forsikring, der herved kommer til at eje ca. 28 pct. af sine egne aktier. Gennem transaktionen får Den Danske Bank, der i forvejen ejer en del af aktierne, kontrol med Baltica Forsikring. Det bliver samtidig besluttet at reducere aktiviteterne i Baltica Bank og i finansieringsselskabet Baltica Finans til et minimum. I 1995 sælges skadesforsikringsdelen af Baltica Forsikring til Tryg Forsikring, mens livsforsikringsdelen drives videre af Danske Bank i datterselskabet Danica. Baltica Holding afvikler de resterende aktiviteter under navnet Gefion. Gefion havde ved udgangen af 1995 en egenkapital på 741 mio. kr., som i takt med afviklingen af de gamle Baltica-aktiviteter øges til 1.198 mio. kr. ultimo 1999, hvor Gefion bliver overtaget af Alm. Brand-koncernen for en pris svarende til ca. 1,55 mia. kr. Baltica Bank ophører som pengeinstitut, idet den tilbageleverer sin tilladelse til bankvirksomhed.

3.4.6. Den færøske bankkrise

En række faktorer bidrager til en kraftig vækst i Færøernes økonomi gennem 1970'erne og 1980'erne, hvor investeringerne ligger på et meget højt niveau.⁵⁸ Det fremmer investeringerne, at Landsstyret i stort omfang kautionerer for lån til erhvervslivet, hvilket særlig bliver udnyttet til bygning af fiskefartøjer. Fra 1975 til 1985 voksede antallet af ferskfisketrawlere således fra en til 70. Det bidrager yderligere til ekspansionen, at fiskerigrænserne bliver udvidet til 12 sømil i 1964 samt yderligere til 200 sømil i 1977. Endelig er der en generel stemning af optimisme.

Gennem mange år er der to store banker på Færøerne, nemlig Føroya Banki, hvor Den Danske Bank er hovedaktionær, og Sjóvinnubankin, der er ejet af færøske interesser. Hertil kommer en mindre nyoprettet bank Fossbankin. Fra 1980 til 1990 stiger udlånet i de to store banker henholdsvis 5,0 gange og 5,9 gange. Det bidrager til udlånsstigningen, at der er asymmetriske skatteregler, således at alle renteudgifter kan fratrækkes i den skattepligtige indkomst, mens renteindtægter i færøske banker er skattefri.

Ved et inspektionsbesøg i Føroya Banki og Sjóvinnubankin i august-september 1992 konstaterer Finanstilsynet, at der er behov for store merhensættelser i de to banker. I oktober 1992 vurderer Finanstilsynet,

58 Beskrivelser af den færøske bankkrise findes i Astrup Hansen (2006) samt i Mikkelsen (2001).

at 85 pct. af aktiekapitalen er gået tabt i Sjóvinnubankin og kræver yderligere kapitaltilførsel, hvis banken ikke skal lukkes. Bestyrelsen henvender sig til landsstyret, der vender sig mod den danske regering om hjælp. Der indgås en aftale, hvor den danske regering låner landsstyret 300 mio. kr., der indskydes i en nyoprettet fond (Finansieringsfonden af 1992), som efterfølgende indskyder midler i banken. Fonden ledes af en bestyrelse på fem medlemmer, hvoraf de tre udpeges af regeringen og de to af landsstyret. Der bliver samtidig stillet krav til landsstyrets økonomiske politik. I december 1992 indskyder Den Danske Bank yderligere kapital i form af aktiekapital og supplerende kapital i Føroya Banki, hvorved Den Danske Bank kommer til at stå med en ejerandel på 82 pct.

En gennemgang af udlånene i Sjóvinnubankin viser i 1993 nye behov for hensættelser. Herved er der behov for ny tilførsel af aktiekapital. I februar 1993 låner Landsstyret yderligere 350 mio. kr. fra danske regering. Beløbet indskydes i banken gennem Investeringsfonden af 1992.

I februar 1993 fremhæver Den Danske Bank i et brev til statsministeren, at en eventuel fusion mellem de to store færøske banker kan være et nyttigt skridt. Den Danske Bank foreslår, at en del af bankens aktier i Føroya Banki ombyttes til aktier i Sjóvinnubankin, hvilket bringer bankens aktiepost under halvdelen af aktierne i Føroya Banki, der herved ikke længere er et datterselskab under Den Danske Bank. Regeringen går ind for aktiebyttet i marts 1993 og overtaler efterfølgende landsstyret til at acceptere aktiebyttet. Det er synspunktet fremført i Mikkelsen (2001), at en fusioneret bank på Færøerne bedre vil være i stand til at håndtere en række engagementer, hvor de to færøske banker er fælles. Endvidere er der risiko for, at Den Danske Bank vil reducere aktiviteterne i Føroya Banki til et minimum, hvilket vil have katastrofale konsekvenser for det færøske erhvervsliv. Aktiebyttet gennemføres.

I efteråret 1993 viser der sig behov for ny kapitaltilførsel til de færøske banker. Landsstyret optager et nyt lån fra den danske regering, der indskydes i de to banker gennem Finansieringsfonden af 1992. Samtidig nedskrives hele aktiekapitalen, og Finansieringsfonden af 1992 bliver herved enejer af de to banker, der bliver fusioneret i 1994 under navnet Føroya Banki.

Det kommer efterfølgende til kritik på Færøerne af forløbet omkring aktiebyttet, hvor Den Danske Bank kommer ud af sin rolle sin hovedaktionær i Føroya Banki. Det fremføres, at Den Danske Bank

som hovedaktionær reelt er forpligtet til at indskyde yderligere kapital, hvis datterbanken kommer i vanskeligheder, og at Den Danske Bank ved at reducere sin ejerandel slipper for yderligere at indskyde kapital. Fra Den Danske Bank er det påpeget, at en bank ikke er forpligtet til at stå ved et datterselskab, og at man på tidspunktet for aktiebyttet ikke havde et overblik over de yderligere behov for hensættelser. På landsstyrets foranledning nedsættes der en undersøgelseskommission, som kulegraver forløbet af bankkrisen på Færøerne.⁵⁹ En række af rapportens konklusioner er kritiske over for både Den Danske Bank og over for Nyrup Rasmussen-regeringen. Umiddelbart efter offentliggørelsen af rapporten udsender Statsministeriet en pressemeddelelse, hvor ansvaret for aktiebyttet lægges over på Den Danske Bank, der kritiseres for at have givet landsstyret urigtige oplysninger om kapitalforholdene i Føroya Banki, samt på Finansieringsfondens formand og Finanstilsynet, der har et medansvar for ikke at have rådgivet regeringen ordentligt ved ikke at have givet et dækkende billede af Føroya Bankis situation.

I juni 1998 bliver der indgået et forlig mellem landsstyret og regeringen, efter at landsstyret har stillet krav om tilbagebetaling fra regeringen og Den Danske Bank. Den danske regering giver afkald på 900 mio. kr. af sit tilgodehavende hos landsstyret. Yderligere 500 mio. kr. af restgælden bliver omdannet til et rentefrit lån, der kun skal afdrages, i det omfang Færøerne inden 2018 får indtægter fra udvinding af råstoffer (olie).

3.4.7. Konsekvenserne af finanskrisen

Det fremgår af beskrivelsen ovenfor, at de danske myndigheder i de fleste tilfælde af kriser i pengeinstitutter har benyttet en strategi, hvor instituttet hurtigt er blevet fusioneret med et andet institut, uden at offentligheden får kendskab til problemerne i pengeinstituttet. I nogle tilfælde (Kronebanken og Varde Bank) har det ikke været muligt umiddelbart at finde en fusionspartner, og her er instituttet i en overgangsperiode blevet drevet videre med offentlige garantier. I enkelte tilfælde (C&G Banken, Varde Bank og Himmerlandsbanken) er dårlige engagementer blevet taget ud af instituttet, inden der er sket en fusion. I fem tilfælde af mindre pengeinstitutter har der været anvendt en procedure med konkurs, hvor indskyderne har lidt tab. I

59 Se Undersøgelseskommissionen vedrørende den Færøske Banksag (1998).

tilfældet med de færøske banker har der været tale om en offentlig overtagelse, hvor en fond er blevet indskudt som mellemed mellem de offentlige ejere og pengeinstituttet. Endelig har der været to tilfælde (1982-krisen i Sparekassen Sydjylland og krisen i Midtbank), hvor sammenbrud er blevet afværget gennem tilførsel af garanti- eller aktiekapital over det private marked.

Det er bemærkelsesværdigt, at krisehåndteringen ikke har været genstand for mere systematiske overvejelser. Proceduren er foregået uformelt, uden at der har foreligget nogen formelle politiske direktiver om spørgsmålet.⁶⁰

Generelt gælder det, at myndighedernes strategi under finanskrisen som helhed har været set som vellykket. Blandt andet fremhæver Økonomiministeriet i rapporten "Redning af pengeinstitutter siden 1995", at der næppe er tvivl om, at Danmark er sluppet billigere fra krisen end de øvrige nordiske lande, herunder især Sverige og Finland.⁶¹

I sin bog om den finansielle krise fra 2003 forsvaret Finanstilsynets direktør, Eigil Mølgaard, strategien med "... interesser af mere samfundsmæssig natur: Den finansielle sektors omdømme var på højkant, inden- og udenlands, i disse år. Vi behøvede ikke flere fiaskoer end dem, som pengeinstitutterne havde leveret ...".⁶² Mølgaard fremhæver også, at det gennem strategien med hurtige fusioner er muligt at undgå panikagtige udtræk fra banker.⁶³

I et avisinterview fra oktober 1991 finder Eigil Mølgaard, at Finanstilsynet har spillet en hovedrolle for, at Danmark undgår en mere omfattende finansiell krise, idet Finanstilsynet i de forudgående år havde advaret de finansielle virksomheder mod långivning til ejendomsprojekter, hvor der var risiko for et efterfølgende prisfald. I Mølgaard (2003) fremføres det, at der er "... næppe tvivl om, at Danmark er sluppet langt billigere end de øvrige nordiske lande, herunder især

60 Mølgaard (2003) skriver: "... Det siges ofte, at den finansielle sektor selv klarede sektorens krise. Det skete nu ikke frivilligt, bortset fra de tilfælde, hvor der kunne gøres en god forretning. Redningsaktionerne blev sat i scene af staten, dvs. Finanstilsynet, ofte sammen med Nationalbanken og i de alvorlige tilfælde under forsæde af ministeren ..." (s. 209).

61 Økonomiministeriet (1995a), s. 86.

62 Mølgaard (2003), s. 107.

63 Mølgaard udtaler i et avisinterview i Berlingske Tidende den 21. oktober 1991: "... Vi har sparet banksystemet for store tab på developere og på byggeindustrien ved, at vi var meget tidligt ude at advare mod et eventuelt kollaps i den eufori, som herskede om byggeri og nykonstruktion i storbyerne frem til 1987 ...".

Sverige og Finland. Størrelsesordenen for det offentliges engagement er en helt anden ...".⁶⁴

Finanstilsynets strategi med håndtering af pengeinstitutkriser har givet anledning til kritik særlig på tre områder.

For det første har det ført til kritik, at indskyderne i nogle af de institutter, der er blevet undergivet konkursbehandling, har lidt tab, mens dette ikke har været tilfældet for indskyderne i de fusionerede institutter. Der har herved været tale om en forskelsbehandling, hvor særlig indskydere i små pengeinstitutter har lidt tab. Denne forskelsbehandling blev særlig bragt frem efter konkursen i Lindknud-Hovborg Andelskasse i juni 1994.

For det andet har det været kritiseret, at krisehåndteringen baseret på hurtige fusioner med andre finansielle institutter fører til en stor koncentration på de finansielle markeder. Set fra et konkurrencemæssigt synspunkt kan der rejses spørgsmål ved det hensigtsmæssige i, at finansielle virksomheder, der er rentable set fra et driftsøkonomisk synspunkt, fusioneres, fordi de har truffet nogle uheldige beslutninger om udlån. Østrup (1993) finder, at pengeinstitutter, som er blevet fusioneret i forbindelse med den finansielle krise, har haft en højere driftsindtjening end pengeinstitutter, der har overlevet. Dette kan dog skyldes, at senere nødlidende institutter har opnået en højere underliggende indtjening, fordi de har løbet en større risiko i deres engagementer.

Endelig for det tredje har det været kritiseret, at Finanstilsynet i flere tilfælde ud fra ønsket om hurtigt at organisere en fusion for et nødlidende institut har set stort på gældende lovbestemmelser. En ekspertgruppe bliver nedsat af regeringen i 1999 for at gennemgå Finanstilsynets håndtering af de finansielle kriser.⁶⁵ I rapporten fra 2004 fremhæves det, at "... Finanstilsynet anså det for en vigtig opgave at bidrage til, at kriseramte finansielle virksomheder, herunder finansielle koncerner, ikke gik ned økonomisk. Man ville herved dels sikre kunderne i banker og forsikringsselskaber m.v., dels ville man sikre, at det danske finansielle system som sådant undgik et sammenbrud ...".⁶⁶ Det er på denne baggrund, man skal se Finanstilsynets adfærd: "... Det er derfor på den ene side karakteristisk, at Finanstilsynets daglige admi-

64 Mølgaard (2003), s. 265.

65 Rapporten foreligger som Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning (2004).

66 Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning (2004), s. 91.

nistration foregik regelret og uden væsentlige fejl. På den anden side er det også karakteristisk, at hvis der forelå en aktuel eller potentiel krisesituation i en finansiell koncern eller i en bank eller et forsikrings-selskab m.v., var Finanstilsynet villigt til at administrere reglerne lempeligt og i visse tilfælde tilsidesætte reglerne og sine tilsynsforpligtelser for at opnå det overordnede mål, som bestod i redning af virksomheden ...".⁶⁷ I en gennemgang af 10 vigtige sager finder ekspertgruppen, at der kan rettes alvorlig kritik mod krisehåndteringen i seks tilfælde, hvor der er tale om brud på gældende lovgivning. Blandt disse alvorlige kritikpunkter er, at Finanstilsynet tilbagekaldte et krav om tilbageførsel af midler til Hafnias forsikringsselskab, hvor midlerne var blevet taget af selskabets reserver. Her havde Finanstilsynet tilbagekaldt kravet af frygt for, at Hafnia-aktieemissionen ikke ville kunne gennemføres. Et andet kritikpunkt var, at Finanstilsynet under episoden med likviditetsudtræk fra Unibank havde udsendt en beroligende pressemeddelelse, hvor man gav udtryk for, at man havde et grundigt kendskab til Unibanks forhold, og at selskabet var solvent. Et sådant kendskab havde man efter ekspertgruppens opfattelse ikke.

Det fremgår af tabel 3.8, at det særlig efter 1991 kommer til et stort fald i udlån fra pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Dette kan tyde på, at de finansielle virksomheder efter krisen viser tilbageholdenhed med udlån. Udlån til den private ikke-finansielle sektor i forhold til bruttonationalproduktet falder således fra ca. 150 pct. af bruttonationalproduktet ved slutningen af 1991 til ca. 125 pct. af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1995.⁶⁸ Ifølge en undersøgelse af de europæiske banksektorer gennemført af konsulentfirmaet Andersen Consulting i 1993 ved en rundspørge blandt topledere fra 400 førende bank- og kapitalmarkedsinstitutioner er det konklusionen, at den danske bankverden befinder sig i noget, der ligner en choktilstand. De danske banker tænker således først og fremmest på at skabe et stærkt kapitalgrundlag og få styr på de dårlige låneengagementer, mens kunder, markedsføring og produktudvikling kommer længere nede i rækken.⁶⁹

I forbindelse med kriserne i pengeinstitutterne bliver der kun i begrænset omfang gjort ansvar gældende over for direktører og be-

67 Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning (2004), s. 91-92.

68 Det argumenteres af Østrup (1993b, 1993c), at pengeinstitutterne efter tabene i 1980'erne viser en mindre villighed til at udvide udlånene, og at der herved er tale om en "credit crunch".

69 Artikel i Berlingske Tidende den 8. december 1993.

styrelsesmedlemmer i nødlidende institutter. Der bliver ført retssag mod ledelserne i Kronebanken og i C&G Banken for overtrædelse af bestemmelser i bank- og sparekasseloven. Derimod bliver der ikke – i modsætning til Finland og Sverige – gjort erstatningsansvar gældende. Ved fusionerne bliver direktøren i den kriseramte bank i flere tilfælde gjort til medlem af den overtagende banks direktion.⁷⁰ I alt foretager Finanstilsynet i perioden 1990-95 137 politianmeldelser, hvoraf de 44 fører til domfældelse, 36 til frifindelse og 20 til bødeforlæg, mens sagerne i 30 tilfælde bliver henlagt.⁷¹ Chefen for Finanstilsynet, Eigil Mølgaard, mener, at tallene tegner et "... deprimerende billede af samfundets muligheder for – eller måske snarere: evne til – at anvende de sanktioner, som bør anvendes ud fra en praktisk og en moralsk synsvinkel ...".⁷²

3.5. Nyere kriser

Siden 1995 har danske pengeinstitutter oplevet en periode med høj indtjening. Der har været tale om meget små tab, jf. tabel 3.4. Indtjeningen har været begunstiget af en stærk vækst i udlånene særlig efter 2003, jf. figur 3.6. Det har samtidig været muligt at øge indtjeningen gennem indtægter fra gebyrer, bl.a. i forbindelse med en øget interesse for værdipapirinvesteringer, der har givet indtægter i forbindelse med handel og porteføljeadministration. En hovedårsag bag væksten i udlånene har været en kraftig stigning i priserne på fast ejendom, idet priserne på en-familiehuse særlig er steget siden 2000, jf. figur 3.7. Siden midten af 1990erne har der også været en forholdsvis høj vækst i bruttonationalproduktet, jf. figur 3.5.

Udlånsvæksten siden 2000 har særlig været stor for en række af de mindre og mellemstore pengeinstitutter. Udlånsstigningen har været højere end væksten i indskud, og de danske pengeinstitutter er herved i stigende grad blevet afhængig af finansiering over interbankmarkedet. Efter udbruddet af sub-primekrisen i august 2007 og sammenbruddet i Northern Rock i september 2007 (se kapitel 4)

70 Bl.a. bliver direktøren i Sparekassen Sydjylland ved fusionen i juni 1991 gjort til medlem af Bikubens direktion, ligesom direktøren i Aktivbanken efter fusionen med Topdanmark i 1991 gøres til medlem af direktionen i Topdanmark. Sparekassen Sydjylland og Aktivbanken er blandt de pengeinstitutter, der har de største tab i slutningen af 1980erne og begyndelsen af 1990erne.

71 Oplysningen stammer fra Mølgaard (2003).

72 Mølgaard (2003), s. 144.

har der i stigende grad været opmærksomhed omkring den risiko, som pengeinstitutterne løber gennem afhængigheden af finansiering over interbankmarkedet.

I januar 2008 kommer det til krise i bankTrelleborg (den tidligere Slagelse Sparekasse). Ifølge bestyrelsens beretning er den vigtigste årsag bag krisen vanskeligheder med at skaffe likviditet.⁷³ På grund af en fejlregning er likviditeten i efteråret 2007 lavere, end banken har regnet med, og det bliver stadig sværere at skaffe ny likviditet. Samtidig er Finanstilsynet bekymret over en række engagementer i banken, herunder en stor koncentration af engagementer i ejendomssektoren, ligesom Finanstilsynet også er bekymret over bankens interne kontrolmiljø. Den 21. januar 2008 bliver der indgået en aftale med Sydbank om salg af bankTrelleborg. Efterfølgende indløser hovedaktionæren, fonden for bankTrelleborg, de øvrige aktionærer i banken på grundlag af § 144 i lov om finansiell virksomhed (se afsnit 6.2.2). Indløsningen sker til en kurs, der svarer til 27 pct. af kursen ved den sidste børsnotering af aktierne. Det følger af § 144, stk. 2, at banken skal vurderes af bankens revisor, der dog i det foreliggende tilfælde begrænser sig til at konstatere, at han i den foreliggende sag ikke er blevet bekendt med forhold, som afkræfter, at handelsværdien i den konkrete situation svarer til overtagelseskursen. I salgsaftalen med Sydbank indgår, at et bestyrelsesmedlem fra den nødlidende bank skal være medlem af Sydbanks bestyrelse, samt at de øvrige bestyrelsesmedlemmer skal være medlemmer af Sydbanks repræsentantskab.

Overtagelsen af bankTrelleborg og fremgangsmåden ved indløsningen af mindretalsaktionærerne er efterfølgende blevet anfægtet af en kreds af aktionærer. I stævningen anfægtes det bl.a., at Finanstilsynet har stillet et krav om retablering af solvensen, hvilket er en forudsætning for anvendelsen af § 144 i lov om finansiell virksomhed.

3.6. Sammenfatning og konklusion

Kapitlet har beskrevet danske finansielle kriser. Den mest omfattende krise finder sted fra 1920 til 1933, hvor tre af landets fire største banker kommer i problemer. Blandt de tre kriseramte største banker bliver en bank afviklet (Københavns Diskontobank og Revisionsbank), en anden må føres videre med statsmidler (Den Danske Landmandsbank), mens en tredje (Privatbanken) kan føres videre efter at have fået til-

73 Bestyrelsens beretning af 31. januar 2008 om årsagerne til bankTrelleborgs kollaps.

ført kapital fra Nationalbanken og en kreds af private virksomheder og banker.

Krisen gennem 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne er kendetegnet af store tab i danske pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Hertil kommer, at landets to største forsikringskoncerner, Baltica og Hafnia, kommer i krise. For at løse problemerne i pengeinstitutsektoren bliver der overvejende gjort brug af fusioner med andre pengeinstitutter. I visse tilfælde viser denne model sig umulig, og nogle pengeinstitutter bliver afviklet, i første række Baltica Bank og Varde Bank. Endelig bliver der i visse tilfælde fra Nationalbanken givet et generelt tilsagn om likviditetstilførsel, først og fremmest da Unibank i juni 1992 bliver udsat for store udtræk. Det danske pengemarked er under kraftigt pres, og danske pengeinstitutter er tilbageholdende med at låne til hinanden. Der er også vanskeligheder med at få finansiering i udlandet.

Med sammenbruddet i bankTrelleborg i januar 2008 kommer det for første gang i en årrække til et sammenbrud i et pengeinstitut. Krisen bliver løst på samme måde som hovedparten af kriserne gennem 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, nemlig gennem en hurtig fusion med et andet finansielt institut.

Finansielle kriser i de øvrige industrilande

4.1. Indledning

Siden fremkomsten af de moderne markedsøkonomier har det finansielle system i de vestlige industrilande regelmæssigt gennemlevet finansielle kriser, kendetegnet ved store tab for finansielle virksomheder. De tidlige kriser har ofte fundet sted i sammenhæng med store spekulationsprægede ændringer i aktivpriser. Kapitlet giver en kort beskrivelse af disse tidlige finansielle kriser. Endvidere giver kapitlet en beskrivelse af de finansielle kriser, der siden 1970 har ramt en række af de vestlige industrilande. Der har siden 1970 særlig været sammenbrud af finansielle virksomheder i USA, Japan, Spanien samt i de øvrige nordiske lande (Finland, Norge og Sverige). Frankrig og Italien har også oplevet sammenbrud i store finansielle virksomheder, mens der kun i mindre omfang har været sammenbrud i Storbritannien, Tyskland og i Benelux-landene.

Kapitlet ser udelukkende på finansielle kriser i de vestlige industrilande, dvs. den gruppe af lande, der gennem hovedparten af 1960erne, 1970erne og 1980erne var medlemmer af OECD. Der vil således ikke være nogen diskussion af de finansielle kriser, som særlig siden begyndelsen af 1980erne har ramt en række vækstøkonomier (emerging economies). Som eksempler kan nævnes den østasiatiske krise i 1997-98, den russiske krise i 1998 samt kriserne i de latinamerikanske lande, bl.a. peso-krisen i Mexico i 1994, den brasilianske krise i 1999 og den argentinske krise i 2001-02.

Beskrivelserne i dette kapitel omhandler udelukkende forløbet set fra de enkelte landes synsvinkel. I det følgende kapitel 5 vil der blive uddraget nogle fælles træk ved kriserne i de enkelte lande, og der vil ske en sammenligning mellem forløbet i lande med omfattende kriser og lande, hvor sammenbrud har været begrænset til enkeltstående finansielle virksomheder.

Afsnit 4.2 beskriver kort forløbet af tidlige finansielle kriser før anden verdenskrig. *Afsnit 4.3* beskriver nogle generelle kriser, der samlet har påvirket det internationale finansielle system. *Afsnit 4.4* ser på forløbet af finanskriserne i de nordiske lande i slutningen af 1980erne og begyndelsen af 1990erne. *Afsnit 4.5* beskriver USA's finansielle kriser gennem 1980erne og begyndelsen af 1990erne. *Afsnit 4.6* analyserer Japans finansielle krise efter 1989. *Afsnit 4.7* beskriver udviklingen i Storbritannien. *Afsnit 4.8* ser på finansielle kriser efter anden verdenskrig i en række andre industrilande. *Afsnit 4.9* giver en sammenfatning og konklusion.

4.2. Tidlige finansielle kriser

Der har tidligt været eksempler på episoder med spekulation i reale eller finansielle aktiver. Blandt de tidligst kendte eksempler er South Sea Bubble i Storbritannien og spekulationen omkring Mississippi-kompagniet i Frankrig.¹

South Sea Company bliver grundlagt i 1711 og får monopol på den britiske handel i Stillehavet. Senere overtager selskabet en del af den britiske statsgæld. I 1720 kommer det til en omfattende spekulation omkring selskabets aktier. Aktiekursen bliver seksdoblet fra begyndelsen af januar 1720 frem til højdepunktet i juni 1720. Det bidrager til kursstigningerne, at selskabet i stort omfang giver lån til opkøb af dets egne aktier. Tilsvarende kursstigninger finder sted for en række andre britiske aktier.

Efter sommeren 1720 kommer det til store kursfald. Taberne ved spekulationen i South Sea Company indleder en lobbyvirksomhed over for det britiske parlament for at få tilbageført en del af de gevinster, som er opnået af personer, der i tide har solgt aktier. I 1721 vedtager Parlamentet en omfordelingsordning (the Act to Restore the Publick Credit), som bl.a. betyder, at (i) staten giver afkald på en del af tilgodehavenderne i South Sea Company, (ii) gæld optaget i selskabet til køb af selskabets egne aktier bliver nedskrevet, samt (iii) selskabet giver afkald på aftaler om salg af yderligere aktier til høje kurser, idet kursen ved køb nedsættes.

I Frankrig får Mississippi-kompagniet, grundlagt af den skotske finansmand John Law, i 1717 monopol på handelen i det daværende franske Louisiana, der omfatter alt territorium omkring Mississippi-

1 En nylig beretning er givet i Dale (2004).

floden. Selskabet overtager samtidig den franske statsgæld. Der er altså tale om en slags "privatisering" af den franske statsgæld. Særlig gennem 1719 er der tale om store kursstigninger på selskabets aktier. I 1720 kommer det til store kursfald på selskabets aktier, der falder til ca. en sjettedel mellem januar og september 1720. I december 1720 må John Law flygte fra Frankrig. Mississippi-kompagniet betød i første række en lettelse af den franske stats gældsbyrde, hvilket kan have medført en udskydelse af den franske revolution. Først i 1789 tvinger nye statsfinansielle vanskeligheder den franske konge til at indkalde stænderforsamlingen for at vedtage nye indtægtskilder.

Gennem det 19. århundrede er der i de europæiske lande og i USA en række finansielle kriser. I Storbritannien kommer det således til panikagtige udtræk af indskud i 1825, 1847, 1857 og 1866. Krisen i 1866 er knyttet til sammenbruddet i den meget store britiske bank Overend, Gurney & Company, der gennem mange år er blandt de mest ansete bankierfirmaer i Storbritannien, og som dominerede markedet for vekseldiskontering. Firmaets relative størrelse svarer til, at det i dag ville være 10 gange større end de nuværende største britiske banker. Firmaet var tidligere kendt for sin konservative ledelse, men bliver omkring 1860 overtaget af en yngre generation, der foretager store udlån særlig til rederier og jernværker. Bagehot skriver om virksomhedens udlånspolitik, at partnerne i perioden fra 1860 til 1866 "... lost all their own wealth, sold the business to the company, and then lost a large part of the company's capital. And these losses were made in a manner so reckless and so foolish that one would think a child who had lent money in the City of London would have lent it better ...".² Overend, Gurney & Company henvender sig til Bank of England for at få centralbanken til at medvirke i en redningsaktion. Bank of England nægter, og firmaet bliver erklæret konkurs.

I 1890 er der i UK optræk til panikagtige salg af aktier, da det bliver kendt, at vekselererfirmaet Baring Brothers vil bryde sammen efter at have lånt til uheldige investeringer i Sydamerika. Regeringen griber imidlertid ind.

I USA kommer det til en større krise med udtræk fra en række banker og panikagtige salg af aktier i 1873. Tilsvarende er der i 1890 en række banksammenbrud og aktiekursfald. I 1907 kommer det til generel panik efter sammenbrud i en af USA's største finansielle virksomheder, selskabet Knickerbocker Trust Company. Også en række

2 Se Capie (2007).

banker går ned. Krisen giver stødet til oprettelsen af Federal Reserve System i 1913 baseret på 12 regionale centralbanker (Federal Reserve Banks).

Efter afslutningen af første verdenskrig er det forventningen i Storbritannien, at der vil blive store fremtidige indtjeningsmuligheder for britisk erhvervsliv.³ Det er vurderingen, at tysk erhvervsliv er blevet sat uden for konkurrence som følge af omstillingen til våbenproduktion og nedslidning under krigen. Der bliver herved i Storbritannien tale om en kraftig stigning i investeringerne i perioden fra foråret 1919 til sommeren 1920, hvilket finansieres gennem let adgang til kredit. Der etableres en række nye rederier, og priserne på fast ejendom stiger kraftigt. Der sker ligeledes en kraftig opbygning af lagre i forventning om opdæmmed efterspørgsel efter krigen, hvilket er medvirkende til en stigning i engrospriserne på ca. 40 pct. fra januar 1919 til sommeren 1920. Perioden er kendt i britisk økonomisk historie som "frensie finance". Efter sommeren 1920 falder priserne med 50 pct. frem til januar 1922, da det bliver klart, at den civile produktion efter første verdenskrig hurtigt kommer i gang. Det kommer imidlertid ikke til sammenbrud i finansielle virksomheder. Ligeledes er der heller ikke i Storbritannien finansielle sammenbrud under 1930ernes depression. Efter en stor kapitaludstrømning i juli og august 1931 må Storbritannien opgive guldfoden i september 1931.

I 1920erne og de første år af 1930erne er der en række finansielle sammenbrud i Sverige. I perioden 1920-23 har de svenske banker et samlet tab på 700 mio. sv. kr. svarende til 12,2 pct. af det samlede udlån.⁴ I 1919 indtræder det eneste tilfælde, hvor en svensk bank efter første verdenskrig går konkurs, og indskyderne har tab, nemlig sammenbruddet i Privatbanken, hvor direktøren har anvendt bankens midler til at dække tab på egne spekulationsforretninger. I 1922 er der krise i den største svenske bank, Svenska Handelsbanken, der må have tilført ansvarlig lånekapital (företagsbevis). Emissionen garanteres af de to øvrige hovedbanker, Skandinaviska Kredit AB og Enskilda Banken. Det kommer også til sammenbrud i en række andre banker, der enten overtages af andre svenske banker, eller som rekonstrueres gennem indskud af kapital fra de øvrige banker eller gennem tilførsel af ansvarlig kapital med garanti fra andre banker. Herudover indskyder staten sammen med bankerne kapital i en særlig fond (Kreditkassan),

3 For en beskrivelse se Kindleberger (1993).

4 Lybeck (1992).

der bidrager til finansieringen af kriseramte banker ved tilførsel af ansvarlig lånekapital eller ved at stille garantier ved emissionen af ansvarlig kapital. Kreditkassen overtager også dårlige lån i de kriseramte bank. De samlede tab i Kreditkassen bliver på ca. 70 mio. sv. kr.

I sommeren 1931 medfører det krise i flere svenske banker, at udlændinge trækker midler ud efter sammenbruddene i de tyske banker (se nedenfor). I 1932 må Skandinaviska Kredit AB have tilført kapital fra staten samt de øvrige hovedbanker, efter at banken har lidt store tab på udlån til Kreuger & Toll. Der var her tale om et meget stort enkeltengagement, idet bankens lån til Kreuger & Toll i september 1931 udgør 40 pct. af bankens samlede udlån.

Lybeck (1992) anfører som årsager til 1920ernes svenske bankkrise en høj realrente som følge af prisfaldet efter 1920 samt spekulationsprægede investeringer finansieret gennem de såkaldte "emissionsbolag". Emissionsbolagene er selskaber, der er specialiseret i finansiering af nystartede og fusionerede erhvervsvirksomheder, ligesom de også i et vist omfang finansierer aktiespekulationer. Det angives af Lybeck (1992) som en yderligere årsag til tabene i provinsbankerne, at de under krigen har opbygget et stort indskudsoverskud, hvilket giver et incitament til risikobetonede udlån.

Også i Norge er 1920erne kendetegnet ved en omfattende krise, hvor en række banker bryder sammen.⁵ Som årsag til den norske finanskriser peger Gerdrup (2004) på et økonomisk opsving kendetegnet ved spekulation under første verdenskrig, hvilket også fører til kraftige prisstigninger samt en stor stigning i aktiekurserne, særlig inden for skibsfart. Bankerne bidrager til spekulationen ved at låne ud til aktiekøb. De norske banker får problemer, da konjunkturerne efter første verdenskrig vender. De norske bankers problemer forøges af, at Norges Bank fører en restriktiv pengepolitik for at bringe den norske krone tilbage til guldpariteten før første verdenskrig.

Den mest omfattende finansielle krise i USA og Centraleuropa optræder i forbindelse med depressionen, der begynder i 1929.⁶ Gennem 1920erne sker der en kraftig stigning i de amerikanske aktiekurser. Produktionen i USA når et højdepunkt allerede i andet kvartal af 1929. I resten af 1929 kommer det til et fald, særlig er der tale om et stort fald i bilproduktionen. Aktiekurserne på Wall Street når

5 En beskrivelse findes i Gerdrup (2004).

6 Beskrivelsen er baseret på Kindleberger (1993), Dillard (1967), FDIC (1984, 1998b) samt på Friedman og Schwartz (1963a, b) og James (2001).

et højdepunkt den 3. september 1929, hvor Dow Jones Industrial Average står i 381, hvilket er 6,1 gange over lavpunktet på 63 den 16. august 1921. Gennem den resterende del af 1929 kommer det til store kursfald, særlig den 24. oktober 1929 (Black Thursday) og den 29. oktober 1929 (Black Tuesday). Ved udgangen af 1929 er kurserne faldet med 36 pct. i forhold til højdepunktet. Federal Reserve System reagerer umiddelbart på panikken ved at øge likviditeten gennem køb af obligationer.

Frem til 1933 er der tale om et meget stort fald i produktionen, idet USA's bruttonationalprodukt i 1933 ligger 31 pct. lavere end i 1929, jf. *figur 4.1*. Der er ligeledes tale om et stort fald i prisniveauet, der i 1933 er faldet med 22 pct. i forhold til 1929, jf. *figur 4.2*. Dow Jones Industrial Average er ved lavpunktet den 8. juli 1932 faldet til 41 (10,8 pct. af 1929-højdepunktet).

Som følge af den større usikkerhed forsøger bankerne umiddelbart efter Wall Street-krakket at nedsikere mængden af udlån, og allerede i de første måneder af 1930 kommer det til en række banksammenbrud. Det fremgår således af *tabel 4.1*, at det i 1930 kommer til sammenbrud i amerikanske banker, der repræsenterer 2,0 pct. af de samlede indlån. I 1931 er der tale om omfattende udtræk fra banker, hvor kunderne har mistet tilliden. Vanskelighederne uddybes, efter at Storbritannien forlader guldfoden i september 1931, idet indskydere i USA konverterer til guld i forventning om, at også USA vil blive tvunget til at forlade guldfoden. For at hindre omvekslingen må Federal Reserve Bank of New York gennemføre en renteforhøjelse, hvilket bidrager til bankernes vanskeligheder. I oktober 1931 organiserer bankerne en fond, der skal støtte kriseramte banker. Fonden bliver imidlertid tømt i løbet af få uger. I januar 1932 etablerer Hoover-administrationen et nyt føderalt agentur, Reconstruction Finance Corporation (RFC), der skal støtte banker i krise. Agenturet yder gennem 1932 meget omfattende lån på sammenlagt 900 mio. dollars svarende til 5,4 pct. af de samlede udlån i amerikanske banker i 1932. Effektiviteten hæmmes dog af, at mange banker ikke ønsker at modtage støtte fra agenturet, idet det herved vil blive offentligt kendt, at de pågældende banker er nødlidende med risiko for et efterfølgende run på banken.

Hoover-administrationen mener, at en væsentlig årsag til bankudtrækkene er manglende tillid blandt investorerne, herunder også manglende tillid blandt udenlandske investorer med hensyn til at placere i USA. En årsag til den manglende tillid er også et stort underskud på statsbudgettet. Hoover-administrationen reagerer ved i december 1931

at foreslå skatteforhøjelser. De vedtagne skatteforhøjelser bidrager yderligere til lavkonjunkturen.⁷

Gennem 1932 kommer det til stadig mere omfattende udtræk fra de amerikanske banker. Husholdningerne øger kraftigt deres beholdninger af kontanter. Udtrækkene skyldes i første række en generel følelse af usikkerhed.⁸ En række amerikanske stater erklærer moratorier på bankers udbetalinger. Da præsident Roosevelt bliver valgt til præsident i november 1932, er der rygter om, at den nye administration vil gennemføre en devaluering af dollaren, hvilket yderligere bidrager til en omlægning til fremmed valuta og guld.⁹ Mellem 1. februar 1933 og 4. marts 1933 mister Federal Reserve Bank of New York 61 procent af sine guldreserver. Panikken når sit højdepunkt i marts 1933.

Da præsident Roosevelt indsættes som præsident den 4. marts 1933, har alle amerikanske stater erklæret bankhelligdag ("bank holiday"). Præsident Roosevelt erklærer herefter en periode med national bankhelligdag, som skal vare fire dage med virkning fra 6. marts 1933. Den 9. marts 1933 vedtager Kongressen en ny banklov, the Emergency Banking Act, der opstiller betingelser for de banker, der genåbner efter den nationale bankhelligdag. Banker, der genåbner, skal godkendes af en Federal Reserve Bank for at sikre, at de er tilstrækkelig solide. Som følge af denne ekstra kontrol lukkes ca. 4.000 banker. Samtidig bliver der givet nye muligheder for, at banker kan få tilført likviditet fra Federal Reserve System. Som en yderligere konsekvens af den amerikanske bankkrise bliver det i juni 1933 (Banking Act of 1933)

7 Præsident Hoover fremkommer med følgende forsvar for skattestigninger i sin State of the Union meddelelse den 8. december 1931: "... Our first step towards recovery is to reestablish confidence and thus restore the flow of credit which is the very basis of our economic life. The first requirement of confidence and of economic recovery is financial stability of the United States government ... To go further than these limits in either expenditures, taxes, or borrowing will destroy confidence, denude commerce and industry of their resources, jeopardize the financial system, and actually extend unemployment and demoralize agriculture rather than relieve it ..." (citeret i James, 2001, s. 78-79).

8 I FDIC (1984) er det vurderingen vedrørende begivenhederne i vinteren 1932-33: "... it is not possible to point to any single factor that precipitated the calamitous events of this period. The general uncertainty with respect to monetary and banking conditions undoubtedly played the major role, although there were specific events that tended to increase liquidity pressures within the system ..." (s. 37).

9 I december 1932 holder den kommende præsident Roosevelt et møde i Albany for at diskutere en devaluering, og den 19. februar 1933 afslår senator Carter Glass at blive finansminister i den nye administration, da han ikke fra Roosevelt kan få et løfte om, at USA ikke vil devaluere.

vedtaget at skabe et amerikansk system med indskydergaranti, som skal administreres gennem et nyt føderalt agentur, Federal Deposit Insurance Corporation. Fonden bliver i første omgang finansieret gennem indskud fra finansministeriet samt fra de 12 centralbanker, der udgør Federal Reserve System.

Gennem 1934 vender tilliden til det amerikanske banksystem tilbage, og der sker en kraftig forøgelse af indskuddene i amerikanske banker. I perioden 1934-41 er der tale om forholdsvis få banksammenbrud i USA (et gennemsnit på ca. 50 hvert år af overvejende små banker).

Allerede i slutningen af 1920'erne har flere østrigske banker tab, bl.a. Bodenkreditanstalt, der i 1929 på foranledning af regeringen overtages af den største østrigske bank, Creditanstalt. I 1931 er der rygter om, at også Creditanstalt er i vanskeligheder. Et af bestyrelsesmedlemmerne kræver en grundig gennemgang af bankens aktiver. Indskyderne begynder at foretage omfattende udtræk fra banken, således stiger det østrigske seddelomløb fra 305 mio. schilling i ugen op til den 7. maj 1931 til 1.038 mio. schilling i den følgende uge. Gennemgangen af bankens aktiver viser, at banken har haft tab på mere end 140 mio. schillings, som man særlig tilskriver engagementer overtaget fra Bodenkreditanstalt. Creditanstalt erklæres insolvent den 11. maj 1931. Banken holdes efterfølgende åben gennem tilførsel af meget store midler fra den østrigske nationalbank, og der opnås enighed om en rekonstruktionsplan, hvor banken får tilført kapital fra den østrigske regering og nationalbank samt fra de britiske og franske dele af Rothschild-gruppen. De samlede statsudgifter til støtte af Creditanstalt når op på 9 pct. af bruttonationalproduktet.

En stor del af de midler, som indskydere trækker ud af Creditanstalt, bliver ført ud af Østrig. Landet har herved vanskeligt med at holde den faste valutakurs og må have tilført store lån fra de øvrige industrilande. Vanskelighederne i Østrig medfører kapitaludstrømning også fra Ungarn, Tjekkosllovakiet, Rumænien, Polen og Tyskland. I begyndelsen af juni 1931 har den tyske centralbank tabt en stor mængde af sine internationale reserver. For at hjælpe Tyskland foreslår præsident Hoover et moratorium på alle krigsskadeerstatninger. Samtidig kommer det til en krise i den store tyske bank Darmstädter und Nationalbank (Danatbank), der må lukke i juli 1931. Blandt årsagerne til Danatbanks vanskeligheder er udlån til firmaet Nordwolle, der har foretaget store investeringer i bomuld, og som kommer i vanskeligheder, da prisen på bomuld falder. Indskyderne begynder

nu omfattende udtræk fra de tyske banker, og ved midten af juli er Dresdner Bank ikke længere i stand til at klare sine forpligtelser. Mange udenlandske kreditorer kræver deres lån i Tyskland tilbagebetalt, bl.a. skærer de store amerikanske banker ned på deres kreditlinier til tyske banker. Regeringen gennemfører herefter et stop for kapitaludførsel til udlandet. Den 13. juli 1931 bliver der erklæret bankhelligdag i hele Tyskland. Danatbank bliver fusioneret med Dresdner Bank. Det offentlige overtager 91 pct. af ejerkapitalen i Dresdner bank, 70 pct. af ejerkapitalen i Commerzbank og 35 pct. af ejerkapitalen i Deutsche Bank. Offentlige institutioner bliver etableret for at overtage og afskrive dårlige engagementer.

Efter krisen i Tyskland kommer det også til udtræk fra britiske banker, og der bliver kapitaludstrømning fra Storbritannien. For at hindre sammenbrud i de britiske banker suspenderer Storbritannien den 21. september 1931 guldindløseligheden. Sammenbruddet af guldstandarden i september 1931 skyldes således ikke (som det ellers ofte fremhæves) en overvurdering af det britiske pund, men derimod en bankkrise, hvor udtræk fra landets banksektor giver anledning til kapitaludstrømning. I de britiske overvejelser indgik også et stop for de frie internationale kapitalbevægelser, men man prioriterer hensynet til den frie kapitalbevægelighed højere end hensynet til at opretholde den faste valutakurs i form af guldstandarden.¹⁰

Som beskrevet ovenfor kommer det efterfølgende i løbet af efteråret 1931 til udtræk også fra amerikanske banker i forventning om, at USA ligeledes vil blive tvunget til at forlade guldfoden.

Efter at Storbritannien har forladt guldfoden i september 1931, og USA har forladt guldfoden i april 1933, opretholdes guldfoden fortsat af Frankrig, Belgien, Holland og Schweiz. Det kommer i 1933-35 til en række kriser i disse lande, hvor indskydere trækker indskud ud af bankerne og veksler dem til guld. I marts 1935 er næsten alle belgiske banker tæt på sammenbrud, og den belgiske regering bliver herved tvunget til at forlade guldfoden. Efter sejr til venstrefløjspartierne i Frankrig under Léon Blum ved valget i april 1936 gennemfører den nye franske regering i oktober 1936 en devaluering senere fulgt af Holland og Schweiz.

Årsagerne til 1930ernes store depression har været genstand for en omfattende diskussion. Det har i særlig grad været diskuteret, om depressionen skyldes udelukkende faktorer i realøkonomien, eller

10 Beskrivelsen er baseret på James (2001).

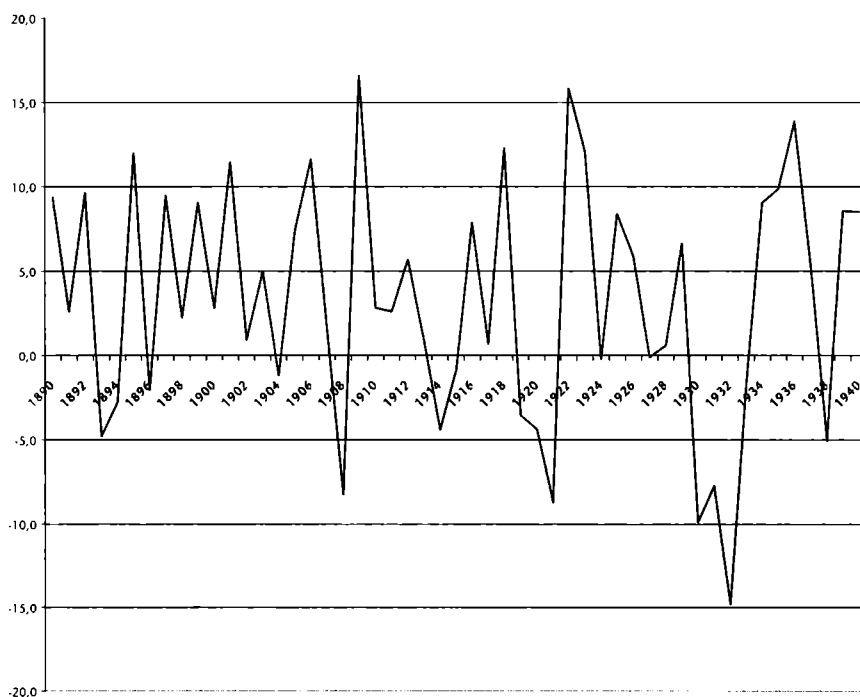
om også finansielle og monetære faktorer har spillet en rolle for den økonomiske udvikling. Nogle forfattere – bl.a. Galbraith (1961) samt Kindleberger (1989) – fremhæver som årsag til krisen den stærke aktiekursstigning gennem anden halvdel af 1920'erne. Da boblen brister i 1929, bliver der tab for investorer samt også for banker, som i stort omfang har finansieret aktiekøbene bl.a. gennem marginlån. Ifølge Galbraith (1961) får aktiekursfaldet en stor virkning på det amerikanske forbrug, da det særlig rammer den velstillede del af befolkningen, der gennem 1920'erne har holdt forbruget oppe. Herudover peger Galbraith (1961) på bankernes store udlån til Tyskland, som bliver nødlidende på grund af de tyske økonomiske vanskeligheder. Fisher (1933) forklarer depressionen med prisfaldet efter 1929, der medfører en stor stigning i realværdien på gæld. Herved ser Fisher (1933) den store depression som en bekræftelse af sin "debt-deflation" teori, jf. afsnit 2.2.1. Friedman og Schwartz (1963a, b) fremhæver, at der i perioden 1929-33 sker et stort fald i pengemængden, hvilket skyldes udtræk fra banksektoren, som får bankerne til at reagere med en reduktion af udlån. Den mindske pengemængde giver anledning til fald i produktionen. Bernanke (1983) mener, at finansielle faktorer afgørende bidrager til produktionsfaldet, idet erhvervsvirksomhederne på grund af banksammenbruddene har vanskeligt ved at finansiere deres investeringer.¹¹ Bernanke (1983) påpeger, at banksammenbrud tidsmæssigt ligger før perioder med produktionsnedgang. I fremstillingen hos James (2001) lægges der i første række vægt på, at det i 1931-33 kommer til en serie af bankkriser, hvor investorer trækker sig ud af forskellige lande i forventning om banksammenbrud, mulige devalueringer og/eller kapitalrestriktioner.

I samtiden er det en udbredt vurdering, at bankernes problemer i stort omfang er selvforskyldte, således bliver der i USA med Banking Act of 1933 gennemført foranstaltninger, som har til formål at begrænse konkurrencen mellem banker samt på anden måde hindre risikotagning. Bl.a. indebærer 1933-loven en adskillelse mellem investment banking og almindelig bankvirksomhed (commercial banking). For at hindre konkurrence mellem banker om at tiltrække indskud giver 1933-loven endvidere Federal Reserve Board adgang til at forbyde betaling af renter på tidsindskud, og ved en lovgivning bliver der i 1935 indført forbud mod, at banker betaler renter på anfordringsindskud.

11 Samme forklaring findes i Mishkin (1978).

Tabel 4.2 viser resultaterne fra en opgørelse over hyppigheden af bankkriser i en række industrilande.¹² Det fremgår, at der i perioderne 1880-1913, 1919-39 samt 1973-97 er et forholdsvis stort antal bankkriser. Det er i disse perioder, at bankvirksomhed foregår uden regulering i form af begrænsninger på rentefastsættelsen og/eller i form af begrænsninger på den tilladte mængde udlån, f.eks. i form af udlånslofter. Derimod er der i perioden 1945-71 stort set ingen bankkriser. Det er i denne periode, at konkurrencen mellem banker er reduceret gennem restriktioner på udlån og rentefastsættelse.

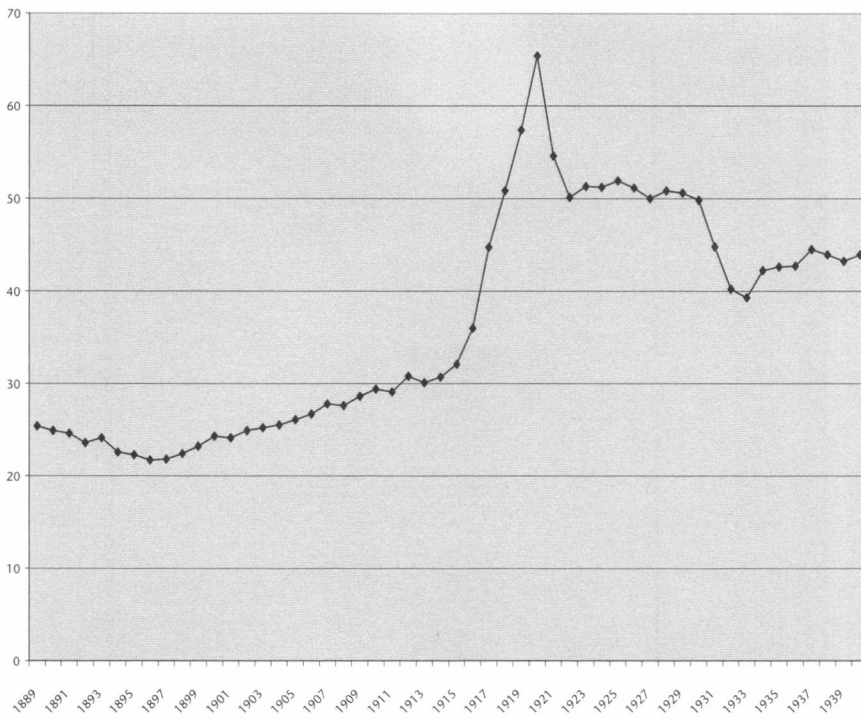
Figur 4.1. Stigningen i bruttonationalproduktet i USA 1890-1940¹



1. Figuren viser stigningen i bruttonationalproduktet i USA. Kilde: Office of the Census (1975).

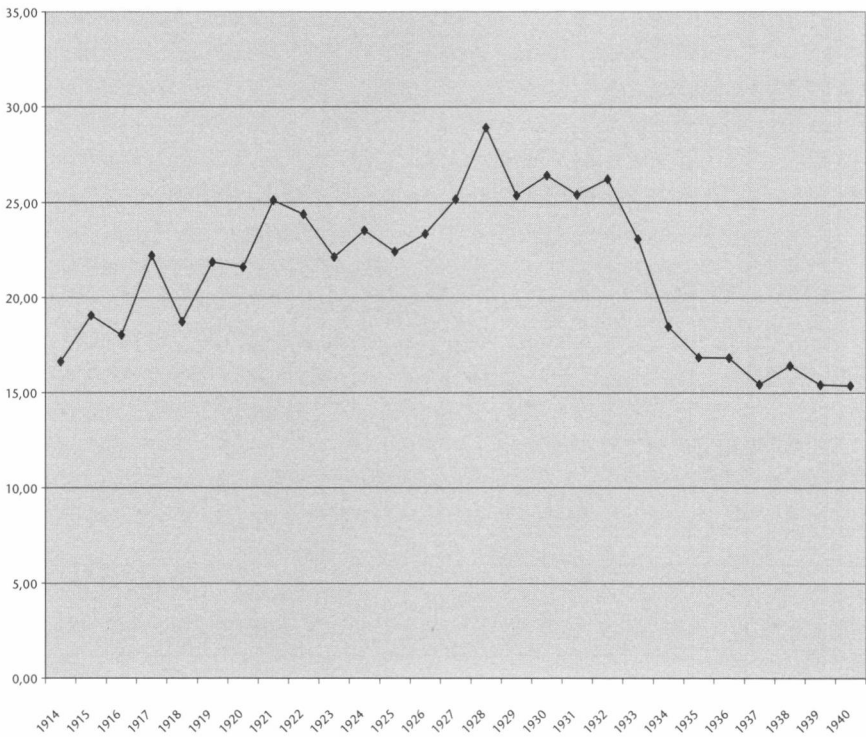
12 Se Bordo, Eichengreen, Klingebiel og Martinez-Peria (2001).

Figur 4.2. Prisudviklingen i USA 1889-1940¹



1. Figuren viser udviklingen i prisniveauet for amerikansk produktion (BNP-deflatoren). Kilde: Office of the Census (1975).

Figur 4.3. Udviklingen i amerikanske bankers udlån 1914-1940¹



1. Figuren viser udlån fra medlemsbankerne i Federal Reserve System sat i forhold til bruttonationalproduktet. Kilde: Office of the Census, Statistical Abstracts of the United States, diverse årgange.

Tabel 4.1. Nøgletal for bankkrisen i USA 1930-33¹

	Antal sammenbrudte banker	Indskud i sammenbrudte banker (pct. af samlede indskud)	Indskyderes gennemsnitlige tab som pct. af indskud i sammenbrudte banker (pct.)
1921	506	0,61	34,7
1922	366	0,31	41,9
1923	646	0,46	41,5
1924	775	0,61	37,8
1925	617	0,44	36,4
1926	975	0,41	51,9
1927	669	0,49	30,5
1928	498	0,33	30,8
1929	659	0,54	33,2
1930	1.350	2,01	28,4
1931	2.293	4,37	23,1
1932	1.453	2,39	23,8
1933	4.000	14,31	15,0

1. Tabellen viser antallet af sammenbrudte banker i USA, indskuddene i de sammenbrudte banker som pct., af samtlige indskud i amerikanske banker samt indskydernes gennemsnitlige tab i forbindelse med banksammenbrud som pct. af deres samlede indskud. Kilde: FDIC (1984).

Tabel 4.2. Karakteristika for bankkriser i industrilande¹

	Hyppeghed af kriser (pct.) ²	Gennemsnitlig varighed af kriser (år) ³	Samlet tab af produktion under krise (pct. af BNP) ⁴
1880-1913	2,0	3,0	11,6
1919-1939	3,7	2,5	11,5
1945-1971	0,0	–	–
1973-1997	2,5	3,4	7,9

1. Tabellen giver en oversigt over karakteristika ved bankkriser i industrilande. I perioden 1880-1913 er følgende lande henregnet til gruppen af industrilande: Belgien, Frankrig, Tyskland, Holland, Schweiz og Storbritannien. Efter 1914 er yderligere følgende lande henregnet til gruppen af industrilande: Australien, Danmark, Finland, Italien, Japan, Norge, Sverige og USA. Kilde: Dataappendiks til Bordo, Eichengreen, Klingebiel og Martinez-Peria (2001) (udlagt på www.economic-policy.org).
2. Hyppeghed af krise er beregnet som antallet af år med bankkrise i de pågældende lande divideret med det samlede antal observationer (dvs. antal år i de pågældende lande).
3. Antallet af år fra krises start til afslutning.
4. Produktionstab er beregnet som det akkumulerede tab af produktion under krisen opgjort som pct. af bruttonationalproduktet. For de enkelte år under krisen er produktionstabet beregnet som forskellen mellem væksten i bruttonationalproduktet for det pågældende år og den gennemsnitlige vækst i bruttonationalproduktet i den forudgående fem-års-periode.

4.3. Kriser på de internationale kapitalmarkeder efter 1970

Siden 1970 har det i en række situationer været nødvendigt for centralbanker at tilføre markedet likviditet i forbindelse med en svækkelse af tilliden til finansielle virksomheder, der medfører en større efterspørgsel efter likviditet. Det er især Federal Reserve System, som har været toneangivende med hensyn til likviditetsstøtte. I flere tilfælde er likviditetstilførslen sket i samarbejde med centralbankerne i de andre førende industrilande.

Selskabet *Penn Central Transportation Company* bryder sammen i juni 1970. Da selskabet har lånt store beløb gennem commercial papers, bliver der optræk til panik på markedet for commercial papers, hvor renterne stiger kraftigt. Federal Reserve er bekymret over, at et sammenbrud af markedet for commercial papers vil gøre det sværere for erhvervsselskaber og banker at rejse finansiering. Federal Reserve letter på denne baggrund finansieringsmulighederne ved at give banker adgang til frit at låne gennem discount window i Federal Reserve. For yderligere at forbedre bankernes finansieringsmuligheder suspenderer Federal Reserve loftet for renten på certificates of deposit (amerikanske bankers kortfristede indskud på grundlag af aftalevilkår), hvorved det bliver lettere for bankerne at tiltrække finansielle midler. Federal Reserves foranstaltninger gør det muligt at undgå større virksomhedssammenbrud.¹³

I 1974 kommer det til en række banksammenbrud i USA, Tyskland og Schweiz.¹⁴ I USA har landets 20. største bank, *Franklin National Bank*, en række tab på positioner i fremmed valuta, og indskydere begynder at trække indskud ud af banken. I maj 1974 kan banken ikke længere opfylde sine forpligtelser. Federal Reserve reagerer ved at stille likviditet til rådighed for banken, som efterfølgende lukkes i oktober 1974. I Tyskland kommer *Bankhaus Herstatt* i juni 1974 i vanskeligheder ligeledes på grund af tab på valutahandel. Banken bliver lukket af de tyske myndigheder, hvilket fører til tab for de banker, som har udestående gæld over for Bankhaus Herstatt. Dette fører til forstyrrelser i det internationale betalingssystem, idet banker på grund af manglende tillid reducerer kreditlinierne over for banker, der kan tænkes at tabe på sammenbruddet i Bankhaus Herstatt. Det er vanske-

13 Episoden er beskrevet bl.a. i Davis (1992) samt i Schwartz (1986).

14 Episoden er beskrevet bl.a. i Walker (2001).

ligt særlig for udenlandske banker at opnå finansiering i amerikanske banker, og der er en klar stigning i de risikopræmier, som en række banker må betale ved låntagning. Interbank-mellemværenderne bliver kraftigt reduceret i juli og august 1974.

Centralbankerne i de 10 vigtigste industrilande (G10-landene) reagerer på usikkerheden ved i september 1974 at udsende et *communique*, hvor de giver tilsagn om at opretholde stabiliteten i det internationale finansielle system, ligesom de giver tilsagn om at yde støtte, hvor som helst det er nødvendigt for at bevare tilliden i banksystemet. Problemerne i 1974 på de internationale bankmarkeder giver stødet til oprettelsen af Basel-komiteen, der mødes første gang i februar 1975. Bank for International Settlements (BIS) giver efterfølgende udtryk for, at 1974-krisen kan have haft den positive effekt, at banker er blevet mere risikobevidste i forbindelse med deres internationale långivning og i forbindelse med valutarisici. Det ses som positivt, hvis bankernes internationale långivning herefter vil blive udvidet i et mere moderat tempo.¹⁵

Efter store *kursfald på aktiemarkedet i oktober 1987* er der rygter om, at flere førende amerikanske virksomheder er i vanskeligheder på grund af tab.¹⁶ På New York Stock Exchange falder Dow Jones-indekset på en enkelt dag – den 19. oktober 1987 – med 22,6 pct.

15 Det fremføres i årsrapporten fra Bank for International Settlements (1975): "... Despite the temporary threat to the stability of the system, the events of last summer seem to have had on the whole a salutary effect on the development of the market. Banks have become more risk-conscious and selective in their loan business. The size of individual syndicated loans and, partly as a result of the difficulties of the smaller banks, the number of participants in these loans have been reduced, while average maturities have become considerably shorter. The margins over interbank rates and other fees charged by Euro-banks on new floating rate loans have increased sharply and should therefore enable them to build up adequate provisions against losses; owing to the multi-tier interest rate structure, it is mainly the big banks that have benefited from this trend and, since these banks also received most of the petro-funds, their market position has been considerably strengthened. The emphasis of new lending has shifted away from the outright financing of balance-of-payments deficits towards project-related loans, such as those for the development of new energy sources. And last but not least, with the guidance of central banks and new regulations the banks have become more prudent in their foreign exchange activities and are now paying more attention to the soundness of their balance-sheet structure, particularly as regards their capital leverage. All this would suggest that despite the renewal of confidence the market will henceforth tend to expand at more moderate rates than in recent years ..." (s. 134-135).

16 Begivenhedsforløbet er beskrevet bl.a. i Presidential Task Force on Market Mechanisms (1988) samt i Bank for International Settlements (1988).

På aktiemarkederne i andre lande kommer det den 19. og den 20. oktober 1987 til lignende store kursfald. En senere officiel rapport om begivenheden – Brady-rapporten – taler om, at det internationale finansielle system er tæt på et “full-scale financial system breakdown”.¹⁷ Federal Reserve reagerer ved at stille likviditet til rådighed for banker. Der udsendes en erklæring om, at man er villig til at støtte markedet, og federal funds rate bliver over en periode på to uger nedsat med 1 pct. point.

I september 1998 organiserer Federal Reserve Bank of New York en redningsaktion til fordel for den amerikanske hedgefond *Long-Term Capital Management (LTCM)*.¹⁸ LTCM havde påbegyndt sin virksomhed i 1994 og blev almindelig anerkendt som en af de mest succesfulde hedgefonde, der gennem en række år havde givet et højt afkast. En væsentlig del af LTCMs strategi var at placere i obligationer udstedt på mindre likvide markeder, i første række statsobligationer udstedt i udviklingsøkonomier, mens fonden var kort i amerikanske statsobligationer. LTCM tjente med andre ord på renteforskellen mellem mindre likvide og mere likvide obligationer. Ved begyndelsen af 1998 råder LTCM over aktiver på 129 mia. dollars, mens egenkapitalen er på 4,72 mia. dollars. Herudover har LTCM indgået et stort antal derivatkontrakter svarende til et samlet underliggende beløb på 1.400 mia. dollars i 1998. Da Rusland i august 1998 standser betalingerne på sin gæld, er der en “flugt mod likviditet”, hvor investorer sælger ilikvide obligationer og i stedet placerer i amerikanske statsobligationer. Dette rammer LTCM, der netop har store placeringer i de mindre likvide obligationer. Hovedparten af LTCMs egenkapital går herved tabt. I slutningen af september 1998 tager Federal Reserve Bank of New York initiativ til, at et konsortium bestående af 15 store banker indskyder 3,5 mia. dollars i LTCM mod til gengæld at overtage 90 pct. af ejerrettighederne. Samtidig bliver kontrollen med LTCM overtaget af kredsen af banker, der har ydet de største lån til LTCM. Under en efterfølgende høring i Kongressen forklarer Alan Greenspan, formand for Board of Governors i Federal Reserve System, at de amerikanske myndigheder har taget initiativet for at undgå et udsalg af aktiver, som LTCM har investeret i. Greenspan forklarer, at det er vigtigt at undgå et sådant “fire sale” af aktiver netop i situationen med stor usikkerhed

17 Presidential Task Force on Market Mechanisms (1988).

18 Sammenbruddet i LTCM er beskrevet i Loewenstein (2000). En kritik af redningsaktionen findes i Dowd (1999).

på de internationale finansmarkeder, hvor investorerne er grebet af frygt, og hvor der er flugt over mod likvide aktiver. Et prisfald på aktiver skabt gennem en likvidation af LTCMs positioner vil bidrage yderligere til følelsen af usikkerhed. Dette vil særlig være tilfældet, fordi LTCM i stort omfang har placeret i illikvide aktiver med mulighed for store prisfald ved en realisation af beholdningerne.¹⁹

Frem mod 2007 er der en stor stigning i långivningen til amerikanske boligejere. En stigende andel af disse lån ydes til låntagere med den laveste kreditværdighed, såkaldte *sub-primelån*.²⁰ Ved midten af 2007 udgør sub-prime lån 21 pct. af de samlede boliglån i USA. Samtidig er der tale om en stigende andel af låntagerne, som ikke opfylder deres betalingsforpligtelser. I efteråret 2007 er andelen af sub-prime låntagere med misligholdelse af lånene (dvs. lån med restancer over 30 dage) vokset til 17 pct. (mod 10,3 pct. medio 2005).

Der har været peget på flere årsager til den kraftige stigning i långivningen til sub-prime kategorien af låntagere.²¹ For det første bliver der ydet høje honorarer til ejendomsmæglere og andre agenter, der afsætter lånene. På grund af honorarerne drejer det sig for disse agenter i første række om at yde lånene, mens låntagers mulighed for tilbagebetaling kommer i anden række. For at tilskynde låntagere til at optage lånene er långivningen i stort omfang sket i form af såkaldte "teaser" lån, hvor renten nedsættes i de første år af lånets løbetid. For det andet er der i årene frem til 2007 en udbredt optimisme omkring prisudviklingen på det amerikanske boligmarked, idet det er forventningen, at

19 Alan Greenspan (1998) forklarer under høringen i Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives: "... Quickly unwinding a complicated portfolio that contains exposure to all manner of risks, such as that of LTCM, in such market conditions amounts to conducting a fire sale ... However, a fire sale may be sufficiently intense and widespread that it seriously distorts markets and elevates uncertainty enough to impair the overall functioning of the economy. Sophisticated economic systems cannot thrive in such an atmosphere ...".

20 Amerikanske boliglån opdeles i tre kriterier: (i) prime lån, (ii) alt-A lån, samt (iii) sub-prime lån. Prime boliglån indebærer, at følgende betingelser er opfyldt: (i) låntager har en god kredithistorie, dvs. skal have betalt regninger og renter og afdrag på lån, (ii) låntager skal have en god "credit score" beregnet på grundlag af oplysninger om låntagers indkomst, formue og andre faktorer, (iii) lånebeløbet må ikke overstige 417.000 dollars, (iv) ydelsen må ikke overstige 55 pct. af låntagers disponible indkomst, (v) hovedstolen for lånet må ikke overstige 85 pct. af ejendomsværdien, samt (vi) indkomst og ejendomsværdi skal være fuldt dokumenteret. I tilfældet med Alt-A lån er det usikkert, om kriterierne for prime lån er opfyldt. I tilfældet med sub-prime lån er kriterierne ikke opfyldt.

21 En generel beskrivelse findes i Lund (2007). Se endvidere Bernanke (2007), King (2007) samt Trichet (2007).

de stigende boligpriser hurtigt vil skabe sikkerhed for de ydede lån. For det tredje har det været kritiseret, at kreditvurderingsbureauerne foretager en for lemfældig vurdering af lånenes kvalitet. Endelig for det fjerde beholder de finansielle virksomheder ikke selv lånene på deres balancer, men videresælger lånene i form af værdipapirudstedelse med sikkerhed i lånene. Dette videresalg af lånene finder sted ved, at lånene afsættes til særlige selskaber ("conduits", "special purpose vehicles" eller "structured investment vehicles"), der herefter udsteder værdipapirer. Det har været fremført, at de finansielle virksomheder gennem videresalget af lånene selv mister interessen for, at der gennemføres tilbagebetalinger på lånene og derved også for kvaliteten af de bagvedliggende låntagere. Samtidig bevirker ompakningen af lånene, at der er stor uigennemsigthed omkring kvaliteten af de bagvedliggende lån.

Værdipapirerne til finansiering af sub-prime lån er blevet videregivet til investorer over hele verden. I sommeren 2007 kommer det til sammenbrud i nogle amerikanske hedgefonde. I august 2007 er der tale om sammenbrud i to tyske banker, IKB og Landesbank Sachsen, som har placeret en stor del af balancen i sub-prime lån (se nedenfor). Ligeledes i august 2007 kommer det til sammenbrud i det amerikanske realkreditbank, Countrywide. Banken reddes i første omgang gennem likviditetstilførsel fra en række store amerikanske finansielle institutter, idet banken forudgående har tegnet en forsikring om likviditetstilførsel i tilfælde af problemer, hvorved banken kan trække på kreditlinier med et samlet beløb på 11,5 mia. dollars.²² I tredje kvartal 2007 foretager de ledende internationale banker store hensættelser til mulige tab på sub-prime lån. En række store finansielle virksomheder rapporterer om underskud, bl.a. de to store amerikanske realkreditinstitutter, Fannie Mae og Freddie Mac.

I forbindelse med videresalget af de amerikanske boliglån har de finansielle virksomheder stillet garantier for, at renteforskellen i forhold til værdipapirer med høj kreditværdighed ikke stiger over en vis margin. Da der i sommeren 2007 bliver nervøsitet omkring tilbagebetalingen af boliglånene, bliver en række af disse garantier effektive, og finansielle virksomheder får herved et øget behov for likviditet. Samtidig sker der en kraftig rentestigning ved udlån på interbankmarkedet, idet der er tilbageholdenhed blandt banker omkring udlån til andre banker. Tilbageholdenheden med hensyn til udlån på interbank-

22 King (2007).

markedet skyldes to faktorer. For det første er der frygt for soliditeten af bankerne i forbindelse med bankernes beholdninger af sub-prime lån og i forbindelse med bankers garantistillelse ved udstedelsen af værdipapirer på grundlag af sub-prime lån. For det andet kan bankernes garantistillelse medføre, at bankerne selv får brug for likviditet. Usikkerheden omkring det mulige behov for likviditet medfører en "hamstring" af likviditet blandt bankerne.

Centralbankerne har grebet ind over for sub-prime krisen gennem rentesænkninger samt ved at forbedre bankernes muligheder for lånoptagelse i centralbankerne. Federal Reserve System udsender i august 2007 en erklæring om, at den i givet fald vil tilføre likviditet til markedet. I september 2007 nedsættes den toneangivende amerikanske rente (fed-funds rate) fra 5,25 pct. til 4,75 pct. Rentenedsættelsen på 0,5 pct. points i september 2007 er usædvanlig, idet den amerikanske centralbank gennem en årrække kun har ændret renten i ryk med 0,25 pct. points, og rentenedsættelsen ses herved som udtryk for, at de amerikanske myndigheder ønsker at berolige markedet. I perioden frem til udgangen af januar 2008 bliver renten yderligere nedsat til 3 pct. Udover rentenedsættelser udvider Federal Reserve samt Bank of England bankernes lånemuligheder ved at give bankerne adgang til at optage lån mod sikkerhed i flere aktiver, end det tidligere har været tilfældet. Federal Reserve etablerer i december 2007 en særlig Term Auction Facility, hvorigennem der frem til udgangen af februar 2008 tilføres sammenlagt 50 mia. dollars til de amerikanske banker.

Da inflationen i efteråret 2007 var kraftigt stigende i euro-området, var det forventningen, at Den Europæiske Centralbank (ECB) ville fortsætte sin politik med renteforhøjelser. I stedet vælger ECB at fastholde sin toneangivende rente på 4 pct. gennem efteråret 2007. Samtidig letter ECB likviditetsmulighederne ved at sænke kravene til sikkerheden i forbindelse med udlån til banker. Også Bank of England nedsætter renten.

Usikkerheden i forbindelse med sub-prime krisen medfører en større tilbageholdenhed omkring bankers udlån til erhvervsvirksomheder og husholdninger. Rundspørger blandt de ledende kreditmedarbejdere i amerikanske banker tyder således på en stramning af kreditvilkårene.²³ Bankernes større forsigtighed med udlån medfører i efteråret 2007 et kraftigt fald i aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser.

Der har været peget på nogle generelle årsager til sub-prime krisen.

23 Se artikel i The Economist den 24. november 2007.

Et synspunkt er, at bankerne gennem en årrække har taget for lidt hensyn til risikoen ved udlån og derfor har ført en for ekspansionspræget strategi.²⁴ Det har generelt været set som et problem, at der på de finansielle markeder har været for stor "tørst efter risiko". En årsag til denne risikotagning har været den lave realrente, som har gjort investorer ivrige efter at finde investeringsmuligheder med et højere afkast. Der har været en "search for yield".²⁵ Reaktionen under sub-prime krisen kan ses som en tilbagevenden til en situation med en normal risikovurdering.²⁶ Flere kommentarer har gået på, at usikkerheden omkring forholdene på interbankmarkedet i første række drejer sig om mangel på gennemsigtighed og information.²⁷ Usikkerheden omkring sub-prime lånene har medført forslag om, at der skal gennemføres en regulering af de garantier, som banker giver uden for balancen. Endvidere er det blevet fremhævet, at investorer i højere grad selv bør foretage risikovurderinger og ikke bør basere sig på kreditvurderingsbureauerne.²⁸

4.4. Nyere finansielle kriser i de nordiske lande

4.4.1. Norge

I slutningen af 1980'erne kommer det til en omfattende krise i den norske banksektor.²⁹ Krisen kan siges at tage sin begyndelse i september 1988, hvor Sunnmørsbanken bryder sammen. I de følgende år kommer det til kriser i en række små eller mellemstore norske banker. I perioden fra december 1990 til december 1991 udvikler

24 Bl.a. den amerikanske finansminister Henry Paulson og den britiske kansler Alistair Darling har kritiseret bankerne for at føre en for risikopræget strategi, jf. artikel i Daily Telegraph den 13. september 2007.

25 Se f.eks. King (2007).

26 Se f.eks. Kroszner (2007), Trichet (2007) samt Warsh (2007).

27 Se f.eks. Goodhart (2007), King (2007) samt Trichet (2007).

28 Se f.eks. Trichet (2007), der fremhæver: "... In any case an important lesson of the current risk re-pricing is that investors must never take the opinion of rating agencies as a substitute for their own credit analysis and due diligence ...".

29 Den norske bankkrise har været beskrevet i flere rapporter. I 1991 nedsættes der en kommission under formandskab af professor Preben Munthe, der i 1992 fremlægger en rapport om bankkrisen, Norges Offentlige Utdredninger (1992). I 1997 nedsættes Stortingets Granskningskomisjon for bankkrisen, der i 1998 fremlægger en omfattende rapport. Herudover beskrives bankkrisen i en undersøgelse fra Senter for Anvendt Forskning ved Norges Handelshøyskole. Rapporten er fremlagt i Høyland et al. (1992).

krisen sig yderligere, idet det kommer til sammenbrud i de tre største norske banker. I december 1990 bliver der givet offentlig støtte til den tredjestørste norske forretningsbank, Fokus Bank, og henholdsvis i august 1991 og i december 1991 bliver der givet offentlig støtte også til de to største banker, Kreditkassen (Christiania Bank og Kreditkassen) og Den norske Bank. Sammenlagt er det nødvendigt med offentlig støtte til banker, der repræsenterer ca. 60 pct. af aktiverne i den norske banksektor.

Der har i litteraturen været peget på tre hovedårsager til den norske bankkrise: (i) makroøkonomiske faktorer, (ii) en risikobetonet kreditexpansion, samt (iii) svigtende tilsyn kombineret med lav egenkapital i bankerne.³⁰

Blandt de makroøkonomiske faktorer bag krisen har det været påpeget, at Norge efter nogle år med stærk økonomisk vækst efter 1985 oplever et kraftigt konjunkturomslag, hvilket bl.a. skyldes faldet i olieprisen i 1985.³¹ Der bidrager yderligere til konjunkturtilbageslaget, at der i 1986-88 bliver ført en stram finanspolitik. Senere bliver der gennemført en begrænsning af fradragsretten for rentebetalinger, hvilket bevirker en kraftig forøgelse af finansieringsomkostningerne efter skat for privatpersoner.

Konjunkturtilbageslaget medvirker til et stort fald i prisen på ejerboliger (fald på 30 pct. fra 1987 til 1993) samt i priserne på faste erhvervsejendomme (halvering af prisen på kontorejendomme fra 1987 til 1992). Det fremgår af *tabel 4.3*, at der i perioden 1987-93 er en langvarig lavkonjunktur i Norge, kendetegnet ved et væsentligt større produktionstab end under andre perioder med lavkonjunktur.

I perioden 1983-86 oplever Norge en meget stor vækst i kreditgivningen. Det fremgår af *tabel 4.4*, at udlån fra norske finansvirksomheder til den private ikke-finansielle sektor stiger fra ca. 75 pct. af bruttonationalproduktet i 1983 til ca. 120 pct. i 1989. Det har været fremhævet som en hovedårsag til den finansielle krise, at denne ekspansion i kreditgivningen er for risikobetonet.

Væksten i kreditgivningen skyldes for det første, at der i begyndelsen og midten af 1980'erne sker en gradvis deregulering af norsk bank-

30 Generelle diskussioner findes i Norges Offentlige Utredninger (1992), Stortingets Granskningskomisjon (1998), Sandal (2004), Steigum (2004) samt i Vale (2004) og Wilse (2004).

31 I rapporten fremlagt af Munthe-udvalget lægges der overvejende vægt på de makroøkonomiske faktorer som årsag til bankkrisen, jf. Norges Offentlige Utredninger (1992).

væsen. Tidligere skulle norske banker deponere beløb i Norges Bank, hvis deres udlånsstigning oversteg et vist maksimumsbeløb. Dette krav om tillægsreserver ophæves i 1984, ligesom rentefastsættelsen i de norske banker bliver givet fri i 1985. Dereguleringen medfører en stærkere konkurrence. Det giver også bankerne større mulighed for at øge udlånene, at de får mulighed for at supplere egenkapital med optagelse af ansvarlig indskudskapital, ligesom tidligere restriktioner på bankers oprettelse af nye filialer ophæves i 1981. Tidligere fik banker kun tilladelse til at oprette nye filialer, hvis de kunne påvise et behov for filialen. Fra 1981 bliver der en stor stigning i antallet af bankfilialer.

Som en anden faktor bag udlånsstigningen fremhæves den norske pengepolitik, idet Norges Bank gennem 1986 giver norske banker mulighed for at finansiere deres udlånsvækst gennem låntagning i Norges Bank. Det har senere været kritiseret, at Norges Bank burde have sat renten op for at dæmpe bankernes udlånsvækst. Da den norske krone imidlertid er bundet til en kurv af andre valutaer, er det svært for Norges Bank at sætte renten væsentligt højere end den udenlandske rente.³² Den norske fastkurspolitik sætter således grænser for, i hvilket omfang pengepolitikken kan anvendes til at hindre en udlånsstigning og derved forebygge en finansiell krise.

Endvidere peges der i flere rapporter på, at de norske bankledelser i for høj grad er fokuseret på størrelse og vækst end på rentabilitet.³³ Flere af tabene fremkommer gennem norske bankers forsøg på at ekspandere i udlandet, idet norske banker bl.a. lider tab på ejendomsprojekter i London og New York samt på finansiering af virksomhedsfusioner og stålhandel i Østeuropa. Det skønnes, at tabene på udlandsengagementer udgør mindst 15 pct. af de samlede tab i Kreditkassen og i Den norske Bank.

Det fremhæves af Stortingets Granskningskommisjon (1998), at kulturen i bankerne gennemgår en stor forandring gennem 1980'erne. Salg og markedsføring får prioritet frem for en grundig kreditvurdering. Mange banker går ind i spekulationsprægede projekter, og det synes ifølge Stortingets Granskningskommisjon (1998) at være et fællestræk for bankerne, at de undervurderer risikoen. Det bidrager til den lem-

32 Se Steigum (2004) for en diskussion af dette spørgsmål.

33 Kritikken fremføres bl.a. i Stortingets Granskningskommisjon (1998). Det fremføres: "... Selv om en betydelig del av bankenes tap således må sies å komme innenfor sektorer som vil være sårbare overfor innenlandsk konjunkturtilbakeslag, kan ikke bankene fritas for ansvaret for disse tapene ..." (kap. 4, side 19).

pelige kreditvurdering, at der i flere banker sker en decentralisering af kreditbeslutninger, hvor det lægges ud til de enkelte medarbejdere og filialchefer at træffe afgørelser om kreditgivning.³⁴ Mange banker har ikke tilfredsstillende beskrivelser af proceduren ved kreditgivning. Ifølge Stortingets Granskningskommissjon (1998) er der i stort omfang tale om ledelsessvigt, idet de overordnede bankledelser i for høj grad koncentrerer sig visioner og overordnede strategier i stedet for at interessere sig for den daglige drift.³⁵ Der synes endelig at være en tendens til flokmentalitet, idet de øvrige banker i stort omfang efterligner de ekspansive strategier, der forfølges i Kreditkassen og i Den norske Bank.

De norske rapporter peger også på mangler i banktilsynet som en årsag til bankkrisen.³⁶ Tilsynet er således ved krisens begyndelse underbemandet og reducerer i årene forud for krisen antallet af inspektioner på stedet, idet man i højere grad vil gå over til at basere sig på skriftlig dokumentation. Hertil kommer, at de norske krav om kapitaldækning ved krisens begyndelse er lave. I 1972 blev det norske kapitalkrav nedsat til 6,5 pct. af bankens samlede passiver med fradrag af kassebeholdning, tilgodehavender i Norges Bank samt beholdning af statsobligationer. Endelig har det været kritiseret, at bankerne i højere grad burde have hensat til forventede tab. Det var en konsekvens af de norske regnskabsregler, at banker først skal hensætte til tab, når der er en overvejende sandsynlighed for, at banken ikke kan få fuld dækning for sin fordring. Først med en ny forskrift fra 1991 bliver der åbnet mulighed for, at banker også kan hensætte til tab, der må forventes at indtræde på ikke-specificerede engagementer.

Det fremgår af *tabel 4.5*, at der sker en betydelig stigning i tabene for norske banker fra 1986 samt især fra 1987. Tabene i de norske

34 Ifølge en artikel i Aftenposten den 17. december 1990 er det et udbredt synspunkt, at de norske banker har uddelegeret for meget kompetence med hensyn til kreditbeslutninger. Uddelegeringen har været begrundet med ønsket om hurtige afgørelser. I et interview fremfører højesteretsadvokat Thomas Idsøe, at decentraliserede kreditbeslutninger kan føre til en for lemfældig kreditpolitik, idet der kan opstå en nær personlig forbindelse mellem den decentrale beslutningstager i banken og låntageren.

35 Efter sammenbruddet i Kreditkassen anlægger 31 småaktionærer sag mod den tidligere koncernchef, Sverre Walter Rostoft, med krav om erstatning på 3,4 mia. kr. Under retssagen erklærer Rostoft, at han under krisen har gjort et antal "ulykkelige fejlbedømminger", og at han ikke selv vidste, hvor galt det stod til (artikel i Aftenposten den 19. november 1993).

36 Kritikken fremføres både i Norges Offentlige Utredninger (1992) samt af Stortingets Granskningskommissjon (1998).

banker fremkommer i første række på udlån til erhvervsvirksomheder. Således stammer 80 til 90 pct. af tabene fra erhvervsmæssige udlån. Dette skal holdes op mod, at ca. 35 pct. af forretningsbankernes udlån og ca. 60 pct. af sparebankernes udlån går til den personlige sektor.³⁷

Ved krisens begyndelse har de norske banker sikkerhedsnet i form af Sparebankenes Sikringsfond og Forretningsbankenes Sikringsfond. Endvidere kunne Norges Bank fungere som lender of last resort. Medlemskab af de to fonde er obligatorisk for alle banker i de to grupper af banker. Kapitalen i fondene stammede fra bidrag og garantier fra medlemsbankerne. Ved slutningen af 1988 har banksikringsfonden en kapital på 4,1 mia. kr., mens Sparebankernes Fond har en kapital på 1,4 mia. kr. Fondene er ikke offentlige organer, men Kredittilsynet og Norges Bank er repræsenteret i bestyrelsen for begge fonde. Garantifondene har til opgave at bidrage til krisehåndteringen, mens det er Kredittilsynets opgave at erklære en bank insolvent. Begge fonde har et vidt mandat, herunder mulighed for at støtte banker i krise og at hjælpe dem med at fortsætte deres operationer. Hvis garantifondene ikke kan fremkomme med en model for løsning af en bankkrise, kan Finansministeriet sætte en bank under offentlig administration. Sparebankernes Fond garanterede alle indskud uden begrænsninger, mens Forretningsbankernes Fond har mulighed for at fastsætte en grænse for dækningen af indskud, hvis den ønsker det. Ved udbruddet af krisen er det forventningen, at den også vil garantere alle indskud.³⁸

I september 1988 kommer det til den første egentlige krise i et norsk pengeinstitut, idet Sunnmørsbanken lider så store tab, at myndighederne forventer, at den vil tabe sin egenkapital inden årets udgang. Det kommer til udtræk af indskud fra banken. Efter møder med Norges Bank og Kredittilsynet udsender Forretningsbankenes Sikringsfond en meddelelse om, at den garanterer for samtlige forpligtelser i banken. Norges Bank erklærer samtidig, at den vil yde den nødvendige likviditetsstøtte, idet lånene fra Norges Bank dog vil blive dækket gennem garantier fra Forretningsbankernes Sikringsfond. Forretningsbankernes Sikringsfond indsætter en ny ledelse i banken, og i februar 1989 indskyder sikringsfonden ny aktiekapital på 100 mio. kr. i banken mod nedskrivning af den gamle aktiekapital til 1 kr. Forretningsbankenes Sikringsfond giver senere banken et rente- og afdragsfrit lån på 480

37 Wilse (2004).

38 Wilse (2004).

mio. kr., der efterstilles bankens øvrige gæld. Der forsøges herefter flere løsninger på en rekonstruktion af banken. Slutresultatet bliver, at det i januar 1990 besluttet, at banken skal fusionere med Christiania Bank, senere en del af Kreditkassen. En forudsætning for aftalen er, at nogle af bankens usikre engagementer tages ud af Sunnmørsbanken for at blive forvaltet af Forretningsbankenes Sikringsfond, der også betaler Kreditkassen et stort beløb for at overtage banken.

I 1987 bliver myndighederne klar over, at Sparebanken Nord samt Tromsø Sparebank står over for stigende problemer. Bankerne lå begge i Tromsø i Nordnorge og har konkurreret kraftigt om det lokale marked. I september og oktober 1988 yder Norges Bank ekstra likviditet til bankerne, der har likviditetsproblemer. Norges Bank giver også et stort lån, der vil indebære et subsidie på 200 mio. kr. over en fem-årig periode, mens Sparebankenes Sikringsfond beslutter at indskyde en ekstra garantikapital på 600 mio. kr. Det er en betingelse for støtten, at de to banker skal fusionere, og der indsættes nye bestyrelser udpeget af Sparebankernes Sikringsfond. Norges Bank bliver repræsenteret i bestyrelserne. I juli 1989 fusioneres de to banker til Sparebanken Nord-Norge. Kort efter er det nødvendigt med yderligere kapitaltilskud af størrelsesordenen ca. 2 mia. kr. Af dette kapitalindskud bliver 1,5 mia. kr. ydet af Sparebankernes Sikringsfond, mens 500 mio. kr. bliver ydet af Norges Bank gennem en nedskrivning af dets tidligere lån. Årsagen til det store offentlige engagement i forbindelse med krisen er, at de to nødlidende sparebanker tilsammen har mere end to tredjedele af det private marked i Nordnorge, der er ramt af en dyb krise i fiskerierhvervet. Det er vurderingen, at det vil få betydelige negative konsekvenser for regionen, hvis bankerne bliver afviklet. En oversigt over offentlig støtte og kapitaltilførsel i forbindelse med den norske bankkrise er givet i *tabel 4.6*.

I perioden frem til december 1990 kommer det til krise i en række mindre norske forretningsbanker og sparebanker. Under disse kriser spiller Forretningsbankenes Sikringsfond og – for sparebankerne – Sparebankenes Sikringsfond den afgørende rolle i krisehåndteringen. Kriserne løses ved, at Forretningsbankenes Sikringsfond og Sparebankenes Sikringsfond støtter de kriseramte banker gennem kapitaltilskud. I de kriseramte forretningsbanker nedskrives aktiekapitalen til 0. Det er således karakteristisk for den tidlige fase af den norske bankkrise, at krisehåndteringen klares af sektoren selv gennem bankernes sikringsfonde. Som omtalt spiller Norges Bank en betydelig rolle i forbindelse med kriserne i Sparebanken Nord samt i Tromsø Sparebank, men

der er i øvrigt ikke tale om offentlig bistand med hensyn til at løse problemerne i banksektoren. Kredittilsynet spiller kun en rolle ved at vurdere, om regnskaberne giver et retvisende billede. Sikringsfondenes krisehåndtering indebærer, at ingen indskydere kommer til at lide tab i forbindelse med banksammenbruddene.

Kriserne løses i anden omgang gennem en fusion med et andet pengeinstitut, jf. *tabel 4.7*. Her må sikringsfondene acceptere den pris, som andre banker er villige til at give for det kriseramte institut. Kun i ét tilfælde, nemlig i forbindelse med sammenbruddet i Norion Bank i oktober 1989, anvendes en anden fremgangsmåde, idet Norion Bank afvikles gennem offentlig administration i henhold til den procedure, der er fastsat i lovgivningen (se nedenfor). I tilfældet med Norion Bank er det vurderingen, at man kan tillade en afvikling af banken, idet den er forholdsvis lille og forholdsvis ny, således at en afvikling ikke kan true den finansielle stabilitet. Norion Bank er det eneste tilfælde under den norske bankkrise, hvor kreditorer kommer til at lide tab. Afviklingen af banken strækker sig frem til 1999. Norges Bank lider store tab ved afviklingen, da Norges Bank har ydet stor likviditetsstøtte til banken.

I december 1990 får Norges tredjestørste bank, Fokus Bank, støtte fra Forretningsbankenes Sikringsfond i form af en garanti for tilførsel af ny kapital. Banken har i 1980ernes sidste år ført en ekspansiv politik med en stor udlånsstigning og etablering af forretningsenheder i udlandet. Ekspansionen fortsættes gennem 1990, hvor banken overtager Tromsbanken og påbegynder opkøb i Rogalandsbanken. Samtidig med kapitaltilførslen til Fokus Bank erklærer banksikringsfonden sig villig til at indskyde præferencekapital i andre forretningsbanker for at afstive tilliden til det norske banksystem. Præferencekapital er ikke-stemmeberettiget kapital, der kan konverteres til almindelig aktiekapital, og som har prioritet over aktiekapital, men som er efterstillet ansvarlig lånekapital.

Efter krisen i Fokus Bank bliver det klart, at den norske bankkrise har fået et større omfang, og de offentlige myndigheder begynder herefter at spille en aktiv rolle. Statens Banksikringsfond bliver etableret ved lov i marts 1991. Der bliver i første omgang indskudt 5 mia. kr. i fonden. Det er hensigten, at Statens Banksikringsfond skal fungere som en tilbagefaldsmulighed ved tilførsel af kapital til banker, hvis mulighederne for kapitaltilførsel gennem bankernes egne sikringsfonde ikke længere slår til. Den norske finansminister udtaler, at han til gengæld for den statslige støtte til bankerne forventer, at bankerne

vil understøtte den økonomiske politik ved at ikke at bremse for opgangen i norsk økonomi.³⁹

I efteråret 1991 kommer det til store udtræk af indskud fra Fokus Bank. For at klare likviditetsproblemerne må banken optage store lån i Norges Bank, der etablerer en særlig låneordning for banker i krise. Statens Banksikringsfond bidrager med lån i oktober 1991 under betingelse af, at ledelsen udskiftes.

Gennem 1991 bliver det yderligere klart, at også den næststørste bank, Kreditkassen, har problemer. Banken har ekspanderet kraftigt bl.a. gennem en række fusioner.⁴⁰ Så sent som januar 1991 offentliggøres der planer om en fusion med det store norske realkreditinstitut Realkreditt Holding A/S. Fusionen bliver imidlertid opgivet, da det i stigende grad bliver klart, at Kreditkassen har store tab. I maj 1991 udskiftes bestyrelsesformanden og flere bestyrelsesmedlemmer. I sommeren 1991 er der planer om en styrkelse af kapitalgrundlaget i Den norske Bank og Kreditkassen gennem en aktieemission, hvor det er hensigten, at tre norske selskaber – Statoil, Hydro og UNI Storebrand – skal gå ind som garanter ved aktieemissionen.⁴¹ Den norske regering fremlægger forslag om skattebegunstigelser til virksomheder, som køber bankaktier. Det er også planen, at Kreditkassen skal have tilført aktiekapital fra sine partnere i Scandinavian Banking Partners (SE-Banken, Unibank og Föreningsbanken i Finland). Planerne bliver siden opgivet, da virksomhederne tvivler på det forretningsmæssige grundlag. I oktober 1991 indskyder Statens Banksikringsfond 1,8 mia. kr. som ansvarlig indskudskapital i Kreditkassen. Som betingelse kræves det, at Kreditkassens ledelse udskiftes, og at aktiernes værdi nedskrives.

Da den akutte krise i Kreditkassen bliver kendt i oktober 1991, udsender den fungerende finansminister en erklæring om, at regeringen vil iværksætte de nødvendige foranstaltninger for at sikre tilliden til det norske banksystem. Samme dag udsender Norges Bank en erklæ-

39 Udtalelse fra finansminister Sigbjørn Johnsen refereret i Gudbrandsdølen og Lillehammer Tilskuer den 11. januar 1991.

40 Kort efter sin tiltræden erklærer koncernchefen, Sverre Walter Rostoft, i et interview med Dagens Industri den 24. august 1990, at han vil opbygge en ny finans kæmpe omkring Kreditkassen. Da fusionen med Realkreditt senere må opgives, vil Kreditkassen i stedet kaste sig over andre fusioner, jf. Aftenposten den 21. september 1990.

41 Kapitaltilførslen fra de norske selskaber sker med opbakning fra regeringen, jf. artikel i Aftenposten den 19. juni 1991. I et interview i Aftenposten den 1. august 1991 finder formanden for Kreditkassen, Per Ditlev-Simonsen, det positivt, at storkoncernerne viser et samfundsmæssigt ansvar og en generel forståelse for, at Norge trænger til et effektivt og konkurrencedygtigt bankvæsen.

ring om, at centralbanken vil "sikre tilstrækkelig likviditetstilførsel til Kreditkassen og det øvrige banksystem". I en pressemeddelelse giver regeringen i oktober 1991 en oversigt over de foranstaltninger, som vil blive iværksat. Det hedder heri: "...Regjeringen vil sette i verk de tiltak som er nødvendige for å beskytte Kreditkassens innskytere og fordringshavere mot eventuelle tap og for å sikre tilliten til det norske banksystemet generelt ...". Der er således tale om et tilsagn om at beskytte indskyderne mod tab.

I november 1991 etableres yderligere Statens Bankinvesteringsfond, der skal bidrage med ansvarlig kapital til norske banker på grundlag af forretningsmæssige principper. Der åbnes ligeledes i november 1991 adgang til, at aktiekapitalen kan nedsættes ved kongelig resolution i banker, der har mistet over tre fjerdedele af aktiekapitalen. Aktiekapitalnedsættelsen skal dække tab. Det er målet med lovændringen at gøre det lettere at indskyde ny aktiekapital i kriseramte banker, uden at det kræver godkendelse fra de eksisterende aktionærer, der modsætter sig en nedskrivning af deres kapital. Endelig bliver der i november 1991 givet mulighed for, at Statens Banksikringsfond kan støtte en bank gennem tilførsel af ejerkapital.

Det bliver senere klart, at hele Kreditkassens aktiekapital er gået tabt. I december 1991 samt yderligere i 1992 indskyder Statens Banksikringsfond ny kapital i banken. Da aktionærerne på en ekstraordinær generalforsamling i december 1991 nægter at gå med til en nedskrivning af aktiernes værdi til 0, bliver nedskrivningen gennemført ved kongelig resolution. Kreditkassen er herved blevet overtaget af staten. Staten tilbyder dog de private aktionærer at tilbagekøbe statens aktier inden den 1. juni 1992.

Da det ved udgangen af 1991 bliver klart, at også aktiekapitalen i Fokus Bank er gået tabt, og da de eksisterende aktionærer modsætter sig en nulstilling af aktiekapitalen, bliver aktiernes værdi også i denne bank nedskrevet til 0 ved kongelig resolution. Statens Banksikringsfond indskyder ny aktiekapital i Fokus Bank og overtager derved ejerskabet. En afvikling af banken gennem offentlig administration opgives, da der er frygt for, at dette vil føre til et tab af tillid til norsk bankvæsen blandt udenlandske investorer.

Den største norske bank, Den norske Bank, er resultatet af en fusion i april 1990 mellem Den norske Creditbank og Bergen Bank. Bergen Bank har i de forudgående år ført en meget ekspansiv politik med etablering af en række udenlandske forretningsenheder samt en udvidelse af det norske filialnet. I 1988 køber Bergen Bank finansie-

ringskoncernen Nevi fra forsikringsselskabet Vesta efter økonomiske problemer i Nevi og Vesta. Bergen Bank var en af de største kreditorer i Nevi og risikerede store tab, hvis Nevi brød sammen. Nevi påfører Bergen Bank – og derved senere Den norske Bank – store tab, idet særlig Nevis udenlandske udlån er af dårlig kvalitet. Også Den norske Creditbank har gennem 1980'erne ført en offensiv strategi med udvidelse af engagementerne i udlandet og ekspansion af det norske filialnet. Banken har valgt internationale aktiemarkeder som satsningsområde, men lider store tab ved aktiekursfaldet i 1987, hvor den ansvarlige for området har overskredet sin ramme for placering i internationale aktier. I november-december 1987 realiserer man sine udenlandske aktiepositioner. Aktieskandalen medfører, at den administrerende direktør og den samlede bestyrelse må træde tilbage. I løbet af efteråret 1988 og 1989 gennemfører Den norske Creditbank en stor reduktion i antallet af ansatte.

Udadtil fremstod fusionen mellem Bergen Bank og Den norske Creditbank som et offensivt tiltag for at styrke konkurrencestillingen. Allerede på fusionstidspunktet er både Finansdepartementet og Kredittilsynet imidlertid bekymret over den nye koncerns økonomiske stilling, og fusionen bliver af myndighederne set som et middel til styrke soliditeten.⁴² Der bliver umiddelbart efter fusionen iværksat omfattende rationaliseringer og omkostningsreduktioner.

I løbet af 1991 bliver det klart, at også Den norske Bank har lidt store tab på udlån. Banken henvender sig i første omgang til en gruppe af store norske virksomheder, bl.a. Norsk Hydro, Statoil og UNI Størebrand, der uforpligtende giver tilsagn om at garantere for en aktieemission. I oktober 1991 må planen imidlertid opgives, efter at virksomhederne – efter rådgivning fra Goldman Sachs – beslutter at afvente situationen. Statens Banksikringsfond giver et første lån til støtte for Den norske Bank i oktober 1991.

I slutningen af 1991 har Den norske Bank stigende problemer ved at rejse finansiering i udlandet. I december 1991 samt senere i november 1992 indskyder Statens Banksikringsfond ny kapital i Den norske Bank, samtidig med at aktiekapitalen nedskrives. Ved en ekstraordinær generalforsamling i marts 1993 bliver der vedtaget en fuldstændig nedskrivning af aktiekapitalen til 0, og der tilføres ny kapital fra Statens Banksikringsfond, der herved bliver den dominerende ejer af Den norske Bank.

42 Stortingets Granskningskomisjon (1998).

I 1991-93 griber Statens Banksikringsfond samt Forretningsbankernes og Sparebankernes Sikringsfonde yderligere ind med støtte til en række mindre eller mellemstore banker, jf. tabel 4.6. De kriserammede banker fortsætter enten som selvstændige banker eller bliver fusioneret med en anden bank. I ét tilfælde – Oslobanken – gennemføres der en afvikling af banken, efter at den er blevet overtaget af Statens Banksikringsfond. Afviklingen gennemføres, da der ikke er andre banker, som er interesseret i en fusion. I forbindelse med afviklingen af Oslobanken stiller Statens Banksikringsfond en ubegrænset garanti for bankens forpligtelser, således at indskydere ikke lider tab. I maj 1993 lykkes det at opnå en aftale med Svenska Handelsbanken, der overtager alle indskud samt nogle af udlånene i Oslobanken.

Krisen inden for den norske finansielle sektor rammer ikke alene banker, men også virksomheder specialiseret inden for realkredit. Realkreditselskabet Realkreditt er det største norske kreditforetagende (kreditforetak), der yder lån til finansiering af fast ejendom inden for en lånegrænse på 60-80 pct. af ejendomsværdien. Virksomheden finansierer sig gennem udstedelse af certifikater og obligationer. Genem 1991 bliver det klart, at Realkreditt har haft store tab på udlån, og det bliver i stigende grad vanskeligt for Realkreditt at få afsat sine værdipapirer. Selskabets låntagere har et ansvar for selskabets soliditet, og et sammenbrud i Realkreditt vil derved føre til tab for et stort antal låntagere. De norske myndigheder frygter også, at et sammenbrud for en stor obligationsudsteder vil føre til et sammenbrud for det norske obligationsmarked. Norges Bank giver herefter tilsagn om at tilføre likviditet, mens de 13 største obligationsejere giver tilsagn om at opretholde deres beholdninger af Realkreditt-papirer. I 1991 bliver selskabet omdannet til et aktieselskab med de største obligationsinvestorer – forsikringsselskaber og pensionskasser – som ejere. På myndighedernes initiativ bliver Realkreditt A/S med virkning fra 1992 overtaget af Den norske Bank som et helejet datterselskab (nu DnB Boligkreditt A/S). Da staten på dette tidspunkt har hovedparten af aktierne i Den norske Bank, bliver Realkreditts værdipapirer herved i realiteten statsgaranterede.

I september 1992 påbegynder det største norske forsikringsselskab, UNI Storebrand, opkøb af aktier i det svenske selskab Skandia. Ifølge selskabsledelsen skal købet give UNI Storebrand en strategisk position i diskussionen om den fremtidige strategi i den skandinaviske forsikring. UNI Storebrand forestiller sig en nordisk forsikringsgigant, og målet er at skaffe sig fuld kontrol med Skandia. Senere indgår UNI Storebrand

en alliance med Hafnia i Danmark og det finske Pohjola med det mål at dominere Skandia. Da kursen falder på aktierne i Skandia, bliver der et stort tab, og UNI Storebrand får stigende vanskeligheder med at betale renteudgifterne på sin gæld. I august 1992 bliver selskabet sat under offentlig administration. Myndighederne opretter et nyt selskab, Nye UNI Storebrand, der overtager alle aktiver fra det gamle selskab.

Det fremgår af forløbet omkring den norske finanskrisen, at der for de store banker vælges en løsning med statsovertagelse gennem Statens Banksikringsfond, mens der for de små banker praktiseres en krisehåndtering baseret på fusioner. For den største realkreditvirksomhed (Realkreditt) gennemføres der også en fusion. Kun i ét tilfælde – nemlig i forbindelse med sammenbruddet i den lille Norion Bank – gøres der brug af den model for krisehåndtering, offentlig administration, der forudses i loven, hvis en bank ikke kan klare sine forpligtelser.

I perioden 1991-93 tilfører statens banksikringsfond sammenlagt 16,2 mia. kr. til den norske banksektor, jf. tabel 4.6. Af dette beløb tilføres 554 mio. kr. til sparebankerne, hvilket sker som lån til sikringsfonden, der herefter overfører midlerne til de enkelte sparebanker. De resterende 15,6 mia. kr. tilføres til forretningsbankerne, særlig de tre største. Af midlerne til forretningsbankerne bliver ca. 2,5 mia. kr. overført i form af lån til Forretningsbankernes Sikringsfond, der herefter videreudlåner midlerne til de enkelte forretningsbanker. Den samlede statsstøtte til de norske banker kan opgøres til 20,7 mia. kr., jf. tabel 4.6. Herudover får norske banker tilført kapital på henholdsvis 4,7 mia. kr. og 3,2 mia. kr. fra henholdsvis Forretningsbankernes Sikringsfond og Sparebankernes Sikringsfond. Sparebankerne tilbagebetaler efterfølgende hovedparten af disse kapitalindskud, mens næsten alle kapitalindskud i forretningsbankerne går tabt på grund af nedskrivningerne af aktiekapitalen i de norske banker.

Efter 1993 er der ikke længere behov for kapitaltilførsel gennem statens banksikringsfond. Bankkrisen efterlader staten som den dominerende aktionær i den største norske bank, Den norske Bank, og som eneaktionær i de to næststørste banker, Kreditkassen og Fokus Bank, jf. tabel 4.8. Under bankkrisen er der ikke dybtgående overvejelser med hensyn til statens rolle som ejer af norske banker. I 1993 fremlægger det norske finans- og tolddepartement en rapport, der foreslår en fortsættelse af det norske ejerskab i Den norske Bank samt i Kreditkassen, idet staten skal beholde en tredjedel af aktierne.⁴³ Det

43 Finans- og Tolddepartementet (1993).

er målet gennem det statslige ejerskab at sikre norsk industris interesser. Derimod skal staten afvikle sit ejerskab i Fokus Bank. I november 1993 bliver der truffet beslutning om en børsnotering af Kreditkassen, og i december 1993 bliver der gennemført en aktieemission, hvorved der tilføres privat kapital. Planer om en fusion mellem Kreditkassen og Fokus Bank må opgives som følge af politisk modstand i begyndelsen af 1994, og Fokus Bank bliver fuldt privatiseret i 1995.⁴⁴ Gennem de følgende år nedbringes den statslige ejerandel i Den norske Bank og Kreditkassen. I 2000 sælger staten sin resterende aktiepost på 35 pct. i Kreditkassen til MeritaNordbanken, og Kreditkassen bliver en del af Nordea. Ved begyndelsen af 2003 har staten fortsat en ejerandel på 47,8 pct. i DnB Holding ASA, moderselskabet for Den norske Bank. I december 2003 fusioneres gruppen med finansgruppen Gjensidige NOR. Herved bliver statens ejerandel nedbragt til 28,1 pct., men Stortinget beslutter at øge ejerandelen til 34 pct.

Beregninger tyder på, at der ved udgangen af 2001 er en positiv nutidsværdi af statens ind- og udbetalinger til norske banker på sammenlagt 5,7 mia. kr.⁴⁵ Der er således blevet et overskud på den offentlige intervention i den norske bankkrise. I beregningen er statens aktiepost i Den norske Bank medregnet til dens daværende kursværdi.

Statens Banksikringsfond fungerer gennem en årrække som sikkerhedsnet under norske banker, men bliver nedlagt med virkning fra august 2002. Statens aktieposter i norske banker bliver samlet i Statens Bankinvesteringsfond. Fonden nedlægges imidlertid i 2004, og statens aktiepost i DnB NOR overgår herefter til Ministeriet for Handel og Industri.

Under bankkrisen bliver der fra Statens Banksikringsfond samt fra bankernes sikringsfonde stillet krav til bankerne om omfattende strukturændringer og personalereduktioner. Der gennemføres herved en stor nedskæring af personalet og omkostningsniveauet i den norske banksektor. F.eks. opstiller Forretningsbankenes Sikringsfond som betingelse for kapitalindsud i Fokus Bank i juni 1991, at der gennemføres en omkostningsreduktion på 20 pct., hvilket indebærer afskedigelse af et stort antal medarbejdere og nedskæring af filialer

44 Planen om en fusion mellem Fokus Bank og Kreditkassen bliver bremsset af et flertal i Stortinget i januar 1994. Planen var blevet fremlagt i en rapport fra et britisk konsulentfirma (Davis International Banking Consultant), som mente, at der kun var behov for to store banker i Norge. Modstanderne af planen fremførte, at der var behov for et alternativt finansmiljø i Midt-Norge.

45 Se Moen (2004).

og kontorer.⁴⁶ I en aftale med Statens Banksikringsfond fra november 1992 forpligter Den norske Bank, Kreditkassen og Fokus Bank sig til omkostningsnedsækninger over to år på gennemsnitlig 15 procent. Den norske Bank forpligter sig bl.a. til at aftrappe udlandsaktiviteterne gennem en kraftig nedsækning af London-filialen. Fokus Bank skal næsten halveres, idet omkostningerne skal nedsækkes med 40 pct. over to år, ligesom banken skal afvikle alle aktiviteter uden for lokalområdet.⁴⁷ Det samlede antal ansatte i norske banker falder under finanskrisen fra ca. 34.000 i 1987 til ca. 24.500 i 1996, dvs. en nedsækning på ca. 30 pct.

Som omtalt eksisterer der i norsk lovgivning en særlig procedure for afvikling af nødlidende banker, nemlig offentlig administration. Ifølge proceduren med offentlig administration skal en bank underrette Kredittilsynet, hvis den har grund til at tro, at den ikke kan opfylde sine forpligtelser. Tilsynet underretter derefter bankernes sikringsfond om situationen. Dersom sikringsfonden ikke indskyder den kapital, som Kredittilsynet anser som nødvendig, kan Finansdepartementet bestemme, at banken skal sættes under offentlig administration. Ved offentlig administration træder bankens tidligere organer ud af funktion til fordel for en særlig administration. Betaling til indskydere eller andre kreditorer kan kun finde sted med Kredittilsynets godkendelse, og banken kan ikke tage mod indskud fra offentligheden, medmindre der er særlige forhold, som taler til fordel for det. Nye indskud eller andre forpligtelser, der tegnes under den periode, hvor banken er under administration, får karakter af massegæld, dvs. de får prioritet frem for bankens andre forpligtelser.

Hovedformålet med offentlig administration er at undgå en afvikling af banken. Administrationsstyret skal arbejde for, at banken igen kommer i fri virksomhed, evt. at banken overdrages eller slås sammen med en anden bank. Senest tre måneder efter udpegelsen skal administrationsstyret fremlægge en oversigt over bankens stilling samt en plan for bankens fremtid. Finansdepartementet har mulighed for at bestemme, at krav mod banken, som ikke er sikret ved pant eller på anden måde, skal reduceres i det omfang, der antages ikke at være dækning for dem. Finansdepartementet har således kompetence til at foretage hel eller delvis gældsnedskrivning. Hvis en bank har været under offentlig administration i et år, og det ikke er sandsynligt, at

46 Artikel i Aftenposten den 19. juni 1991.

47 Artikel i Aftenposten den 24. november 1992.

banken i nær fremtid kan drives videre i fri virksomhed, skal administrationsstyret søge at afvikle banken efter konkurslovens regler.

Som omtalt bliver der under den norske bankkrise i november 1991 vedtaget en ny procedure omkring håndteringen af kriseramte banker, der er et alternativ til proceduren med offentlig administration. Hvis en revideret statusopgørelse viser, at kun 25 pct. eller mindre af aktiekapitalen må antages at være i behold, skal bankens bestyrelse underrette Kredittilsynet. Bestyrelsen kan herefter fremlægge forslag til generalforsamlingen om at vedtage en nedskrivning af aktiekapitalen svarende til størrelsen af de tab, som fremkommer i den reviderede statusopgørelse. Hvis generalforsamlingen ikke træffer beslutning om en sådan nedskrivning, kan den gennemføres ved kongelig resolution. Hvis det er nødvendigt for at sikre en videre drift af banken, kan det endvidere besluttet ved kongelig resolution, at aktiekapitalen skal forhøjes ved nytegning af aktier, og at aktionærernes fortrinsstilling ved tegning af nye aktier fraviges. Det kan i givet fald også besluttet ved kongelig resolution, hvordan tegningen af nye aktier skal foregå. Som beskrevet ovenfor bliver denne procedure anvendt i tilfældene med Kreditkassen og Fokus Bank.

I flere tilfælde under den norske finanskriser ser Kredittilsynet bort fra en håndhævelse af formelle regler for at undgå indgreb over for banker. I slutningen af 1990 godkender Kredittilsynet således en garanti fra Forretningsbankenes Sikringsfond om at tegne egenkapital som en del af den ansvarlige kapital. Fokus Bank får i 1993 dispensation til ikke at opfylde kravet om kapitaldækning frem til 1995.

Under den norske bankkrise kritiserer sparebankerne den offentlige støtte for at være konkurrenceforvridende i forhold til de banker, der ikke modtager støtte. Ifølge sparebankerne har den offentlige støtte f.eks. gjort det muligt for Kreditkassen at opretholde et langt større filialnet, end det ellers ville være tilfældet.⁴⁸

Det fremgår af tabel 4.4, at der under den norske finanskriser sker et kraftigt fald i udlån fra norske finansvirksomheder opgjort som procent af bruttonationalproduktet. Den samlede kreditgivning fra norske finansinstitutter falder således fra 119,7 pct. af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1989 til 89,9 pct. af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1995. Særlig de fire største banker reducerer deres udlån. Udlånsreduktionen vækker bekymring, idet det frygtes, at udlånstilbageholdenheden kan hæmme den økonomiske vækst.

48 Artikel i Aftenposten den 27. maj 1992.

Direktøren for Den norske Bankforening, Trond Reinertsen, udtaler i maj 1992, at yderligere udlånsnedsækninger vil gøre det svært igen at få gang i norsk økonomi. Reinertsen mener, at norsk økonomi er inde i en ond cirkel, hvor et højt realrenteniveau og frygt for nysætsninger lægger en dæmper på låneefterspørgslen. Samtidig foretager bankerne en strammere kreditvurdering end tidligere, ligesom bankerne nedsækker deres balancer for at få en bedre kapitaldækning. Det bør ifølge Reinertsen være muligt for erhvervsvirksomheder med gode projekter at få kredit.⁴⁹

Tabel 4.3. Produktionstab i Norge under perioder med konjunkturtilbageslag¹

Tidspunkt for start på tilbageslag ²	Tidsperiode for tilbageslag ³	Akkumuleret produktionstab de første to år af tilbageslag ⁴	Akkumuleret produktionstab under det samlede tilbageslag ⁵
1981	1981-82	5,6	5,6
1987	1987-93	5,3	10,3
1998	1998-03	2,1	3,0
2005	2005-06	1,3	1,3

1. Tabellen viser produktionstabene under fire konjunkturtilbageslag, der har ramt Norge i perioden 1970-2006. Konjunkturtilbageslag opfattes som en flerårig periode, hvor vækstraten i bruttonationalproduktet ligger under den gennemsnitlige vækst for den samlede periode 1970-2006 (3,40 pct.).
2. År for det første år i konjunkturtilbageslag, dvs. første år i den flerårige periode, hvor vækstraten falder under den gennemsnitlige vækst for perioden 1970-2006 (3,40 pct.).
3. Periode, hvor vækstraten i hvert år ligger under den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (3,40 pct.).
4. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (3,40 pct.) og vækstraterne i de to første år af konjunkturtilbageslaget.
5. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (3,40 pct.) og vækstraterne i alle år af konjunkturtilbageslaget.

49 Udtalelse til Aftenposten den 22. maj 1992. Ifølge Reinertsen er det påtrængende at få ændret mentaliteten omkring bankers kreditgivning. Man er ifølge Reinertsen ved at gå ind i en ny fase af bankkrisen, hvor det ikke bør gælde fortidens synder, men hele nationens blodcirkulation.

Tabel 4.4. Udlån fra norske finansvirksomheder til privat ikke-finansiell sektor¹

	Banker (mia. kr.)	Stats- banker (mia. kr.)	Kredit- foretak (mia. kr.)	Finansie- rings- selskaber (mia. kr.)	Forsik- rings- selskaber (mia. kr.)	Post- banken (mia. kr.)	Samlet kredit- givning (mia. kr.)	Samlet kreditgiv- ning (pct. af BNP)
1981	104,4	96,4	35,5	4,4	16,7	3,1	260,5	72,0
1982	116,5	105,0	40,9	5,7	18,8	3,6	290,5	72,6
1983	130,3	111,0	48,1	11,5	25,9	4,1	330,9	74,5
1984	165,2	119,9	53,5	13,4	30,2	4,6	386,8	77,4
1985	217,7	124,4	61,2	16,0	37,0	5,0	461,3	83,5
1986	267,7	130,9	77,0	18,6	46,2	5,5	545,9	96,3
1987	332,6	138,6	110,5	20,3	55,8	6,0	663,8	107,1
1988	351,0	147,0	138,6	30,4	59,4	7,1	733,5	113,9
1989	434,0	154,7	142,4	23,7	59,1	8,4	822,3	119,7
1990	445,5	163,0	144,7	20,9	60,9	10,2	845,2	116,2
1991	426,0	174,9	121,4	20,0	70,0	13,1	825,4	107,4
1992	429,3	185,4	83,2	17,4	88,9	15,2	819,4	103,7
1993	432,0	180,8	73,1	18,5	78,6	17,4	800,4	96,4
1994	452,0	176,7	63,2	24,0	72,6	25,6	814,1	92,6
1995	518,0	175,4	62,3	30,5	61,8	–	848,0	89,9

1. Tabellen viser lån givet fra de viste finansielle virksomheder til den private ikke-finansielle sektor. Tal er vist ultimo. Kilde: Norges Bank, "Economic Bulletin".

Tabel 4.5. Tab i norske forretningsbanker og sparebanker¹

	Tab som pct. af udlån ²	Tab som pct. af BNP
1981	0,11	0,03
1982	0,22	0,07
1983	0,28	0,10
1984	0,31	0,12
1985	0,40	0,19
1986	0,55	0,34
1987	1,08	0,72
1988	1,93	1,33
1989	2,31	1,58
1990	2,67	1,70
1991	4,70	2,81
1992	2,73	1,61
1993	1,58	0,95
1994	0,25	0,16
1995	0,28	0,18
1996	0,15	0,11
1997	-0,02	-0,01
1998	0,18	0,14
1999	0,25	0,10

1. Tabellen viser omkostningsførte tab i norske forretningsbanker og sparebanker som pct. af dels udlån og dels bruttonationalproduktet (BNP). Kilde: data fra Stortingets Granskningskomisjon (1998) samt OECD, Bank Profitability.
2. Tab opgjort som pct. af gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og ultimo det pågældende år.

Tabel 4.6. Kapitaltilførsel til norske banker (mio. kr.)¹

	Støttemodtager	Kapitaltilførsel fra bank-sikringsfonde		Kapitaltilførsel direkte fra SBSF	Kapitaltilførsel fra Norges Bank ⁴	Samlet kapitaltilførsel
		Egne midler ²	Lån fra SBSF ³			
1988	Spb. Nord-Norge				200	200
1989	Spb. Nord-Norge	1456			500	1.956
	Spb. Romsdal	130				130
	Sparebankens	135				135
	Sunnmørsbanken	580				580
	Norion Bank	305			74	379
1990	Spb. Moss Hobøl	145				145
	Skiptved Spb.	10				10
	Varhaug Spb.	11				11
	Flå Spb.	5				5
	Spb. Nord-Norge	7				7
	Spb. Romsdal	1				1
	Sunnmørsbanken	466				466
1991	Den norske Bank	939				939
	Fokus Bank	1.500	650	475		2.625
	Christiania Bank	924	1.800	5.140		7.864
	Samvirkebanken	22				22
	Spb. Midt-Norge	365	160			525
	Spb. Rogaland	440	160			600
	Nordkapp Spb.	15				15
	Hennes Spb.	27				27
	Spb. Romsdal	47				47
	Flå Spb.	2				2
	Tysfjord Spb.	1				1
	Halsa Spb.	17				17
	Nittedal Spb.	45				45
	Spb. Nordland	350				350
1992	Den norske Bank			3.250		3.250
	Spb. Midt-Norge		75			75
	Spb. Rogaland		144			144
	Hof Spb.		10			10
	Christiania Bank			1.900		1.900
	Fokus Bank			600		600
1993	Den norske Bank			1.500		1.500
	Fokus Bank			20		20
	Oslobanken			88		88
	Fokus Bank			200		200
I alt		7.945	2.999	13.173	774	24.891

1. Tabellen viser kapitaltilførsel i form af indskud af ejerkapital, præferencekapital eller subsidierede indskud til norske banker. I tabellen er kun vist direkte kapitaltilførsler, ikke stillede garantier og senere betalinger, der er effektueret i henhold til disse garantier. I forbindelse med likvidationen af Oslobanken er der betaling under garantien på 563 mio. kr. Bortset fra tilfældet med Oslobanken er garantierne kun i ringe omfang blevet udnyttet. Kilde: Wilse (2004).
2. Kapitaltilførsel fra Forretningsbankenes Sikringsfond eller – til sparebankerne – fra Sparebankenes Sikringsfond finansieret af fondenes egne midler.
3. Kapitaltilførsel fra Forretningsbankenes Sikringsfond eller – til sparebankerne – fra Sparebankenes Sikringsfond finansieret gennem lån fra SBSF (Statens Banksikringsfond).
4. Norges Banks tab i forbindelse med subsidierede indskud.

Tabel 4.7. Oversigt over kriser i norske banker¹

	Tidspunkt for første offentlig støtte	Endelig løsning på krise
Sunnmørsbanken	September 1988	Fusion (Kreditkassen)
Tromsø Sparebank	November 1988	Fusion (Spb. Nord-Norge)
Sparebanken Nord	November 1988	Fusion (Spb. Nord-Norge)
Sparebanken Romsdal	Januar 1989	Fusion (Spb. Møre)
Spareskillingsbanken	Marts 1989	Fusion (Spb. Midt-Norge)
T. Varhaug Sparebank	Juni 1989	Fusion (Spb. Rogaland)
Norion Bank	Oktober 1989	Offentlig administration
Flå Sparebank	November 1989	Fusion (Spb. Buskerud)
Sparebanken Moss-Hobøl	Marts 1990	Fusion (Spb. Nord-Norge)
Skiptvedt Sparebank	Maj 1990	Fusion (Spb. Østfold)
Nordkapp Sparebank	September 1990	Fusion (Spb. Nord-Norge)
Sparebanken Nordland	November 1990	Fusion (Spb. Nord-Norge)
Hemnes Sparebank	November 1990	Fusion (Spb. Rana)
Fokus Bank	December 1990	Fortsat selvstændig
Tysfjord Sparebank	Januar 1991	Fusion (Narvik Sparebank)
Nore Sparebank	Marts 1991	Fusion (Sparebanken NOR)
Halsa Sparebank	Marts 1991	Fusion (Spb. Nordmøre)
Nittedal Sparebank	April 1991	Fusion (Sparebanken NOR)
Kreditkassen	August 1991	Fortsat selvstændig
Sparebanken Rogaland	Oktober 1991	Fortsat selvstændig
Sparebanken Midt-Norge	Oktober 1991	Fortsat selvstændig
Den norske Bank	December 1991	Fortsat selvstændig
Hof Sparebank	August 1992	Fusion (Spb. Hedmark)
Samvirkebanken	April 1993	Fusion (Fokus Bank)
Oslobanken	Maj 1993	Afvikling

1. Tabellen giver en oversigt over de norske banker, hvor enten Forretningsbankenes Sikringsfond, Sparebankenes sikringsfond eller Statens Banksikringsfond yder støtte. Kilde: Stortingets Granskningskommisjon (1998).

Tabel 4.8. Den norske stats ejerinteresser i norske banker (pct. af ejerkapital)¹

	Den norske Bank	Kreditkas-sen (Christi-ania Bank)	Fokus Bank	Bergens Skillings-bank	Oslo-banken	Samvirke-banken	Spare-banken NOR
1991	0	100	100	0	19,6	32,3	0
1992	55,6	97,7	100	0	18,5	32,3	0
1993	69,0	68,9	97,9	13,9	100 ²	0	48,0
1994	72,0	68,9	97,9	13,9	100 ²	0	43,7
1995	72,0	51,1	0	13,9	100 ²	0	40,6
1996	52,2	51,0	0	0	100 ²	0	0
1997	52,2	51,0	0	0	100 ²	0	0
1998	52,2	51,0	0	0	100 ²	0	0
1999	60,6	34,6	0	0	100 ²	0	0
2000	60,6	0	0	0	–	0	0
2001	47,3	0	0	0	–	0	0
2002	47,8	0	0	0	–	0	0
2003	47,8	0	0	0	–	0	0
2004	34,0	0	0	0	–	0	–
2005	34,0	0	0	0	–	0	–
2006	34,0	0	0	0	–	0	–

1. Tabellen viser statens andel i procent af ejerkapitalen (aktiekapital i forretningsbanker, primary capital certificates i sparebanker) ultimo det pågældende år. Kilde: Wilse (2004), senere opdateringer fra regnskaber.
2. Staten overtager ejerskabet fra 1993, hvor banken blev likvideret. Likvidationsprocessen strækker sig frem til november 2000.

4.4.2. Sverige

Starten på den svenske finanskris dateres normalt til september 1990, hvor det kommer til sammenbrud i flere af de svenske finansselskaber (finansbolag), der ikke kan få refinansieret deres korte gældscertifikater. Gennem den resterende del af 1990 samt gennem 1991 og 1992 meldes der om stigende tab i de største svenske banker. Det kommer i 1991 og 1992 til sammenbrud i flere af de største svenske banker. Krisen når sit højdepunkt i efteråret 1992, hvor den falder sammen med krisen omkring den svenske krone, der medfører en stor stigning

i den svenske rente. I efteråret 1992 griber staten ind med en garanti for alle bankers forpligtelser, ligesom der gives tilbud om kapitaltilførsel til alle banker. Gennem 1993 bedres situationen for de svenske banker, idet der meldes om aftagende tab på udlån, ligesom bankerne får store kursgevinster på værdipapirer.

I anden halvdel af 1980'erne er der i Sverige tale om en kraftig udlånsekspansion, jf. *tabel 4.9*. Det er et udbredt synspunkt, at den svenske finanskrisen i første række skyldes, at finansvirksomhederne ved denne ekspansion negligerer risikoen ved udlån.⁵⁰

Udlånsstigningen bliver muliggjort gennem en omfattende deregulering.⁵¹ Gennem 1960'erne og 1970'erne er svenske finansvirksomheder underlagt begrænsninger i størrelsen af tilladte udlån samt med hensyn til rentefastsættelsen. Endvidere er der krav om placering i statsobligationer og i obligationer til boligfinansiering. Placeringskravene for banker bliver afviklet i 1983, mens restriktionerne på rentefastsættelsen og udlånsloftet ophæves i 1985.

Hovedparten af udlånsekspansionen finder sted i de svenske banker, men en stor del af de mere risikobetonede lån bliver ydet af de svenske finansselskaber (finansbolag). Finansselskaberne finansieres dels gennem udstedelse af værdipapirer med overvejende kort løbetid, såkaldte markedsbeviser (marknadsbevis), dels gennem lån optaget i bankerne. Gennem långivningen til finansselskaberne bliver bankerne eksponeret over for de tab, der måtte fremkomme i finansselskaberne.

Samtidig med udlånsstigningen kommer det til en kraftig stigning i en række aktivpriser. Særlig markant er stigningen i priserne på erhvervsejendomme. Fra 1980 til 1990 bliver prisen på kontor-ejendomme i det indre Stockholm således nidoblet, hvilket renset for den generelle prisstigning udgør en real stigning på 4,2 gange. Priserne på ejerboliger stiger reelt med 99 pct. fra 1985 til 1991. I en undersøgelse af ejendomsprisudviklingen i Sverige mellem 1985 og 1990 når Lind (1998) frem til, at priserne ikke synes at være bestemt

50 Generelle beskrivelser af den svenske finanskrisen findes hos Andersson og Viotti (1999), Bergström, Englund og Thorell (2002), Ingves og Lind (1998) samt i Lybeck (1992).

51 Llewellyn (1992) mener, at den svenske bankkrise i første række skyldes dereguleringen. Tilsvarende synes også Wohlin (1998) at tillægge dereguleringen afgørende betydning. Herudover peger Wohlin (1998) på betydningen af en kraftigt faldende inflation, som medførte en tungere byrde i forbindelse med gældsbetalinger. En beskrivelse af dereguleringen af pengemarkeder i Sverige og i andre lande findes i Forssbäck og Oxelheim (2003).

af fundamentale økonomiske faktorer, dvs. at spekulative faktorer synes at gøre sig gældende. Afkastet på erhvervsejendomme er i 1990 sunket til 4 pct., hvilket er lavt i forhold til realistiske antagelser om realrente og den forventede vækst i lejeindtægter. Der er ligeledes i perioden 1985-89 tale om en markant stigning i aktiekurserne, hvor aktiekursniveauet ved udgangen af 1989 ligger 3,3 gange højere end ved udgangen af 1984.

Flere forfattere mener, at den svenske krise i første række skyldes en dårlig økonomisk politik.⁵² I anden halvdel af 1980'erne oplever Sverige en økonomisk opgangskonjunktur med en gennemsnitlig vækst i bruttonationalproduktet på 2,8 pct. og en årlig vækst i de faste erhvervsinvesteringer på 10,8 pct. I 1990 kommer det til et brat skift i den økonomiske situation. Det fremgår således af *tabel 4.10*, at Sverige i perioden 1990-93 oplever et stort konjunkturtilbageslag med et samlet produktionstab på 12,0 pct., hvilket ligger over produktionstabet i andre perioder med lavkonjunktur. Der har været peget på flere årsager til omslaget i den svenske konjunktursituation.⁵³ Der er i 1989-91 tale om en stor stigning i realrenten på grund af en international rentestigning. Virkningerne af denne rentestigning forstærkes af en skatteomlægning, hvor rentefradragsretten for private bliver begrænset, mens skatten på kapitalindkomst bliver sat ned. Hertil kommer, at Sverige følger en fastkurspolitik, hvor den svenske krone først er knyttet til en kurv af valutaer og derefter til valutaerne i EMS-samarbejdet. Da den svenske konkurrencestilling i anden halvdel af 1980'erne bliver forringet på grund af lønstigninger, er det nødvendigt at holde en høj rente for at fastholde kronekursen.

Dårlig ledelse har yderligere været fremhævet som en forklaring på den svenske finanskris. I 1992 giver chefen for den svenske finansinspektion, Anders Sahlén, således udtryk for, at krisen i første række skyldes fejlagtige strategiske beslutninger truffet af ledelserne, idet tabene i første række kan henføres til sammenbruddet på det svenske marked for erhvervsejendomme.⁵⁴ Gennemsnitlig 60 pct. af de samlede udlån i de svenske banker er relateret til ejendomsmarkedet. Den

52 De Vylder (1999) mener, at den svenske finanskris blev forudset gennem lang tid, at den var velfortjent, og at den i første række skyldes en dårlig økonomisk politik. Bäckström (1998) mener, at den svenske krise i første række skyldes dereguleringen samt en række ændringer i makroøkonomien, bl.a. en række devalueringer. Krisen blev forværret gennem en svag finanspolitik.

53 Diskussionen er baseret på Bergström, Englund og Thorell (2002).

54 Interview med Anders Sahlén i Dagens Industri den 17. september 1992.

højeste eksponering fremkommer i de tre svenske banker, som bryder sammen under krisen, nemlig Nordbanken (80 pct. ejendomsrelaterede udlån), sparbankerne (ca. 60 pct. ejendomsrelaterede udlån) samt Gota Bank (55 pct. ejendomsrelaterede udlån). Anders Sahlén finder det kritisabelt, at svenske banker har en så stor eksponering over for tab på ejendomsmarkedet, idet der til god bankledelse burde høre en større risikospredning. Koncernchefen i Sparbanken Sverige, Göran Collert, giver i januar 1993 udtryk for, at de svenske sparbankers tab skyldes, at man har mistet kontakten med hjemmebygderne. I en dom fra Helsingborgs tingsret beskrives lånepolitikken i Gota Bank på følgende måde: "... Gota Banks policy var att låna ut så mycket söm möjligt. Man skulle söka kundkontakter och ha en 'aggressiv' marknadsföring ...".⁵⁵

Under den svenske finanskriser er der en omfattende diskussion om svindel som en af forklaringerne på de omfattende tab. Rigsanklageren Torsten Johnson og finansinspektionens chef Anders Sahlén fremhæver, at der bag tabene på udlån ligger en omfattende økonomisk kriminalitet.⁵⁶ Rigsanklageren begynder i november 1992 en undersøgelse af økonomiske forbrydelser begået under bankkrisen, og der iværksættes flere politiundersøgelser. I november 1993 blev der efterforsket sager om økonomisk kriminalitet i forbindelse med udlån på sammenlagt 37,8 mia. kr. (svarende til ca. 5 pct. af de samlede udlån i banker og finansselskaber).⁵⁷

I løbet af 1989 og i første halvdel af 1990 viser det sig stadig sværere at udleje erhvervsejendomme. I efteråret 1990 kommer det til en krise i finansselskaberne, der har finansieret en stor del af erhvervsbyggeriet. I september 1990 kan finansbolaget Nyckeln ikke refinansiere sine markedsbeviser, idet indehaverne ikke vil forny beviserne. Krisen spreder sig i løbet af få dage til de øvrige markedsbeviser, således at det bliver svært at finde aftagere til markedsbeviserne. Der sker en kraftig stigning i renteforskellen mellem statsgældsveksler og certifikater udstedt af banker og virksomheder. I september 1991 kommer det til sammenbrud i selskabet Gamlestaden. I løbet af det næste år går yderligere flere finansselskaber konkurs.

55 I retten citeres følgende cirkulære fra chefen for Gota Banks sydlige region: "Det väsentliga för oss är att hele tidan vara marknadsanpassade och offensiva ..." samt "Pengar är som gödsel, dom måste spridas för att bli till nytta". Sagen er omtalt i artikel i Dagens Industri den 29. januar 1993.

56 Artikel i Dagens Nyheter den 9. januar 1993.

57 Artikel i Aftenposten den 6. december 1993.

I september 1991 smitter krisen i de svenske finansselskaber af på forsikringsbranchen, idet det mindre selskab Njord bliver erklæret konkurs. Selskabet har lidt tab på kreditforsikring ydet i forbindelse med udlån til finansiering af faste erhvervsejendomme. Sammenbruddet medfører, at forsikringsdækningen falder væk for en række svenske finansvirksomheders udlån, hvilket medfører tab. Njord ejes af to udenlandske forsikringskoncerner samt af en svensk lønmodtagerfond. På trods af henstillinger fra den svenske finansinspektion om ejernes moralske ansvar nægter aktionærene at indskyde yderligere kapital i selskabet.⁵⁸

Gennem de næste år bliver der tale om store tab i de fem svenske hovedbanker: S-E Banken, Svenska Handelsbanken, Nordbanken, Gota Bank samt Föreningsbanken.⁵⁹ I efteråret 1990 begynder de svenske hovedbanker at melde om stigende tab i forbindelse med udlån, og gennem 1991 accelererer tabene. Hertil kommer tab i de svenske sparbanker, i første række Första Sparbanken, der har virksomhed i Göteborg og Stockholm. Tabsudviklingen i den svenske banksektor er vist i *tabel 4.11*.

Allerede i august 1990 meddeler Nordbanken, at den har tab på 1,7 mia. kr. Tabene tolkes i første omgang ikke som tegn på en stor krise, men koncernchefen må træde tilbage, ligesom bestyrelsesmedlemmerne stiller deres pladser til rådighed. Nordbanken har store tab ved prisfaldet på fast ejendom, idet banken har udlån til en række af de største af de sammenbrudte finansselskaber.⁶⁰ I efteråret 1991 får Nordbanken behov for en kapitaltilførsel for at klare sig. Som hovedaktionær med en ejerandel på 71 pct. indskyder staten ny kapital

58 Artikel i Dagens Industri den 4. september 1991.

59 Nordbanken er resultatet af en fusion, hvor PK Banken i 1990 køber den mindre bank Nordbanken. PK Banken er et resultat af en fusion i 1974 mellem den stats-ejede Sveriges Kreditbank og den ligeledes statsejede Postbanken. Den oprindelige Nordbanken er resultatet af en sammenslutning i 1986 mellem Sundsvallsbanken og Uplandsbanken. Nordbanken er siden gennem fusioner med MeritaBank (Finland), Unibank (Danmark) samt Norske Christiania Bank og Kreditkasse (Kreditkassen) blevet til Nordea. Gota Bank var resultatet af en sammenslutning i 1989, hvor Göta Bank købte Skaraborgsbanken og Wermlandsbanken. Gota Bank sluttes i 1993 sammen med Nordbanken. Endelig er Sveriges Föreningsbank resultatet af en sammenslutning i 1992 mellem Sveriges 342 föreningsbanker samt Föreningsbankernas Bank. De svenske sparbanker (sparekasser) går med virkning fra 1993 sammen i Sparbanken Sverige. Gennem en sammenslutning mellem Sparbanken Sverige og Föreningsbanken dannes i 1997 FöreningsSparbanken, der i 2006 ændrer navn til Swedbank. S-E-Banken har senere ændret navn til SEB.

60 Artikel i Dagens Nyheter den 29. november 1990.

i Nordbanken på sammenlagt 4,2 mia. kr. i november og december 1991. Herved udvides statens ejerandel til 77 pct. Det anses på forhånd for umuligt at få tilført kapital fra private over aktiemarkedet.

I maj 1992 iværksættes en rekonstruktion af Nordbanken, hvor staten indløser de private minoritetsaktionærer. Indløsningen af de private mindretsaktionærer indebærer en samlet udgift på 2,1 mia. kr. Det vækker kritik, at staten tilbyder de private aktionærer en kurs, der ligger over børskursen. Staten gennemfører derefter en opdeling af Nordbanken i to dele, nemlig en sund del og et afviklingsselskab til håndtering af dårlige kreditter. Afviklingsselskabet får navnet Securum. Ca. en fjerdedel af Nordbankens udlån overføres til Securum. Ifølge rekonstruktionsplanen drejer det sig om (i) nødlidende lån, (ii) lån, hvor der er forsinkelser med rentebetalinger, samt (iii) lån, der belaster Nordbankens indtjeningsmuligheder, eller som af andre grunde ikke bør beholdes i Nordbanken. Staten indskyder 24 mia. kr. som aktiekapital i Securum. Det er hensigten at sælge den sunde del af Nordbanken i løbet af 1994. Finansdepartementet overdrager opgaven med at finde en ny ejer til to internationale banker, Crédit Suisse og First Boston Bank.⁶¹ Senere i oktober 1992 tilfører staten yderligere 10 mia. kr. til Nordbanken i form af ny aktiekapital.

I oktober 1991 bliver det klart, at sparbanken Första Sparbanken, der driver virksomhed i Stockholm og Göteborg, har lidt store tab. Tabene opgøres efterfølgende til 5,7 mia. kr. for 1991. Krisen klares i første omgang gennem et lån på 3,8 mia. kr. fra de øvrige sparbanker. Staten stiller en garanti for dette lån. For at sikre de svenske sparbankers soliditet lægger myndighederne i december 1991 pres på de øvrige sparbanker om sammen med Första Sparbanken at gå sammen i en fælles bank.⁶² Den formelle beslutning om etableringen af Sparbanken Sverige bliver truffet i marts 1992. Det er hensigten, at den nye bank gennem en aktieemission kan få dækket tabene på udlån.

I april 1992 gennemfører staten sammen med de øvrige svenske sparbanker en ny redningsaktion til fordel for Första Sparbanken, der modtager et lån på sammenlagt 7,3 mia. kr. Det indgår i redningsaktionen, at staten overtager lånet på 3,8 mia. kr., som man tidligere

61 Artikel i Dagens Nyheter den 9. maj 1992 samt i Finanstidningen den 14. maj 1992.

62 Finansinspektionen sender i december 1991 et brev til sparbankerne, hvor man beder sparbankerne overveje den fremtidige struktur. Flere sparbankchefer udtaler til Dagens Industri, at de føler sig presset ind i den nye bank, jf. artikel i Dagens Industri den 15. februar 1992.

har stillet garanti for. Lånet ydes som et rentefrit lån frem til 1995 og derefter med en lav rente. Statens omkostninger i forbindelse med støtten til lånet beregnes senere til 1,3 mia. kr.⁶³ Herudover stiller staten garanti for et lån på 3,5 mia. kr., der ydes af de øvrige sparbanker. Som sikkerhed får staten 63 pct. af aktierne i Första Sparbanken. Endelig skal et særligt afviklingsselskab overtage de dårlige lån i Första Sparbanken.

I foråret 1992 dukker der også problemer op i Gota Bank. I april 1992 indskydes der yderligere kapital af forsikringsselskabet Trygg-Hansa, som er hovedaktionær i Gota Bank. Kapitaltilførslen rækker dog kun nogle måneder frem. Det kommer til store udtræk fra Gota Bank, da den administrerende direktør for Trygg-Hansa i april 1992 fremkommer med udtalelser, som kan tyde på, at forsikringsselskabet ikke kan forventes i det lange løb at stå bag banken. I september 1992 meddeler Trygg-Hansa, at den ikke vil skyde yderligere kapital i Gota Bank og truer med at lade Gota Bank gå konkurs. Trygg-Hansa har haft omfattende tab på sit engagement i Gota Bank, og det er ledelsens vurdering, at en yderligere satsning kan bringe forsikringsselskabet i risiko.⁶⁴ Den svenske stat træder herefter til med en generel garanti for alle Gota Banks forpligtelser, herunder indskud og ansvarlig indskudskapital. Samtidig meddeler Sveriges Riksbank, at den vil støtte Gota Bank med den likviditet, der måtte være nødvendig.⁶⁵ Derimod nægter regeringen at garantere for de forpligtelser, som er stiftet af holdingselskabet til Gota Bank, Gota AB Holding. Selskabet træder herefter i betalingsstandsning, hvilket indebærer store tab for en række privatpersoner, kommuner og virksomheder, der har lånt til Gota AB.⁶⁶

I april 1992 mangler Föreningsbanken kapital. Krisen løses ved, at en gruppe med deltagelse af selskaberne omkring organisationen Lantbrukarnas riksförbund (LRF) samt Länsförsäkringsbolagen indskyder kapital på 1 mia. kr. i banken, heraf 900 mio. kr. i form af et evigtløbende ansvarligt lån. For at forbedre muligheden for kapitaltilførsel foreslår bestyrelsen, at banken omdannes til et aktieselskab.

Også flere af de svenske provinsbanker har store tab. Blandt andet gælder dette Östgöta Enskilda Bank, der reddes gennem kapitalind-

63 Bergström, Englund og Thorell (2002), s. 30.

64 Artikel i Dagens Nyheter den 10. september 1992.

65 Artikel i Svenska Dagbladet den 17. september 1992.

66 Artikel i Dagens Industri den 22. september 1992.

skud fra ejeren Fredrik Lundberg, der bl.a. overtager bankens ejendomme.

Ved midten af 1992 bliver det i stigende grad vanskeligt for de svenske banker at finansiere sig kortfristet, og markedet for bankernes korte gældsbeviser (certifikater) tørrer ud. I september 1992 indstiller det svenske kreditforsikringsselskab Svenska Kredit betalingerne, da ejerne – forsikringsselskaberne Trygg-Hansa og Skandia – ikke vil indskyde yderligere kapital.

I efteråret 1992 forværres problemerne i de svenske finansvirksomheder af en valutakrise, idet det i september-november 1992 kommer til spekulation mod den svenske krone, og der bliver en omfattende kapitaludstrømning. Renten sættes kraftigt i vejret for at hindre tabet af valuta, og ved midten af september 1992 kommer den svenske rente op på 500 pct. Den høje rente skaber vanskeligheder for erhvervsvirksomheders og bankers finansiering.

I efteråret 1992 synes der risiko for, at Sverige står over for en omfattende finanskrise, hvor der udover problemerne i Nordbanken og Gota Bank samt i sparbankerne også er forlydender om tab i den største svenske bank, S-E-Banken. Den svenske regering frygter et generelt bank run, idet der ikke i 1992 er en svensk ordning for indskydgaranti. Det er den generelle vurdering, at udenlandske långivere er ved at tabe tilliden til det svenske banksystem. De svenske finansvirksomheder har således i stigende grad svært ved at låne på de internationale finansmarkeder, og de udenlandske banker har mindsket kreditrammerne for svenske banker og kortet ned i løbetiden for lån.⁶⁷ Det er den generelle vurdering, at krisen vil blive forværret, idet tabene også vil begynde at gøre sig gældende blandt privatkunder.⁶⁸

Den svenske regering reagerer ved i september 1992 at udsende en erklæring om, at staten garanterer for, at bankerne og visse andre kreditinstitutter kan opfylde deres forpligtelser. Den statslige garanti ses som nødvendig for at hindre kapitaludstrømning og derved hindre et yderligere pres på den svenske krone. For at sikre bankerne beholdninger af valuta sørger Riksbanken for at placere valutareserven

67 Urwitz (1998).

68 AffärsVärlden skriver i en artikel fra 28. oktober 1992, at der ikke findes tegn på, at krisen skulle være overstået. Det må ventes, at de høje realrenter og en dyb lavkonjunktur kan skabe en egentlig depression. Det hedder: "... Försämringen går nu mycket snabbt, eftersom bankerna från och med i år så att säga bränner ljuset i bägge änden. Dels växer kreditförlusterna, dels minskar förmågan att bära de växande kreditförlusterna genom att resultatet före kreditförluster försämras ...".

som indskud i svenske banker. En afgørende faktor bag regeringens intervention er frygten for, at udlandets tillid til det svenske banksystem vil blive rokket, og at det herved vil blive vanskeligt for svenske banker at rejse finansiering gennem udenlandske kilder.⁶⁹ Det var et afgørende motiv allerede bag den tidligere statslige intervention til støtte for de kriseramte svenske finansvirksomheder, at tilliden på de internationale markeder til det svenske banksystem skal opretholdes.⁷⁰ Relativt hurtigt efter den almindelige bankgaranti bedres svenske bankers lånemuligheder i udlandet. Gennem rejser i udlandet forklarer politikere og embedsmænd betydningen af bankgarantien. For at dæmpe rygterne om bankernes dårlige soliditet overvejes det at give bankerne pligt til at oplyse om sikkerheden for engagementer i form af fast ejendom (oplysninger om ejendommens beliggenhed m.v.).

I november 1992 bliver den svenske krone gjort flydende, og der sker et kraftigt fald i valutakursen. Dette gør det muligt igen at nedsætte renten. Faldet i kronens kurs bevirker, at der bliver en mere tyngende gældsbyrde for virksomheder, som har optaget gæld i fremmed valuta. Som helhed bliver de svenske erhvervsvirksomheder og banker imidlertid ikke ramt af faldet i kronekursen efter november 1992, idet erhvervsvirksomhederne og bankerne også har store tilgodehavender i fremmed valuta.⁷¹ Samlet har de svenske erhvervsvirksomheder og banker en neutral valutastilling, hvor aktiver og gældsposter i fremmed valuta stort set opvejer hinanden. Der er dog store forskelle mellem de enkelte virksomheder. I forbindelse med den flydende kronekurs stiger aktierne på Stockholms Fondsbørs med 10 pct.

I december 1992 giver Riksdagen sin tilslutning til regeringens forslag om en generel garanti til de svenske banker (bankstödsgarantin). Staten garanterer, at alle banker og visse andre kreditinstitutter kan opfylde deres forpligtelser. Garantien gælder alle fordringer bortset fra ansvarlig lånekapital. Der bliver samtidig formuleret en politik for

69 Det er vurderingen hos Bäckström (1998), at Sveriges finansielle system ville være brudt sammen, hvis staten ikke havde inter文neret. Ingves og Lind (1998) skriver: "... Bedömningen var att utan ett omfattande statligt inngripande hade vi stått inför en finansiell härdsmlta av aldrig tidigare skådat slag. Utan åtgärder kunne även i slutänden statens upplåning komma att påverkas. Nationens hela finansiella funktionsförmåga stod på spel. Mot den här bakgrunden är vår bedömning att alla, även finansiella företag utan akuta problem, hade en omedelbar nytta av de statliga krisåtgärderna ..." (s. 45).

70 Artikel i Svenska Dagbladet den 9. maj 1992.

71 En diskussion af valutastillingen findes i Bergström, Englund og Thorell (2002).

statslig intervention ved sammenbrud i svenske finansielle virksomheder. Den statslige intervention kan tage to former: (i) der kan gives støtte til fortsat virksomhed i livskraftige institutter, idet støtten dog skal kombineres med krav til foranstaltninger i den finansielle virksomhed, samt (ii) der kan gives støtte til rekonstruktion eller afvikling af finansielle virksomheder, som ikke kan opnå en rentabel drift på længere sigt. Støtten skal udformes på en sådan måde, at statens langsigtede omkostninger minimeres, ligesom støtten så vidt muligt skal være konkurrencemæssig neutral. Ved statslig kapitaltilførsel bør indskud af aktiekapital så vidt muligt foretrækkes, men den statslige kapitaltilførsel kan også tage form af lån, herunder ansvarlig lånekapital. Støtten skal fortsætte så længe, som det er nødvendigt. Støtten skal først afvikles, når det kan ske på en sådan måde, at kreditorernes interesser ikke bringes i fare.

I maj 1993 vedtages der en særlig lov om statslig støtte til banker og andre kreditinstitutter. I loven fastsættes nogle generelle principper for statsstøtten: (i) alle banker får mulighed for at få støtte, (ii) der er mulighed for at give statsstøtte gennem en række forskellige instrumenter (aktiekapital, lån, garantier), men den foretrukne løsning er aktieindskud, da staten herved får andel i en fremtidig mulig værdistigning for de kriseramte banker, (iii) ved udformningen af statsstøtten skal risikoen for statslige tab minimeres, samt (iv) tab bør i første række falde på bankejerne. Myndighederne får gennem loven adgang til at tvangsindløse private aktionærer.

Til administration af loven etableres der en statslig myndighed, Bankstödsnämnden, der får til opgave at håndtere bankkriser. Formålet med Bankstödsnämnden er at sikre stabiliteten i banksystemet og at sikre kreditgivningen. Bestyrelsen i Bankstödsnämnden sammensættes af repræsentanter fra erhvervslivet samt fra de politiske partier. Nævnet får et særligt sekretariat under ledelse af en generaldirektør. Baggrunden for, at man vælger at henlægge administrationen af bankstøtten til et uafhængigt nævn i stedet for at henlægge den til f.eks. Sveriges Riksbank eller Finansinspektionen, er ønsket om at undgå interessekonflikter. Riksbanken skal sørge for den almindelige pengepolitik, mens Finansinspektionen skal sørge for tilsyn med bankerne. Det ses som vigtigt, at hverken den generelle pengepolitik eller tilsynet med finansielle virksomheder påvirkes af hensynet til krisehåndtering.⁷²

72 En beskrivelse af virksomheden i Bankstödsnämnden findes i Ingves og Lind (1998).

I december 1992 meddeler den største svenske bank, S-E-Banken, at den sandsynligvis vil få behov for statslig støtte. I februar 1993 indgiver banken en ansøgning om støtte. Også Föreningsbanken og Sparbanken Sverige anmoder om statsstøtte. I 1993 indgår staten en aftale med Föreningsbanken om en garanti for kapitaldækning. Staten lover at indskyde aktiekapital i Föreningsbanken, hvis kapitaldækningen falder under 9 procent. Dette skal kombineres med en option, hvor ejerne af Föreningsbanken får mulighed for at tilbagekøbe den statslige aktiekapital senest i 1998.

Gennem de kommende måneder gennemgår Bankstödsnämnden med assistance af internationale konsulenter udlånsporteføljerne for alle de svenske hovedbanker med undtagelse af Handelsbanken. Forhandlingerne om statsstøtte med S-E-Banken, Föreningsbanken samt Sparbanken i Sverige trækker imidlertid i langdrag. Samtidig sker der en forbedring af bankernes økonomiske situation i forbindelse med et fald i de svenske renter. Fra maj 1993 sker der en kraftig stigning i kursen på svenske bankaktier. I august 1993 trækker S-E-banken sin ansøgning om støtte tilbage, idet banken tilføres ny aktiekapital, og bankens ledelse bekendtgør, at krisen er ovre for S-E-Bankens vedkommende. Aktiekapitalen i S-E-Banken bliver tilført af en række af bankens gamle aktionærer. Også Sparbanken trækker sin ansøgning tilbage. Tilsvarende udnytter Föreningsbanken aldrig det statslige tilsagn om aktiekapitaltilførsel, idet der bliver tilført ny kapital til banken fra selskaberne omkring landbruget og fra en kreds af pensionsinstitutter. Sparbanken Sverige får i begyndelsen af 1994 tilført ny kapital fra et antal svenske og udenlandske finansielle virksomheder.

I 1993 overtager den svenske stat samtlige aktier i Gota Bank til prisen 0, hvorefter Gota Bank får en statslig aktiekapitaltilførsel på 20 mia. kr. De dårlige lån i Gota Bank overføres herefter til det nyetablerede afviklingsselskab Retriva, som får et statsligt kapitalindskud på 3,8 mia. kr. Gota Bank sammensluttet herefter med Nordbanken. I januar 1996 overtages Retriva af Securum, således at alle dårlige lån fra Nordbanken og Gota Bank herefter håndteres af kun ét afviklingsselskab, Securum.

På et seminar organiseret af den svenske bankforening i december 1993 mener koncerncheferne i S-E-Banken, Handelsbanken og Nordbanken, at staten bør ophæve garantien for svenske bankers forpligtelser, idet den medfører, at det er risikofrit at åbne banker i Sverige. Den statslige garanti bliver ophævet i 1995. Loven om bankstøtte er midlertidig og ophører i 1996.

I forbindelse med krisen afskediges direktørerne i en række af de kriseramte virksomheder. Efter sammenbruddet i Första Sparbanken i april 1992 nedsætter den nye ledelse en gruppe af uafhængige eksperter, som skal undersøge, om der kan gøres ansvar gældende over for de to tidligere chefer.⁷³ Under trussel om sagsanlæg går 8 tidligere chefer og bestyrelsesmedlemmer i Nordbanken med til at betale erstatning på sammenlagt 16 mio. kr., idet de medgiver, at kredithåndteringen i Nordbanken har været for lemfældig. Yderligere tre tidligere bestyrelsesmedlemmer går med til at tilbagebetale honoraret for 1990.⁷⁴ Der rejses også sag om erstatning på sammenlagt 300 mio. kr. mod den tidligere ledelse i Gota Bank.

Der synes i Sverige at være bred enighed om, at krisehåndteringen fungerede godt. Bäckström (1998) mener således, at Sverige slap forholdsvis let gennem den finansielle krise, der kunne have udviklet sig til en lavkonjunktur svarende til situationen i 1930'erne. Viotti (2000) skriver: "... Med facit i hånd kan man konstatera att den svenska strategin för bankkrishantering fungerade väl och i dag används som något av ett skolexempel i den internationella debatten. Bankstödsnämndens sätt att lägga upp sin verksamhet med en brett förankrad styrelse, en liten effektiv stab och anlitanade av de mest välrenommerade internationella konsultfirmorna för analysen av de stödsökande bankerna har studerats noga. Så har också varit fallet med de så kallade 'bad banks' som bildades genom att problemkrediter flyttades från bankerna till speciella 'asset management'-företag ...".⁷⁵ Vurderingen af den svenske krisehåndtering som vellykket deles af en række andre forfattere.⁷⁶

73 Artikel i Arbetet den 9. april 1992.

74 Artikel i Göteborgsposten den 24. december 1993.

75 Viotti (2000), s. 8.

76 Ingves (2002) skriver: "... We are all pleased to see how well the banking systems of the Nordic countries have recovered and how efficient they have become. We are also pleased to note how much cheaper the aggregate final cost has turned out to be than what was estimated in the darkest midnight hours of the crisis in the early 1990s. Now there are even some analysts who claim that the Nordic banking crises, except in Finland, ultimately generated a profit to the governments, especially when the revenue impact of all the efficiency gains are included ...". Ingves og Lind (1996) skriver: "... Som ovan diskuterats är det omöjligt att i efterhand närmare bedöma effekterna av bankstödet eller om alternative lösningar hade givit andra rersultat. Sverige har nu ett finansiellt robust, dynamiskt och konkurrenskraftigt banksystem, vilket på olika sätt stärker landets totale ekonomiska struktur. Härmed har stödåtgärderna bidragit till att uppfylla det viktigaste långsiktiga målet ..." (s. 18). Bergström, Englund og Thorell (2002) skriver: "... Den svenska eftervärden av bankkrisen genom ett särskilt avvecklingsbolag framställs ofta som en förebild för

Urwitz (1998) anlægger en mere kritisk vurdering af den svenske krisehåndtering. Urwitz (1998) stiller således spørgsmål ved, om det var rigtigt, at Finansinspektionen tvang de svenske banker til at stå bag deres finansselskaber. Hvis de bankejede finansselskaber havde fået lov til at gå ned, kunne krisens omfang have været begrænset. Det er også spørgsmålet, om Finansinspektionen burde have grebet hårdere ind på et tidligere tidspunkt af krisen. F.eks. fik Gota Bank lov til at udvide sine eksponeringer i ejendomssektoren, selv efter at der fra efteråret 1990 er blevet klarhed over omfanget af ejendoms krisen. Tilsvarende er det vurderingen hos Urwitz (1998), at Finansinspektionen under indtryk af negativ presseomtale overreagerer under den senere del af krisen og kræver for store hensættelser. At krisen får et forholdsvis kortvarigt forløb i Sverige, må i første række tilskrives omslaget i konjunkturerne, der fører til prisstigninger på fast ejendom. Det bidrager ifølge Urwitz (1998) afgørende til konjunkturforbedringen, at kronen bliver gjort flydende i november 1992, hvorved det bliver muligt at sænke de korte renter.

I en opgørelse over statslige udgifter og indtægter i forbindelse med finans krisen opgør Jennergren og Näslund (1998) de statslige nettoudgifter til sammenlagt 35 mia. kr. pr. 1. juli 1997. Opgørelsen tager udgangspunkt i kursværdien på den svenske stats beholdning af bankaktier medio 1997. Da aktiekursen for bankaktier efter 1997 er steget, er det sandsynligt, at staten har haft overskud på sin intervention.

Under krisen sker der en vis reduktion i personaletallet i de svenske banker, idet antallet af ansatte i svenske banker nedskæres med ca. 2.600 under krisen. Flere banker trækker sig tilbage fra udenlandske aktiviteter.⁷⁷ Nordbanken, S-E-Banken og Gota Bank afvikler således datterselskaber i udlandet. Den modsatte strategi praktiseres af Handelsbanken, der bl.a. ekspanderer gennem køb af norske banker.

Det fremgår af tabel 4.9, at de svenske banker under og efter krisen foretager en kraftig nedskæring i udlånene. Kreditgivningen fra en række svenske finansielle virksomheder falder således fra 135,9 pct.

andra länder ..." (s. 193). Persson og Viotti (1998) skriver mere forsigtigt: "... Av allt at döma är 1990-talets svenska bankkris nu över, och man kan säga att vi klarade oss ur den någorlunda helskinnade ..." (s. 77). Andersson og Viotti (1999) skriver: "... considering the extent of the problems in the bank sector in the early 1990s, Sweden came out of the acute phase of the crisis swiftly and at a relatively low cost. This was due to a good portion of luck but also, we believe, successful crisis management ..." (s. 88).

77 Artikel i Dagens Nyheter den 27. januar 1993.

af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1990 til 105,9 pct. af bruttonationalproduktet ved udgangen af 1995. De svenske banker kritiseres for at være for forsigtige med at låne ud, idet der næsten aldrig gives lån uden sikkerhed, hvilket er medvirkende til et stigende antal konkurser.⁷⁸ Da de svenske banker på grund af valutakrisen kommer til at mangle valuta, er det især udlån i fremmed valuta, der opsiges.⁷⁹

Den statslige støtte til nødlidende banker kritiseres under krisen af de banker, der ikke selv modtager støtte, idet det fremføres, at støtten er konkurrenceforvridende. I maj 1992 kritiserer bestyrelsesformanden i S-E-Banken, Curt G. Olsson, således den statslige støtte til Nordbanken, idet den indebærer konkurrenceforvridning.⁸⁰ I september 1993 klager de øvrige banker i Bankföreningen til Bankstödsnämnden over, at det statslige kapitalindskud i Nordbanken udgør en konkurrenceforvridning. Bankerne kræver bl.a., at Nordbanken skal tilbagebetale en del af støtten.⁸¹

I 2000 fremsætter den svenske komite for banklovgivning forslag vedrørende lovgivning om håndtering af kriser i banker.⁸² Det er udgangspunktet for forslaget, at det er uhensigtsmæssigt at anvende den almindelige konkursbehandling på banker. Dette skyldes for det første, at forvalteren i konkursboet udelukkende skal varetage kreditorernes interesser og derved ikke er i stand til at varetage de bredere samfundsmæssige interesser, der forekommer under bankkriser, således hensynet til at sikre det finansielle systems stabilitet. For det andet er bankers langsigtede overlevelse afhængig af, at de kan fortsætte med at foretage betalinger. Der kan herved være uhensigtsmæssigt at fastfryse betalingerne, som det normalt er tilfældet under en konkursbehandling.

I stedet foreslår den svenske banklovskomite, at der etableres en ny ordning – benævnt som offentlig administration – for behandling af kriserammede banker. Offentlig administration tænkes anvendt på banker, der enten ikke kan indfri forpligtelserne, eller hvor der er en forventning om, at banken på et fremtidigt tidspunkt ikke vil være i stand til at indfri forpligtelserne. Ordningen skal kun anvendes på banker, hvor det må antages, at de fortsat vil kunne overleve. Beslut-

78 Artikel i Børsen den 20. juni 1991.

79 Se interview med Sven Båkman fra den svenske bankforening i Finanstidningen den 19. august 1993.

80 Artikel i Dagens Nyheter den 9. maj 1992.

81 Artikel i Dagens Industri den 21. september 1993.

82 Banklagskommittén (2000).

ning om offentlig administration træffes af domstole efter begæring fra en nyetableret myndighed, hvis vigtigste opgave bliver at varetage administrationen af banker, der er sat under offentlig administration. Når en bank er overgået til offentlig administration, overtager krisehåndteringsmyndigheden stemmeretten i banken, men de styrende organer vil fortsat fungere. Krisehåndteringsmyndigheden kan vælge at fortsætte betalingerne i banken helt eller delvist. For at beskytte nye forpligtelser skal de have fortrinsstilling, mens de bestående kreditorer skal kompenseres for eventuelle tab i forbindelse med, at deres stilling forringes. Krisehåndteringsmyndigheden skal undersøge bankens overlevelsesmuligheder og stå for forhandlinger med bankens ejere og kreditorer om en eventuel rekonstruktion eller afvikling af banken. Under den offentlige administration skal banken være beskyttet mod konkurs.

Efter at banklovskomiteen fremlagde sin betænkning om krisehåndtering i 2000, har der i Sverige været diskussion vedrørende komiteens forslag om en særlig ordning for håndtering af kriseramte banker.⁸³ Det ventes, at det svenske finansministerium i 2008 vil fremlægge forslag til lovgivning, der i hovedsagen følger komiteens indstilling.

Sveriges Riksbank har i 2003 fremlagt nogle synspunkter vedrørende sin rolle som lender of last resort.⁸⁴ Det understreges, at der kan være behov for en lender of last resort, hvis der enten er tale om sammenbrud i en bank, som har en dominerende stilling med hensyn til en funktion, der er vigtig for samfundet, f.eks. for betalingssystemet, eller hvis en betalingsstandsning i en bank giver anledning til spredningseffekter i resten af økonomien, således at det finansielle systems funktion kan blive truet. For at sikre effektiviteten i det finansielle system bør Riksbanken kun støtte banker, som kan klare sig på længere sigt, efter at likviditetsproblemet er blevet overvundet. Riksbanken bør derfor ikke støtte banker, der har et solvensproblem. Ikke-rentable banker bør således afvikles eller rekonstrueres, hvilket i første række bør ske uden offentlig intervention. Riksbanken eller Finansinspektionen kan dog fungere som "mæglere" for at få en løsning i stand. Hvis det skulle være nødvendigt med indskud af offentlig kapital for at forhindre, at et sammenbrud i en finansiell institution giver anledning til en systemkrise, er det Riksdagens og regeringens ansvar og ikke en opgave for Riksbanken.

83 Se f.eks. Viotti (2000).

84 Sveriges Riksbank (2003).

Ved beslutning om likviditetsstøtte skal Riksbanken således vurdere (i) instituttets solvens, idet Riksbanken kun bør give støtte til solvente institutter, samt (ii) i hvilket omfang banksammenbruddet indebærer en trussel mod systemet, idet der kun bør gribes ind, hvis det pågældende finansielle institut har systemisk vigtighed, dvs. at det finansielle systems funktioner ved et sammenbrud i banken skal trues af en alvorlig skade. Det er Riksbankens indstilling, at det frem for alt er betalingssystemets funktion, som bør værnes. I Sverige er denne funktion i høj grad baseret på de fire største banker, og det er derfor klart, at hvis alle disse fire banker på én gang bryder sammen, er det nødvendigt med intervention. Derimod er ingen af de fire storbanker i sig selv uundværlige for betalingssystemet. Et sammenbrud i andre banker end de fire hovedbanker vil heller ikke true betalingssystemets funktion. I forbindelse med likviditetsstøtte vil Riksbanken kræve sikkerhed for lån. Det må afgøres fra sag til sag, om renten ved likviditetsstøtten skal være højere end den normale udlånsrente.

Tabel 4.9. Udlån fra svenske finansvirksomheder til privat ikke-finansiel sektor¹

	Banker (mia. kr.)	Realkredit- institutter² (mia. kr.)	Andre særlige kreditinstitutter³ (mia. kr.)	Finanssel- skaber⁴ (mia. kr.)	Samlet kre- dit givning (mia. kr.)	Samlet kredit givning (pct. af BNP)
1981	247	183	31	23	488	79,1
1982	283	203	36	28	560	82,9
1983	310	230	46	39	638	84,5
1984	340	227	60	40	676	79,9
1985	353	307	69	45	789	85,8
1986	414	393	77	85	980	97,5
1987	480	451	88	109	1.129	103,9
1988	630	542	89	119	1.389	117,4
1989	791	662	97	134	1.708	130,6
1990	922	792	121	129	1.961	135,9
1991	909	927	118	105	2.033	132,4
1992	924	938	92	105	2.070	135,3
1993	749	984	103	102	1.939	125,6
1994	705	973	104	84	1.863	113,2
1995	701	989	101	86	1.875	105,9

1. Tabellen viser lån givet fra de viste finansielle virksomheder til den private ikke-finansielle sektor (almenheden). Kilde: Sveriges Riksbank.
2. Dækker de svenske bostadsinstitutter.
3. Omfatter gruppen "andra mellanhandinstitutter".
4. Omfatter de svenske "finansbolag".

Tabel 4.10. Produktionstab i Sverige under perioder med konjunkturtilbageslag¹

Tidspunkt for start på tilbageslag ²	Tidsperiode for tilbageslag ³	Akkumuleret produktionstab de første to år af tilbageslag ⁴	Akkumuleret produktionstab under det samlede tilbageslag ⁵
1976	1976-78	4,9	5,4
1980	1980-83	2,7	4,4
1990	1990-93	4,6	12,0
2001	2001-04	1,3	1,8

1. Tabellen viser produktionstabene under fire konjunkturtilbageslag, der har ramt Sverige i perioden 1970-2006. Konjunkturtilbageslag opfattes som en flerårig periode, hvor vækstraten i bruttonationalproduktet ligger under den gennemsnitlige vækst for den samlede periode 1970-2006 (2,20 pct.).
2. År for det første år i konjunkturtilbageslag, dvs. første år i den flerårige periode, hvor vækstraten falder under den gennemsnitlige vækst for perioden 1970-2006 (2,20 pct.).
3. Periode, hvor vækstraten i hvert år ligger under den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,20 pct.).
4. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,20 pct.) og vækstraterne i de to første år af konjunkturtilbageslaget.
5. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,20 pct.) og vækstraterne i alle år af konjunkturtilbageslaget.

Tabel 4.11. Tab i svenske banker¹

	Tab som pct. af udlån ²	Tab som pct. af bruttonationalproduktet
1981	0,12	0,05
1982	0,43	0,17
1983	0,54	0,21
1984	0,67	0,26
1985	0,49	0,18
1986	0,72	0,28
1987	0,50	0,21
1988	0,38	0,18
1989	1,28	0,21
1990	3,95	0,75
1991	6,36	2,33
1992	5,62	3,76
1993	2,04	3,01
1994	1,30	0,89
1995	0,28	0,51
1996	0,15	0,11
1997	-0,02	-0,01
1998	0,18	0,14
1999	0,25	0,10

1. Tabellen viser tab i svenske banker. Kilde: data fra Sveriges Riksbank.

2. Tab opgjort som pct. af gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og ultimo det pågældende år.

4.4.3. Finland

Den finske finansielle krise begynder i september 1991, hvor det kommer til store udtræk fra Scab (Sparbankernas Central-Aktie-Bank), og hvor Finlands Bank må gribe ind gennem likviditetsstøtte for at hindre et sammenbrud. Gennem de næste år bliver det klart, at de finske banker har omfattende tab, og den finske regering griber ind gennem støtte i form af kapitalindskud og garantier samt en generel garanti for de finske bankers forpligtelser.

En hovedårsag bag den finske krise er den økonomiske krise, der

følger efter bortfaldet af eksport til de tidligere østblok-lande i forbindelse med Sovjetunionens sammenbrud i 1990-91. Det fremgår af *tabel 4.12*, at Finland i perioden 1990-93 oplever et meget kraftigt konjunkturtilbageslag med et samlet produktionstab på 22,5 pct., hvilket er omtrent det dobbelte af de produktionstab, der er i de øvrige nordiske lande i den samme periode. I 1991 faldt bruttonationalproduktet i Finland med 6 procent. Konjunkturforløbet synes således at være en vigtigere forklaringsfaktor end i de andre nordiske lande. Da den finske mark bliver devalueret i oktober 1991, lider mange finske erhvervsvirksomheder store tab, ligesom der også er omfattende tab for virksomheder, som eksporterer til Østeuropa.⁸⁵

Der har herudover været peget på en række af de samme faktorer som årsager til den finske finanskrisen, der også har været fremhævet som forklaringer på kriserne i Danmark, Norge og Sverige. Der er i perioden fra midten af 1980'erne og frem til 1991 tale om en meget kraftig udlånsstigning i de finske banker. Det fremgår således af *tabel 4.13*, at udlånene i de finske banker i perioden 1984-91 stiger fra 55 pct. til 98 pct. af bruttonationalproduktet. Udlånsstigningen muliggøres af dereguleringen af finsk bankvæsen i 1984-86, bl.a. bliver restriktioner på bankers rentefastsættelse ophævet i 1986, og i 1988 bliver der givet adgang til variabelt forrentede lån. Det har været fremført, at dereguleringen medfører en kraftig konkurrence mellem bankerne, hvilket igen bevirker en stor stigning i udlån.⁸⁶

Der er i anden halvdel af 1980'erne tale om en kraftig stigning i priserne på fast ejendom. Prisstigningen på fast ejendom har været set som en vigtig faktor bag udlånsstigningen, idet der herved bliver bedre sikkerhed for lån.⁸⁷ De finske banker har store tab, da der efter 1990 sker et stort fald i ejendomspriserne. Kontorejendomme i centrum af Helsingfors bliver før krisen typisk handlet til over 60.000 FM pr. kvadratmeter (mere end Westend i London), mens det i 1992 er svært at få en kvadratmeterpris, der er højere end 15-20.000 FM.⁸⁸ I et interview fra 1992 mener den finske handels- og industriminister, Pekka Tuomisto, at bankkrisen i stort omfang har sin årsag i spekulation

85 Artikel i Hufvudstadsbladet den 11. oktober 1992.

86 Dette er konklusionen i Nyberg og Vihriälä (1994) samt i Pesola (2001).

87 Dette er konklusionen i Koskenkylä (2000).

88 Artikel i Hufvudstadsbladet den 11. oktober 1992.

omkring fast ejendom, der førte til opskruede værdier.⁸⁹ En opgørelse over finske bankers udlånstab i 1992 viser, at samlede tab på 22 mia. FM er fordelt med 5 mia. FM på udlån til ejendomsselskaber, 3 mia. FM på udlån til byggeri, 9 mia. FM på udlån til andre erhvervsvirksomheder, 1 mia. FM på udlån til husholdningerne, 2 mia. FM på lån til udlandet samt 2 mia. FM på udlån til andre formål.⁹⁰

Det har været fremført, at finske banker frem til 1991 fører en risikobetonet strategi, hvor ekspansion ses som det vigtigste mål.⁹¹ Chefen for den finske bankinspektion, Jorma Aranko, fremfører i august 1993, at den finske bankkrise udover eksterne faktorer også skyldes bankernes egen adfærd, idet der særlig blandt de finske sparbanker gennem 1980erne er konkurrence om at blive størst.⁹² Ifølge Aranko er virksomhedskulturen i 1980erne kendetegnet ved ekspansion og risikotagning, hvor mottoet er "tu-los tai los" (vind eller forsvind). En del af udlånsstigningen bruges til at finansiere privatpersoners aktiekøb. Faldet i aktiekurserne fra 1990 bidrager derved til de finske bankers tab.

I efteråret 1991 går der rygter om, at der er store tab i banken Scab (Sparbankernas Central-Aktie-Bank) (finsk forkortelse: Skopbank), som er etableret som centralbank for de finske sparebanker. Banken har i de foregående år ført en aggressiv udlånspolitik. Endvidere har banken engageret sig som aktiv ejer i en række industrier, ligesom banken har satset på ekspansion i udlandet ved bl.a. finansiering af travbaner og udlejningsejendomme i USA, hoteller i Karaibien, ejendomme i Mellemeuropa og aktier i Japan.⁹³ Situationen for Scab forværres på grund af vanskeligheder i industrikoncernen Tampella, hvor banken er medejer. Bankens store udenlandske låntagning skaber uro på de internationale finansmarkeder, og i løbet af 1991 bliver det i stigende

89 Artikel i Sparbanken, nr. 6, 1992. En boble i priserne på fast ejendom og værdipapirer fremhæves også som en hovedårsag på krisen i en artikel i Hufvudstadsbladet den 14. april 1992.

90 Artikel i Hufvudstadsbladet den 19. juni 1993.

91 I en artikel i Hufvudstadsbladet den 11. oktober 1992 fremhæves volumensyge som en vigtig årsag til bankkrisen: "... Kredittuppgången berodde på att bankledningarna övergav tidigare försiktighetsprinciper och strävade efter volymtillväxt genom att bryta sig in på nya, för dem okända mnarknader. Riskerna ignoreras: att hålla igen skulle ha inneburit att ge upp marknadsandelar och intäkter i ett läge då riskerna föreföl små och belöningen stor ...".

92 Indlæg ved den svenske sparbankforenings årsmøde i Vasa den 21. august 1993. Refereret i Sparbanken, nr. 3, 1993.

93 Artikel i Hufvudstadsbladet den 11. oktober 1992.

grad vanskeligt for Scab at låne gennem de internationale banker, der begynder at nedsætte kreditrammerne for lån til Scab. Det bidrager til mistilliden omkring Scab, at de svenske banker gennem 1991 melder om stigende tab, ligesom den finske økonomi efter østblokkens fald udvikler sig dårligt. Det er i forvejen vanskeligt for banken at låne på det finske pengemarked, hvor der er rygter om store tab i banken, og hvor det til sidst bliver umuligt for banken at finansiere sig på det korte pengemarked. De øvrige finske banker retter herefter henvendelse til Finlands Bank og beder den gribe ind over for Scab.⁹⁴

I september 1991 overtager Finlands Bank alle aktier i Scab fra de finske sparebanker. Finlands Bank udsender den 20. september 1991 en pressemeddelelse, i hvilken den garanterer for alle indenlandske og udenlandske forpligtelser i Scab og garanterer for, at banken vil få tilført den nødvendige likviditet. Finlands Bank ønsker at drive banken i en overgangsperiode, indtil tabene er gjort op, og der er fundet en ny ejer. Afgørende for interventionen fra Finlands Bank er at sikre det finske bankvæsens internationale omdømme.⁹⁵

Ved begyndelsen af 1992 er der tegn på, at det finske banksystem er truet af en mere omfattende krise, og alle finske banker melder om tab. Tabsudviklingen for de finske banker er vist i *tabel 4.14*. I april 1992 bliver Statens sikkerhedsfond oprettet for at støtte de finske banker gennem kapitaltilskud. Kapitalindskuddene har form af såkaldte kapitalcertifikater, der har status som ansvarlig lånekapital. Det opstilles som betingelse for støtte gennem sikkerhedsfonden, at staten opnår en indflydelse i den kriseramte bank, der modsvarer størrelsen af den tilførte kapital. Ved tilførsel af kapital gennem kapitalcertifikater stilles det som betingelse, at staten kan konvertere certifikaterne til stemmeberettiget aktiekapital, hvis banken ikke betaler rente på certifikaterne i sammenlagt 1.080 dage. Alle banker får tilbud om tilførsel af kapital gennem Statens sikkerhedsfond, også selv om de ikke er ramt af krise. Tilbuddet accepteres af alle finske banker. I alt er der tale om en kapitaltilførsel på 7,9 mia. FM i form af kapitalcertifikater.

Det finske tilbud til bankerne om kapitaltilførsel med en mulig senere konvertering til aktiekapital er bevidst udformet på en sådan måde, at bankerne har et incitament til at tilbagebetale certifikaterne. Det er en bevidst strategi fra den finske regerings side, at den ikke

94 Beskrivelsen er baseret på artikler i Hufvudstadsbladet den 20. og 21. september 1991.

95 Artikel i Hufvudstadsbladet den 20. september 1991.

ønsker, at staten skal indgå som ejer af finske banker. Udgangen bliver da også, at alle finske banker (med undtagelse af de banker, der bryder sammen) senere tilbagebetaler kapitalcertifikaterne, uden at det kommer til en konvertering til aktiekapital.

I 1992 rammes særlig de finske sparebanker af tab. Nogle af sparebankerne har i de foregående år ført en ekspansiv politik med stor stigning i udlånene. I juni 1992 indskyder Statens säkerhetsfond et beløb på 7,2 mia. FM i Sparbanken i Finland, der er en sammenslutning af 41 finske sparebanker. Da tabene fortsætter, bliver Sparbanken i Finland gradvist overtaget af Statens säkerhetsfond.

I september 1992 rammes arbejderbevægelsens bank, STS-Bank, af omfattende tab, der medfører stigende vanskeligheder med soliditeten. Der indgås en aftale med Kansallis-Osake-Pankki (KOP), som overtager de rentable dele af STS-Bank, mens de ikke-rentable dele bliver tilbage i banken, der herved får status som afviklingsselskab. I 1995 lægges de ikke-rentable dele af STS-Bank ind under afviklingsselskabet Arsenal (se nedenfor).

I oktober 1992 meddeler Statens säkerhetsfond, at man ikke vil tillade bankkonkurser. I 1993 vedtager den finske rigsdag en erklæring, hvor staten garanterer for forpligtelserne i alle finske banker.

I juni 1992 er ejerskabet til den kriseramte Scab blevet overført fra Finlands Bank til Statens säkerhetsfond. Der sker en rekonstruktion af banken. Staten opretter et selskab, Solidium, som overtager bankens industrielle ejerinteresser, herunder Tampella, mens et andet statsejet selskab, Sponda, overtager hovedparten af bankens aktiepositioner og faste ejendomme. Privatkundeforretningerne bliver overført til den statsejede Sparbanken i Finland. I 1995 bliver de sunde dele af banken solgt til Svenska Handelsbanken, mens de dårlige dele bliver tilbage i Scab, der herved får status som en afviklingsbank. Sammenlagt koster interventionen staten 15,5 mia. FM.

I 1993 letter krisen, hvilket bl.a. skyldes rentefaldet, der giver de finske banker kursgevinster. Det lykkes i 1993 de to største banker – KOP og Unitas – at hente ny kapital gennem aktieemissioner.

Under krisen kritiserer de to finske hovedbanker – Föreningsbanken i Finland (ejet af Unitas) og Kansallis-Osake-Pankki (KOP) – den statslige kapitaltilførsel til sparebankerne, idet de mener, at den forvrider konkurrencen. Hovedbankerne mener, at statsstøtten sætter sparebankerne i stand til at føre en aggressiv markedsstrategi.⁹⁶ Det kommer

96 Artikel i Hufvudstadsbladet den 19. juni 1993.

til en omfattende diskussion om, hvorvidt Sparbanken i Finland efter rekonstruktion skal føres videre som en selvstændig bank, eller om dens aktiviteter skal sælges til de øvrige banker. Chefen for Statens Säkerhetsfond mener, at det vil være billigere for skatteyderne at gennemføre en rekonstruktion af Sparbanken i Finland, som derefter kan sælges.⁹⁷ Derimod kræver lederne i de andre store finske banker en opsplitning og salg. Som slutresultat bliver det besluttet at opdele de rentable dele af Sparebanken i Finland i fire forretningsområder, der sælges til fire finske banker: Unitas, KOP, Andelsbankernas Centralbank (ACA) samt Postbanken.

De dårlige engagementer fra Sparbanken i Finland udskilles i et særligt afviklingsselskab, Arsenal, der overtager aktiver på 39 mia. FM ud af aktiver på sammenlagt 96 mia. FM i Sparbanken i Finland på tidspunktet for afviklingen. Afviklingsselskabet finansieres gennem et statsligt kapitalindskud på 5 mia. FM samt statsgaranterede lån. Til afviklingsselskabet overføres alle husholdninger med alvorlige betalingsproblemer samt alle erhvervskunder, hvor låntager ikke har betalt rente eller afdrag gennem 90 dage. En stor del af de dårlige lån er ydet mod pant i fast ejendom, og afviklingsselskabet bliver herved Finlands største ejer af fast ejendom. På grund af krisen i ejendomsbranchen kan man ikke afvikle engagementerne straks, og der regnes med 5-7 år, inden afviklingen i Arsenal er blevet fuldført. Arsenal bliver endelig afviklet i 1999, hvor hovedparten af aktiverne er solgt. De resterende aktiver overføres til andre statslige virksomheder. Det er vurderingen i en officiel redegørelse fra 1999, at Arsenal har været en succes og fået solgt sine ejendomme til gode priser.⁹⁸

En opgørelse fra 1999 viser, at de samlede offentlige udgifter til bankstøtte udgør ca. 33,4 mia. FM eksklusive renteudgifter. Renteudgifterne skønnes til 16,8 mia. FM.⁹⁹ De samlede offentlige udgifter til bankredninger svarer til 6,9 pct. af det finske bruttonationalprodukt i 1999.

I forbindelse med rekonstruktionen i de sammenbrudte banker gennemføres der drastiske nedskæringer i personalet. Da STS-Bank i 1992 overtages af KOP, nedskæres personalet således fra ca. 900 til ca. 300, og af bankens 90 filialer bevarer kun 10-15. Det samlede antal beskæftigede i finske banker reduceres fra 48.600 ansatte i 1989

97 Artikel i Hufvudstadsbladet den 10. august 1993.

98 Statsrådet (1999).

99 Statsrådet (1999).

til kun 27.100 ansatte i 1996, dvs. en personalereduktion på 45 pct. Der sker også et drastisk fald i finske bankers udlån, som falder fra 98 pct. af bruttonationalproduktet i 1990 til 56 pct. af bruttonationalproduktet i 1995.

Der rejses erstatningssager mod en række af de ansvarlige i forbindelse med banksammenbruddene. 13 direktører i Scab afkræves således sammenlagt ca. 3 mia. FM i erstatning. Det fremføres i stævningen, at direktørerne har været ansvarlige for en fortsat udlånseksansion gennem 1990 og 1991, selv om man var klar over bankens svage økonomiske situation. Endvidere har man tilsidesat kravene til god banketik ved at yde lån til industrikoncernen Tampella, der langt overstiger bankens egenkapital.¹⁰⁰ Herudover rejser man krav over for 300 bestyrelsesmedlemmer og direktører, der er ansvarlige for tabene i sparebankerne, ligesom der rejses erstatningskrav på 130 mio. FM over for koncernchefen i STS-Bank.¹⁰¹

Tabel 4.12. Produktionstab i Finland under perioder med konjunkturtilbageslag¹

Tidspunkt for start på tilbageslag ²	Tidsperiode for tilbageslag ³	Akkumuleret produktionstab de første to år af tilbageslag ⁴	Akkumuleret produktionstab under det samlede tilbageslag ⁵
1975	1975-78	5,1	7,8
1990	1990-93	12,6	22,5
2001	2001-03	1,6	2,7

1. Tabellen viser produktionstabene under fire konjunkturtilbageslag, der har ramt Finland i perioden 1970-2006. Konjunkturtilbageslag opfattes som en flerårig periode, hvor vækstraten i bruttonationalproduktet ligger under den gennemsnitlige vækst for den samlede periode 1970-2006 (2,92 pct.).
2. År for det første år i konjunkturtilbageslag, dvs. første år i den flerårige periode, hvor vækstraten falder under den gennemsnitlige vækst for perioden 1970-2006 (2,92 pct.).
3. Periode, hvor vækstraten i hvert år ligger under den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,92 pct.)
4. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,92 pct.) og vækstraterne i de to første år af konjunkturtilbageslaget.
5. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,92 pct.) og vækstraterne i alle år af konjunkturtilbageslaget.

100 De samlede udlån til gruppen Interpolator-Tampella udgør den 31. december 1989 sammenlagt 6,9 mia. FM, mens bankens egenkapital på det tidspunkt kun er 3,7 mia. FM. Oplysningerne stammer fra artikel i Hufvudstadsbladet den 5. januar 1994.

101 Artikel i Aftenposten den 13. januar 1994.

Tabel 4.13. Udlån fra finske banker¹

	Udlån (mia. FM)	Udlån som pct. af BNP
1981	103,1	47,5
1982	123,1	50,4
1983	143,8	52,9
1984	167,2	54,8
1985	199,4	60,0
1986	232,4	65,3
1987	277,7	71,7
1988	367,3	82,5
1989	444,8	89,5
1990	483,1	92,2
1991	490,6	98,0
1992	464,1	95,1
1993	399,7	80,9
1994	348,1	66,4
1995	320,7	56,2

1. Tabellen viser udlån fra finske banker opgjort i mia. finmark (FM) og som procent af bruttonationalproduktet. 1 finmark ligger i begyndelsen af 1991 på 1,60 danske kroner. Ved en devaluering i november 1991 falder den til 1,43 danske kroner. Ved udgangen af 1993 er kursen 1,17 danske kroner. Kilde: OECD, Bank Profitability.

Tabel 4.14. Tab i finske banker¹

	Tab som pct. af udlån ²	Tab som pct. af bruttonationalproduktet
1982	0,7	0,30
1983	0,5	0,26
1984	0,5	0,27
1985	0,7	0,36
1986	0,6	0,39
1987	0,8	0,50
1988	0,8	0,58
1989	0,8	0,63
1990	0,6	0,55
1991	1,7	1,67
1992	5,6	5,52
1993	5,2	4,53

1. Tabellen viser tab i finske banker. Kilde: Økonomiministeriet (1994).

2. Tab opgjort som pct. af gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og ultimo det pågældende år.

4.5. Nyere kriser i USA

Siden 1970 har der i USA været en række sammenbrud i finansielle virksomheder. Gennem 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne er der tale om tre forskellige hændelsesforløb, som fører til kriser i forskellige dele af det amerikanske finansielle system: (i) problemer for de store hovedbanker (money-center banks) i forbindelse med udlån til udviklingslandene, (ii) en krise for de amerikanske spare- og lånevirk-somheder (savings and loan associations), særlig omkring deres lån til ejendomsmarkedet, samt (iii) en række sammenbrud i enkeltstående banker, ofte i forbindelse med eksponering i enkelte brancher. Der vil i det følgende blive givet en beskrivelse af disse forskellige hændelses-forløb. Herudover har der i en række situationer været optræk til kriser, bl.a. i forbindelse med aktiekursfaldet i oktober 1987, sammenbruddet af Long-Term Capital Management i september 1998 samt senest i forbindelse med sub-prime krisen fra august 2007. En beskrivelse af disse sidste kriser findes i afsnit 4.3.

4.5.1. De store bankers udlån til udviklingslandene

Firdoblingen af oliepriserne under den første oliekrise i 1973-74 medfører et stort betalingsbalanceoverskud i de olieproducerende lande, som i stort omfang placerer deres midler på bankkonti i de store banker på euro-markedet. Der bliver herved en stor tilførsel af midler til disse banker, herunder til de store amerikanske banker, bl.a. Bank of America (BankAmerica), Bankers Trust, Chase Manhattan, Chemical New York, Citicorp, First Chicago, Manufacturer Hanover og J. P. Morgan & Co. Det er svært for disse banker at udvide udlånene til erhvervsvirksomheder i USA, der gennem 1970erne i stigende grad dækker deres finansieringsbehov gennem udstedelse af værdipapirer, særlig commercial papers. De store amerikanske banker vælger i stedet at øge långivningen til udviklingslandene, som gennem 1970erne oplever en kraftig økonomisk fremgang. Efter olieprisstigningen i 1973-74 står udviklingslandene med et stort betalingsbalanceunderskud, der gennem 1970erne finansieres gennem låntagning i de store banker.

I 4-års-perioden fra udgangen af 1978 til udgangen af 1982 stiger de otte største amerikanske bankers långivning til udviklingslandene fra 36 mia. dollars til 55 mia. dollars. Ved slutningen af 1970erne er andelen af de store bankers udlån, der går til udviklingslandene, steget til ca. 17 pct., jf. *tabel 4.15*. Bankernes lån til udviklingslandene kommer herved til at udgøre mere end det dobbelte af bankernes egenkapital ved udgangen af 1982. De største banker bliver herved stærkt eksponeret over for tab i forbindelse med udviklingslandenes låntagning.

Det er generelt vurderingen blandt de ledende banker, at der ikke er risiko ved långivning til suveræne stater. Dette afspejles også i kreditvurderingen af de store banker, jf. *tabel 4.16*. Det er først fra 1982, at der bliver en nedjustering af bankernes kreditvurdering.

Ved begyndelsen af 1980erne bliver det i stigende grad vanskeligt for udviklingslandene at betale på gælden. Bankgælden er overvejende variabelt forrentet med en rente, der er knyttet til LIBOR, og da det i begyndelsen af 1980erne kommer til en stor stigning i den korte rente, bliver der en stigende gældsbyrde. I august 1982 meddeler den mexicanske regering, at landet ikke længere kan betale renter på gælden. I oktober 1983 er 27 lande i forhandlinger om en restrukturerings af deres gæld, og ved slutningen af året er mere end 40 udviklingslande bagud med betalingerne. Hovedparten af landene ligger i Latinamerika, og fire latinamerikanske lande – Mexico, Brasilien, Venezuela og Argentina – står for 74 procent af den samlede gæld.

Efter Mexicos betalingsstandsning vil de amerikanske myndigheder ikke kræve, at bankerne skal sætte kapital til side til dækning af tab på udviklingslandene, fordi dette vil medføre insolvens i flere af de store banker. Det er synspunktet, at dette vil udløse en omfattende økonomisk krise. Der er altså tale om regulatorisk overbærenhed (regulatory forbearance). I perioden fra 1982 til 1985 reagerer industrilandene på Mexicos erklæring ved at give nye lån til udviklingslandene. Lånene bliver givet som yderligere lån dels fra bankerne og dels fra IMF og andre multilaterale organisationer (bl.a. Verdensbanken). Udviklingslandene følger anvisninger, som bliver udstukket af IMF. Et hovedelement er en forhøjelse af skatterne og en reduktion i regeringsudgifterne. Det er formålet at vinde tid for udviklingslandene, således at de kan få styr på deres økonomi. I 1985 får udviklingslandene med den såkaldte Baker-plan, lanceret af den amerikanske finansminister James A. Baker, tilsagn om at få tilført yderligere 9 mia. dollars fra multilaterale organisationer og 20 mia. dollars fra bankerne mod til gengæld at gennemføre strukturelle reformer, som skal liberalisere markederne. Blandt betingelserne indgår privatisering af statsejede virksomheder, reduktion af toldbarrierer og liberalisering af udenlandske investeringer.

Gennem 1980'erne lykkes det gradvist de store banker at øge egenkapitalen, og eksponeringen over for udviklingslandene bliver herved gradvist reduceret. Lån til udviklingslandene som procent af egenkapitalen falder således fra 217 pct. ved udgangen af 1982 til 93 pct. ved udgangen af 1989, jf. tabel 4.15. Det er imidlertid først i maj 1987, at Citicorp som den første af de store banker begynder at hensætte til dækning af tab på udviklingslandene, hvorved banken officielt anerkender muligheden for tab.

En endelig løsning på problemet med udviklingslandenes gæld nås med Brady-planen, fremlagt af den amerikanske finansminister Nicholas Brady i marts 1989.¹⁰² Et hovedelement i Brady-planen er, at de amerikanske banker accepterer en nedskrivning af udviklingslandenes gæld. Vilkkårene fastsættes individuelt for de enkelte lande. Som regel kan bankerne vælge mellem tre muligheder: (i) en udskiftning af banklånene med 30-årige obligationer, hvis nominelle værdi er væsentlig lavere end bankgælden, (ii) en udskiftning af banklånene med 30-årige obligationer med en rente, som ligger væsentligt under markedsrenten, eller (iii) bankerne kan yde yderligere lån til markedsrente, men med en værdi der ligger væsentligt lavere end den oprindelige bankgæld.

102 En diskussion af Brady-planen findes i Vásquez (1996).

Bankerne vælger overvejende løsningerne (i) og (ii), dvs. en udskiftning af banklån mod obligationer (de såkaldte Brady bonds). I 1994 er der forhandlet aftaler på plads med 18 lande, herunder de tre vigtigste debitorlande (Mexico, Brasilien og Argentina). Aftalerne indebærer en eftergivelse af bankgæld med et samlet udestående beløb på ca. 190 mia. dollars. Den typiske aftale medfører en eftergivelse svarende til 30-35 pct. af et lands gæld. I henhold til Brady-planen skal Verdensbanken og IMF yderligere øge deres långivning til debitorlandene.

Der er generel enighed om, at politikken med regulatorisk overbærenhed over for de store amerikanske banker gennem 1980erne er vellykket, idet det lykkes at undgå omfattende sammenbrud.

Tabel 4.17 angiver udviklingen i hensættelser til tab på udlån samt endeligt konstaterede tab i de amerikanske forretningsbanker. Udviklingen i hensættelser og i endeligt konstaterede tab er også vist i *figur 4.4*. Det fremgår, at hensættelserne øges gennem 1980erne. Stigningen hænger sammen med de store bankers hensættelser til tab på udviklingsøkonomierne samt med en generel krise i banksektoren, jf. afsnit 4.5.3. Stigningen i hensættelser fortsætter i de første år af 1990erne og når et højdepunkt i 1991 med hensættelser svarende til 1,90 pct. af de gennemsnitlige udlån, mens de endeligt konstaterede tab når op på 1,58 pct. af de gennemsnitlige udlån. Hensættelser og endeligt konstaterede tab falder frem til 1994 og ligger herefter på et konstant niveau i anden halvdel af 1990erne. Der er igen en stigning i hensættelser og i endeligt konstaterede tab i perioden 2001-2003. Niveauet for tab er dog langt lavere end i slutningen af 1980erne og begyndelsen af 1990erne, ligesom perioden med forøgede tab også er meget kortere.

Tabel 4.15. Nøgletal for lån til udviklingslande i de otte største amerikanske banker¹

	Samlede udlån (mia. \$)	Lån til udviklingslande (pct. af samlede udlån)	Tab på udlån (pct. af samlede udlån) ²	Lån til udviklingslande som pct. af kapital ³
1976	169.615	–	–	–
1977	192.571	16,90	0,60	205,8
1978	217.269	16,48	0,40	207,6
1979	246.468	17,85	0,26	228,1
1980	274.920	17,32	0,17	224,3
1981	312.275	17,20	0,23	232,6
1982	332.799	16,42	0,39	217,3
1983	337.542	16,50	0,45	201,6
1984	359.018	16,30	0,56	190,2
1985	361.849	15,64	0,83	168,0
1986	362.495	15,00	0,95	145,7
1987	338.617	15,57	0,82	125,3
1988	332.452	14,78	0,83	107,3
1989	344.130	12,65	1,64	93,2

1. Tabellen viser nøgletal for de otte største amerikanske bankers udlån til udviklingslandene i perioden 1976-89. Kilde for data: FDIC (1997).
2. Viser total loan charge-offs som pct. af samlede lån (gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og lån ultimo det pågældende år).
3. Viser lån til udviklingslande som pct. af aktiekapital med tillæg af reserver.

Tabel 4.16. Udvikling i kreditværdighed for store amerikanske banker¹

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
BankAmerica	Aaa	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	Aa3	Baa1	Baa1	Ba3	Baa2
Bankers Trust	Aa	Aa	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa3	A1	A1
Chase Manhattan	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa2	Aa2	Aa2	A2	Baa1	Baa1
Chemical New York	Aaa	Aaa	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	Aa2	A2	Baa1	Baa1
Citicorp	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1	Aa1	Aa1	A1	A1	A1	A1
First Chicago	Aaa	Aa	Aa3	Aa3	Aa3	A1	A3	A2	A3	A2
Manufacturer Hanover	Aaa	Aaa	Aa2	Aa2	Aa3	Aa3	A1	A3	Baa3	Baa3
J. P. Morgan & Co.	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aaa	Aa1	Aa1

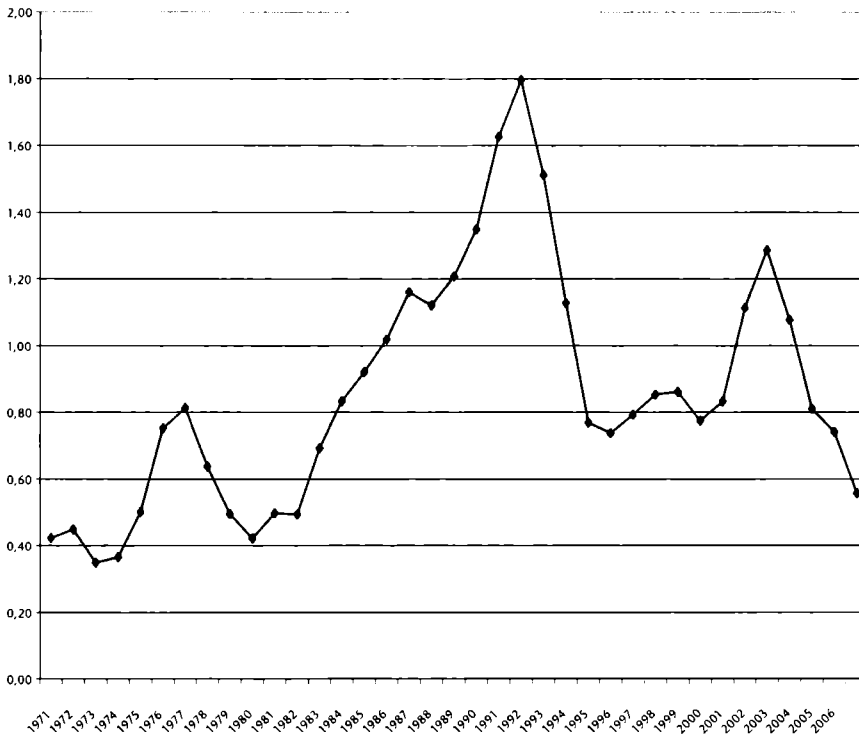
1. Tabellen viser credit ratings givet af Moody's. Kilde: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) (1997).

Tabel 4.17. Tab i amerikanske forretningsbanker¹

	Hensættelser til tab som pct. af udlån ²	Endeligt konstaterede tab som pct. af udlån ³
1970	0,42	0,34
1971	0,45	0,35
1972	0,35	0,25
1973	0,36	0,27
1974	0,50	0,41
1975	0,75	0,64
1976	0,81	0,68
1977	0,64	0,49
1978	0,49	0,35
1979	0,42	0,29
1980	0,50	0,37
1981	0,49	0,35
1982	0,69	0,56
1983	0,83	0,67
1984	0,92	0,77
1985	1,02	0,84
1986	1,16	0,98
1987	1,12	0,92
1988	1,21	0,99
1989	1,35	1,15
1990	1,63	1,43
1991	1,80	1,58
1992	1,51	1,26
1993	1,13	0,84
1994	0,77	0,50
1995	0,74	0,49
1996	0,79	0,58
1997	0,85	0,64
1998	0,86	0,67
1999	0,77	0,61
2000	0,83	0,68
2001	1,11	0,95
2002	1,29	1,11
2003	1,08	0,88
2004	0,81	0,62
2005	0,74	0,55
2006	0,56	0,41

1. Tabellen viser hensættelser til tab samt endeligt konstaterede tab i amerikanske forretningsbanker. Kilde: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).
2. Viser posten "loan and lease charge-offs" opgjort som pct. af gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og ultimo det pågældende år.
3. Viser posten "net loan and lease charge-offs" opgjort som pct. af gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og ultimo det pågældende år. Posten "net loan and lease charge-offs".

Figur 4.4. Hensættelser til tab på udlån i amerikanske forretningsbanker¹



1. Figuren viser udviklingen i hensættelser til tab på udlån i amerikanske forretningsbanker opgjort som pct. af gennemsnitlige lån (opgjort som gennemsnit af udlån det foregående år og det indeværende år). Kilde for data: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

4.5.2. Krisen i de amerikanske spare- og lånevirkksomheder

De amerikanske spare- og lånevirkksomheder (savings and loan associations) er oprettet for at finansiere køb af ejerboliger og herved gøre det muligt for et større antal personer at komme til at stå som ejere af boliger. I 1934 bliver spare- og lånevirksomhederne underkastet særlig lovgivning, ligesom de bliver undergivet en særlig tilsynsmyndighed. Indskud bliver tilsvarende forsikret gennem en særlig garantifond.¹⁰³

Gennem 1980'erne kommer et stort antal spare- og lånevirkksomheder i vanskeligheder, jf. *tabel 4.18*. Hovedårsagen til vanskelighederne er i første række, at spare- og lånevirkksomhederne finansierer sig med kortfristede indskud, mens aktivsiden består af langfristede

¹⁰³ En beskrivelse af krisen findes i FDIC (1997).

udlån med fast rente til finansiering af ejerboliger. Da den korte rente stiger kraftigt i begyndelsen af 1980'erne på grund af den amerikanske anti-inflationspolitik, der bliver indledt i 1979, får spare- og lånevirkksomhederne økonomiske problemer. Det fremgår af tabel 4.18, at de i 1981 og 1982 har en negativ indkomst, og at egenkapitalen falder fra 32 mia. dollars ved udgangen af 1980 til 4 mia. dollars ved udgangen af 1982.

For at imødegå spare- og lånevirkksomhedernes vanskeligheder indleder de amerikanske myndigheder en politik med regulatorisk overbærenhed. Det er synspunktet, at situationen med en høj kort rente er unormal, og at spare- og lånevirkksomhedernes indtjeningssevne vil blive retableret, efter at den korte rente igen er faldet. Hertil kommer, at en løsning af krisen vil indebære meget store offentlige udgifter, idet der kun er begrænsede midler i garantifonden for spare- og lånevirkksomhederne, jf. tabel 4.18. Endelig er det en generel vurdering, at tilsynsmyndigheden er underbemandet, ligesom personalet mangler ekspertise.

For at imødegå spare- og lånevirkksomhedernes problemer gennemføres der i begyndelsen af 1980'erne en effektiv sænkning af kapitalkravene, idet der gives mulighed for i større omfang for at indregne goodwill som en del af egenkapitalen.¹⁰⁴ Mellem juni 1982 og december 1983 stiger goodwill i de amerikanske spare- og lånevirkksomheder således fra 7,9 mia. dollars til 22 mia. dollars. Der åbnes også mulighed for, at tilsynsmyndighederne kan se bort fra kapitalkravene for virksomheder i krise, idet de får mulighed for at udstede certifikater (net worth certificates) til tilsynsmyndighederne, der medregnes som egenkapital, indtil virksomhedens kapital-situation bedres. For at give sektoren mulighed for at tiltrække ny kapital lempes vilkårene for ejerskab af spare- og lånevirkksomheder. Der bliver herved en tilstrømning af nye ejere. Endvidere gennemføres der en afvikling af reglerne for loft over renter på indskud, således at det bliver lettere for spare- og lånevirkksomhederne at tiltrække indskud.

For yderligere at styrke spare- og lånevirkksomhedernes indtjeningsmuligheder gives der adgang til at udøve flere aktiviteter. Allerede i 1980 gennemføres der en udvidelse af virksomhedsområdet for spare-

104 Der sker en lempelse af kapitalkravene med Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982. En yderligere lempelse af kravene gennemføres med Competitive Equality Banking Act of 1987, der dog samtidig på andre områder betyder en stramning af kravene til spare- og lånevirkksomhederne.

og lånevirkksomhederne.¹⁰⁵ Med Garn-St Germain Depository Institutions Act of 1982 bliver grænser for størrelsen af lån til fast ejendom afskaffet, ligesom begrænsninger på løbetiden bliver ophævet. For de føderalt regulerede spare- og lånevirkksomheder bliver der større adgang til erhvervsmæssige lån samt til forbrugslån. I visse stater får spare- og lånevirkksomhederne næsten ubegrænset adgang til at investere i erhvervsejendomme, i aktier samt i servicevirkksomheder. Spare- og lånevirkksomhederne indleder herefter fra begyndelsen af 1980'erne en kraftig ekspansion af deres aktiviteter. Det fremgår af tabel 4.18, at der sker over en fordobling af spare- og lånevirkksomhedernes aktiver i syv-års-perioden fra 1981 til 1988 (fra 640 mia. dollars ved udgangen af 1981 til 1.349 mia. dollars ved udgangen af 1988). For at tiltrække finansielle midler byder de insolvente spare- og lånevirkksomheder renten op på indskud, hvilket skaber problemer for andre spare- og lånevirkksomheder samt for banker.

Som en konsekvens af dereguleringen går spare- og lånevirkksomhederne gennem 1980'erne ind på en række nye områder, hvor de kun har begrænset ekspertise, bl.a. skisportshoteller, fast food-kæder og vindmøllefarme. Der bliver også investeret i junk bonds og i finansielle derivater. I 1986 består kun 56 pct. af spare- og lånevirkksomhedernes aktiver af boliglån, mens det i 1980 drejer sig om 80 pct. En stor del af ekspansionen sker gennem en forøgelse af lån til erhvervsejendomme. Der skabes en indkomst gennem engangsbetalinger ved etablering af nye lån, hvilket gør det muligt at skjule underskud. Spare- og lånevirkksomhedernes aggressive udlånspolitik bevirker en generel lempelse af standarderne for kreditværdighed, idet andre finansielle virksomheder også tvinges til at reducere kravene til udlånsikkerhed, hvis de ikke skal tabe markedsandele. Konkurrencepresset er særlig stort i stater, hvor der er mange insolvente eller urentable spare- og lånevirkksomheder, i første række Californien, Florida og Texas. I en række tilfælde udnyttedes de nye aktivitetsmuligheder i spare- og lånevirkksomhederne af svindlere.¹⁰⁶

Spare- og lånevirkksomhedernes engagement i erhvervsejendomme

105 Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 giver for første gang spare- og lånevirkksomheder adgang til at yde almindelige forbrugerlån samt til at udstede kreditkort.

106 I FDIC (1997) drages følgende konklusion: "... although the majority of S&Ls were not fraud-ridden, few had the management expertise necessary for dealing with the new lending opportunities, particularly the inherently risky ADC [acquisition, development, and construction] lending ..." (s. 184-185).

bidrager til at presse priserne på erhvervsejendomme i vejret. Det er konklusionen i FDIC (1997): "... The rush of new competitors, all eager to lend to developers, had a negative effect on existing commercial banks, on their underwriting standards, and on the quality of their loans. Field examiners and bank regulators have noted that in the 1980s borrowers could generate bidding wars between banks and S&Ls. Everyone wanted to lend money and everyone wanted to grow ...".¹⁰⁷

Strategien med regulatorisk overbærenhed samt med udvidelse af spare- og lånevirksohmhedernes aktivitetsohmråder bidrager til på sigt at forværre sektorens problemer. Det fremgår af tabel 4.18, at det i 1987-89 kommer til store underskud i spare- og lånevirksohmhederne. Samtidig er der tale om en stor stigning i antallet af insolvente virksomheder gennem 1980erne, ligesom aktiverne i insolvente virksomheder vokser frem til midten af 1980erne.

Gennem 1980erne gøres der flere forsøg på at løse krisen gennem ny lovgivning i Kongressen, men forsøgene strander på grund af lobbyvirksohmhed fra spare- og lånevirksohmhederne. Der tilføres dog nye midler til garantifonden, hvilket gør det muligt at øge udgifterne til lukning af flere virksomheder. Særlig i 1988 lykkes det tilsynsmyndigheden FSLIC at få lukket en række virksomheder.

I februar 1989 fremlægger den nytiltrådte Bush-administration et omfattende program for håndtering af krisen. Der oprettes en føderal institution, RTC (Resolution Trust Company), som får til opgave at håndtere kriserne i spare- og lånevirksohmhederne.¹⁰⁸ RTC får tilført store midler over forbundsregeringens budget. Samtidig lukkes den hidtidige garantifond for spare- og lånevirksohmheder, der i 1989 har oparbejdet et stort underskud. RTC administreres i første omgang af indskydergarantifonden for bankerne, FDIC, men udskilles efter kort tid som en selvstændig institution med eget personale. Den nedlægges igen i december 1995.

RTC får til opgave at maksimere nutidsværdien af spare- og lånevirksohmheder, der ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser. Det indføjes yderligere som et mål for RTC, at den ved håndteringen af sammenbrudte spare- og lånevirksohmheder skal undgå negative effekter på ejendomsmarkedet samt på de finansielle markeder, ligesom

¹⁰⁷ FDIC (1997), s. 183.

¹⁰⁸ Loven er Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act of 1989, forkortet FIRREA.

den skal søge at bedre muligheden for, at lav- og mellemindkomsthusholdninger kan erhverve en ejerbolig.

Ved sin etablering overtager RTC ansvaret for at afvikle de nødlidende spare- og lånevirkksomheder, der ikke er blevet afviklet gennem FSLIC. Hvis det ikke er muligt straks at gennemføre en fusion, overtager RTC midlertidigt kontrollen med virksomheden og driver den videre som "conservator", indtil en løsning er fundet. For at nå målet om at maksimere nutidsværdien af de sammenbrudte spare- og lånevirkksomheder kan RTC enten (i) sælge aktiverne og passiverne fra den sammenbrudte spare- og lånevirkksomhed helt eller delvist til en anden finansiell virksomhed, eller (ii) afvikle spare- og lånevirkksomheden, idet indskyderne får udbetalt indskydergarantien, mens andre kreditorer får ret til en andel af provenuet ved salg af aktiver. RTC må ikke videreføre en spare- og lånevirkksomhed gennem tilførsel af ny kapital.

Tabel 4.18 giver en oversigt over udviklingen for sammenbrud af spare- og lånevirkksomheder i USA. *Tabel 4.19* giver en oversigt over de samlede aktiver, der administreres af først FSLIC og derefter RTC i perioden 1984. Sammenlagt kommer RTC til at drive 706 spare- og lånevirkksomheder. Højdepunktet nås i 1990 med 353 spare- og lånevirkksomheder. *Tabel 4.20* giver en oversigt over de metoder, der anvendes af først FSLIC og derefter RTC til håndtering af kriserne i de sammenbrudte spare- og lånevirkksomheder. Det fremgår, at der i hovedparten af tilfældene er tale om videresalg af instituttet. I en række tilfælde er det muligt at bryde virksomheden op i filialer, hvor visse af filialerne videresælges. I begyndelsen af 1990'erne bliver det stadig sværere at finde købere til kriserammede institutter, og det bliver herved i stigende omfang nødvendigt med en afvikling af instituttet. I disse tilfælde lider indskyderne tab på de indskud, der ikke er dækket gennem indskyderforsikringen. Ved slutningen af 1994 havde RTC håndteret stort set alle de kriserammede institutter. De resterende overføres til FDIC.

Det er den generelle vurdering, at de amerikanske myndigheders håndtering af krisen i de amerikanske spare- og lånevirkksomheder frem til 1989 ikke er vellykket.¹⁰⁹ Det er synspunktet, at politikken med regulatorisk overbærenhed giver spare- og lånevirkksomhederne mulighed for at fortsætte deres risikobetonede aktiviteter. Udvidelsen af spare- og lånevirkksomhedernes virksomhedsområde øger yderligere

¹⁰⁹ Synspunktet fremføres bl.a. af Kane (1989), Kane og Wu (1996) samt af Seidman (1993). Synspunktet findes også i FDIC (1998).

muligheden for den risikobetonede adfærd. Der bliver herved også en forøgelse af de samlede omkostninger til håndtering af krisen. Det skønnes, at de samlede omkostninger i forbindelse med håndteringen af de kriseramte spare- og lånevirkksomheder andrager 160,1 mia. dollars, hvilket svarer til 2,5 pct. af det gennemsnitlige amerikanske bruttonationalprodukt i perioden 1990-94. Af dette beløb betales 132,1 mia. dollars af skatteborgerne over de offentlige budgetter. Dette svarer til 2,1 pct. af det gennemsnitlige bruttonationalprodukt i perioden 1990-94.

Figur 4.5 viser udviklingen i udlån fra de amerikanske spare- og lånevirkksomheder opgjort som pct. af bruttonationalproduktet. Det fremgår, at udlånene – efter at have udgjort en konstant andel af bruttonationalproduktet frem til midten af 1980'erne – falder kraftigt. Faldet i udlån tyder på, at spare- og lånevirkksomhederne reagerer på tabene gennem tilbageholdenhed med udlån.

Tabel 4.18. Nøgletal for amerikanske spare- og lånevirkksomheder 1980-1989¹

	Antal virksomheder	Samlede aktiver (mia. \$)	Netto-indkomst (mia. \$)	Tangible capital ² (mia. \$)	Antal insolvente virksomheder	Aktiver i insolvente virksomheder (mia. \$)	Reserver i FSLIC ³ (mia. \$)
1980	3.993	604	0,8	32	43	0,4	6,5
1981	3.751	640	-4,6	25	112	28,5	6,2
1982	3.287	686	-4,1	4	415	220,0	6,3
1983	3.146	814	1,9	4	515	284,6	6,4
1984	3.136	976	1,0	3	695	360,2	5,6
1985	3.246	1.068	3,7	8	705	358,3	4,6
1986	3.220	1.162	0,1	14	672	343,1	-6,3
1987	3.147	1.249	-7,8	9	672	353,8	-13,7
1988	2.949	1.349	-13,4	22	508	297,3	-75,0
1989	2.878	1.252	-17,6	10	516	290,8	-

1. Tabellen viser den økonomiske situation for de amerikanske spare- og lånevirkksomheder (savings and loan associations). Kilde: FDIC (1997), s. 168.
2. Tangible capital er egenkapital fratrykket goodwill og andre ikke-håndgribelige aktiver.
3. FSLIC er garantifonden for indskud i spare- og lånevirkksomhederne (Federal Savings and Loan Insurance Corporation).

Tabel 4.19. Aktiver overtaget til administration af FSLIC og RTC¹

	Værdi af aktiver overtaget af FSLIC (mia. \$)	Værdi af aktiver overtaget af RTC (mia. \$)
1980	1,69	–
1981	30,85	–
1982	26,44	–
1983	9,78	–
1984	5,57	–
1985	17,73	–
1986	15,38	–
1987	8,72	–
1988	102,14	–
1989	0,73	141,75
1990	–	130,25
1991	–	79,03
1992	–	44,88
1993	–	6,11
1994	–	0,13
1980-94	219,03	402,15

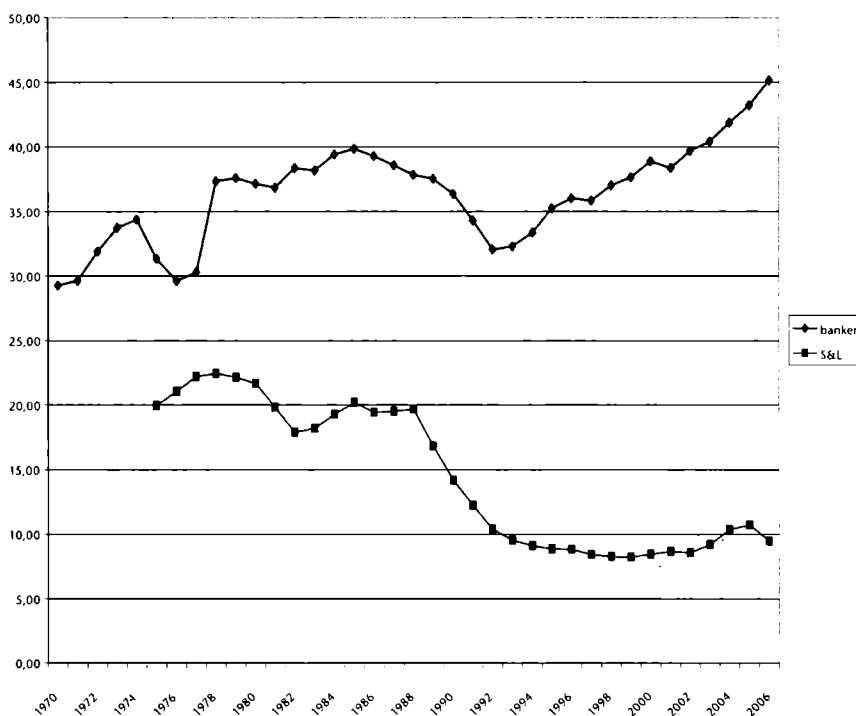
1. Viser værdien af aktiver i kriseramte spare- og lånevirksomheder, der er overtaget til administration af FSLIC (Federal Savings and Loan Insurance Corporation) og derefter af RTC (Resolution Trust Company). Kilde: FDIC (1998).

Tabel 4.20. Metoder for håndtering af kriseramte spare- og lånevirksomheder¹

	Antal institutter
Videresalg af institut	378
Videresalg af filial	119
Betaling af garanterede indskud	250

1. Tabellen viser metoder anvendt af først FSLIC (Federal Savings and Loan Insurance Corporation) og derefter RTC (Resolution Trust Company) til håndtering af kriser i nødstedte (failed) spare- og lånevirksomheder (savings and loan associations) i perioden 1980-94. Kilde: FDIC (1998).

Figur 4.5. Udviklingen i udlån for amerikanske pengeinstitutter¹



1. Figuren viser udviklingen i udlån opgjort i forhold til bruttonationalproduktet for (i) amerikanske forretningsbanker, samt (ii) amerikanske spare- og lånevirsomheder (savings and loan associations – S&L). Kilde for data: Federal Deposit Insurance Corporations (FDIC); Bureau of the Census, Statistical Abstracts.

4.5.3. Amerikanske banksammenbrud

Det fremgår af *tabel 4.21* samt *figur 4.6*, at der gennem 1970'erne i USA er tale om et lille antal banksammenbrud – i gennemsnit under 20 hvert år – og at aktiver og indskud i de sammenbrudte banker udgør en lille andel af bruttonationalproduktet. Det største sammenbrud i perioden finder sted i 1974, hvor Franklin National Bank går ned. jf. afsnit 4.3.

Det er karakteristisk for de amerikanske banksammenbrud, at der kun er få tilfælde med store udtræk af indskud, som medfører likviditetsvanskeligheder. Der er dog tale om store udtræk af indskud, da den syvende-største amerikanske bank, Continental Illinois, kommer i vanskeligheder i 1984 (se nedenfor).

Fra 1980 sker der en markant stigning i antallet af sammenbrudte amerikanske banker, og tallet stiger jævnt gennem 1980'erne. Kulmi-

nationen på antallet af sammenbrudte amerikanske banker nås i årene 1987-1989, hvor over 200 banker årligt bryder sammen. Tallet holder sig højt frem til 1992. Det samme billede fremkommer, når der ses på indskud i sammenbrudte banker opgjort som procent af de samlede indskud i banksektoren, samt når der ses på aktiver i sammenbrudte banker målt som pct. af bruttonationalproduktet. Efter 1992 falder antallet af sammenbrudte banker markant. Det fremgår af tabel 4.21 samt af figur 4.6, at der fra 1994 kun har været et lille antal banksammenbrud i USA.

I perioden 1980-94 kommer sammenlagt 1.617 amerikanske banker i sådanne problemer, at det nødvendiggør intervention fra den amerikanske indskydergarantifond, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Dette svarer til 9,1 pct. af samtlige de banker, der er forsikret gennem FDIC. Til sammenligning er det i den forudgående 14 års-periode 1965-79 kun nødvendigt med FDIC-intervention over for 0,3 pct. af de forsikrede banker. Der er meget store forskelle mellem de amerikanske delstater med hensyn til krisehyppigheden. I Texas kommer således 29,4 pct. af samtlige banker i krise. Californien ligger også højt med en andel af kriseramte banker på 15,3 pct.

En række faktorer fremhæves som årsager bag krisen i den amerikanske banksektor. Flere iagttagere peger på den skærpede konkurrence mellem amerikanske banker, idet erhvervsvirksomheder i stigende grad går over til at optage lån gennem værdipapirmarkeder. Medvirkende til den større konkurrence er også en omfattende deregulering, hvor renten på indskudskonti bliver givet fri, samtidig med at restriktioner på bankers aktiviteter på tværs af grænserne for de amerikanske stater bliver opblødt.

I flere stater – særlig Texas og Oklahoma – hænger banksammenbruddene sammen med udviklingen i olieprisen. Efter olieprisstigningerne i 1973-74 er der i disse stater en højkonjunktur, som bl.a. medfører en meget stor stigning i priserne på erhvervsejendomme samt på ejerboliger. Da olieprisen falder i 1985, kommer det til et stort fald i priserne på fast ejendom, ligesom det rammer bankernes långivning, at virksomhederne i oliebranchen nedskærer investeringerne. Også i andre delstater – bl.a. Californien – kommer det i slutningen af 1980'erne til store fald i ejendomspriserne. I flere stater er bankkrisen knyttet til svigtende indtjening for landbruget i forbindelse med et fald i prisen på landbrugsvarer i begyndelsen og midten af 1980'erne.

Endelig fremhæves det som en vigtig forklaring på den amerikanske bankkrise, at der i mange banker bliver ført en aggressiv ekspansions-

politik. Samtidig er der i bankerne stor optimisme med hensyn til de fremtidige forretningsmuligheder.

I visse tilfælde er banksammenbruddene kombineret med lovbrud. En gennemgang af 162 banksammenbrud i perioden 1979-87 konkluderer således, at der foregår insidermisbrug i 35 pct. af tilfældene, mens der er tale om svindel i 11 pct. af sammenbruddene. Et studium gennemført af FDIC tyder på svindel og insidermisbrug i 15 pct. af banksammenbruddene i 1989.

I tilfældet med de amerikanske mutual savings banks (sparebanker) skyldes krisen en forskel på rentefølsomheden af aktivsiden og af passivsiden, idet sparebankerne har finansieret sig kort gennem indskud, mens aktiverne særlig består af fastforrentede boliglån med lang løbetid samt lange obligationer. Da den korte rente stiger i begyndelsen af 1980'erne, kommer sparebankerne i vanskelighederne.

Tabel 4.22 giver en oversigt over produktionstab i forbindelse med forskellige konjunkturtilbageslag i USA. Det fremgår, at tilbageslaget i 1979-82 er det mest omfattende i USA efter 1970. Derimod er konjunkturtilbageslaget i 1991-93 ikke specielt stort i forhold til andre konjunkturtilbageslag. Der synes således ikke at være nogen entydig sammenhæng mellem den generelle amerikanske konjunkturudvikling og omfanget af banksammenbrud. Banksammenbruddene ligger således på et højt niveau også gennem den periode af 1980'erne, hvor der er højkonjunktur i USA, og banksammenbruddene synes at aftage, allerede inden lavkonjunktoren i 1991-93 er ophørt. Hertil kommer, at konjunkturtilbageslaget i 1991-93, hvor en stor del af sammenbruddene ligger, som nævnt ikke er særlig dybt.

Banksammenbruddene bliver håndteret på forskellig måde. I en række tilfælde håndteres kriserne gennem regulatorisk overbærenhed. I tilfældet med sparebankerne iværksættes der således et program, hvor bankerne (svarende til systemet for spare- og lånevirksoverbærenhederne) kan udstede net worth certificates til tilsynsmyndighederne svarende til størrelsen af tab, og hvor disse certifikater erstatter egenkapital. Det er forventningen, at renten senere vil falde, således at den kriseramte sparebank kan genvinde tabene. Over for banker med udlån særlig til energi- og landbrugssektoren iværksættes ligeledes et program med regulatorisk overbærenhed, der senere udvides til alle banker, som har haft tab på grund af faktorer, der ligger uden for bankernes kontrol.¹¹⁰

110 Programmet har betegnelsen "The 1986 Temporary Capital Forbearance Program".

I andre tilfælde benytter FDIC sig af såkaldt "open-bank assistance", hvilket indebærer, at der gives økonomisk støtte til en bank, som fortsat drives videre, mens der findes en løsning, f.eks. i form af ekstern kapitaltilførsel eller fusion med en anden bank. Løsningen anvendes i de tilfælde, hvor det skønnes, at banken har en samfundsmæssig betydning.¹¹¹ Gennem open-bank assistance sikres ikke alene bankens forsikrede indskydere, men også andre kreditorer og indskydere af ansvarlig lånekapital, ligesom løsningen indebærer indirekte støtte til bankens aktionærer.

Open-bank assistance bliver i begyndelsen af 1970erne kun anvendt i fire tilfælde med sammenbrud i små banker, hvor det skønnes, at banken har betydning for lokalsamfundet, f.eks. fordi den er ejet af personer fra etniske minoriteter eller ligger i slumområder.

I 1980 bliver open-bank assistance for første gang anvendt, når en stor bank går ned, nemlig ved sammenbruddet i First Pennsylvania Bank. Det mest velkendte eksempel på open-bank assistance er redningen af Continental Illinois i 1984. Ved midten af 1970erne påbegynder ledelsen i Continental Illinois en aggressiv strategi med det formål at gøre banken til en af USA's største med hensyn til långivning til erhvervsvirksomheder. Dette fører senere til store tab, bl.a. i forbindelse med olie- og gasprojekter. Banken har også en stor eksponering over for udviklingslande. Banken er meget afhængig af finansiering optaget gennem det korte pengemarked. Det bliver herefter sværere for banken at finansiere sig på det amerikanske marked, og mange institutionelle investorer begynder at trække deres midler ud af banken. I en periode lykkes det banken at få finansiering fra europæiske og japanske banker. Da Reuters i maj 1984 beder banken kommentere en historie om, at den er på vej mod konkurs, begynder et massivt udtræk fra banken. Banken får tilført store midler fra Federal Reserve og optager et stort lån sammensat som støtte af et konsortium af 16 store banker. Da udtrækkene fortsætter, indskyder FDIC supplerende ansvarlig kapital.

Programmet blev iværksat på tilsynsmyndighedernes eget initiativ. Der gennemføres senere ved lovgivning et program for regulatory forbearance, der særlig er rettet mod banker med tab i landbrugssektoren ("Agricultural Loan-Loss Amortization Program").

111 Bestemmelsen blev indsat med en lovændring fra 1950. Det beskrives i loven, at open-bank assistance kun må benyttes i de tilfælde, hvor "... in the opinion of the Board of Directors the continued operation of such a bank is essential to provide adequate banking service in the community ...". For en discussion, se Stern og Feldman (2004).

Samtidig erklærer Federal Reserve, at den vil dække ethvert behov for likviditet, som Continental måtte få brug for. FDIC lover ubegrænset at dække alle Continentals kreditorer, herunder også de uforsikrede indskud. Myndighederne bruger to måneder på at finde en bank, som ønsker at overtage Continental Illinois. Da dette ikke viser sig muligt, overtager FDIC en portefølje af dårlige lån fra banken til en samlet værdi af 4,5 mia. dollars. Lånene bliver administreret af Continental Illinois på vegne af FDIC. Samtidig indskyder FDIC aktiekapital i banken og overtager derved 80 pct. af ejerskabet i banken. Federal Reserve giver tilsagn om fortsat at dække bankens likviditetsbehov, ligesom banken også får adgang til en finansieringsfacilitet stillet til rådighed af en række andre store amerikanske banker. Bankens topledelse og bestyrelse fjernes. Banken fortsætter herefter.

Endelig har FDIC som omtalt ovenfor mulighed for at overtage kontrollen med en kriseramt bank med henblik på afvikling. Afviklingen kan foregå efter to modeller. En mulighed (purchase and assumption transaction) er, at en række af bankens aktiver og passiver overføres til en anden bank. I dette tilfælde vil samtlige indskud normalt blive overført til den anden bank, således at alle indskud dækkes, herunder også uforsikrede indskud. Som et minimum vil alle forsikrede indskud blive overført. En anden mulighed (deposit pay-out) er, at de forsikrede indskydere får dækket deres indskud gennem FDIC, der herefter søger at sælge bankens aktiver. De uforsikrede indskydere og kreditorer bliver dækket i det omfang, der er indtægter fra realiseringen af aktiverne.

En oversigt over anvendelsen af henholdsvis open-bank assistance, purchase and assumption transactions og deposit pay-offs er givet i *tabel 4.23*. FDICs samlede omkostninger til håndtering af kriseramte banker andrager 36,3 mia. dollars i perioden 1980-94.

Håndteringen af den amerikanske bankkrise har givet anledning til kritik på flere områder. Under den første del af bankkrisen anvendes overvejende enten open-bank assistance eller håndtering baseret på purchase and assumption. Særlig store banker bliver holdt oppe gennem open-bank assistance. Efter redningen af Continental Illinois kommer det til stærk kritik af bankredninger baseret på open-bank assistance, idet det fremhæves, at muligheden for at videreføre banker særlig er til fordel for de store banker og derved indebærer en konkurrenceforvridning i forhold til de små banker. Det er under en kongreshøring i forbindelse med Continental Illinois, at udtrykket "too big to fail" første gang anvendes. Kritikken medfører en ændring af den

amerikanske lovgivning i 1991, således at det bliver sværere at gennemføre en krisehåndtering baseret på open-bank assistance.¹¹² Med lovændringen i 1991 bliver FDIC således forpligtet til at anvende den metode for krise, der minimerer omkostningerne for forsikringsfonden, jf. afsnit 4.5.4. Det fremgår af *tabel 4.24*, at det efter lovændringen i 1991 er en meget større andel af indskud, hvor indskyderne ikke bliver fuldt ud beskyttet.

Programmerne med regulatorisk overbærenhed inden for banksektoren vurderes generelt at være en succes. Hovedparten af de banker, der kommer ind under programmerne, bliver senere i stand til igen at klare sig. Omkostningerne ved afvikling af de banker, der ikke senere kan klare sig, er ikke højere end omkostningerne for andre banker, der afvikles.

Figur 4.5 viser udviklingen i de amerikanske bankers udlån opgjort som procent af bruttonationalproduktet. Det ses, at det i anden halvdel af 1980'erne kommer til et stort fald i udlånene, hvilket kunne tyde på tilbageholdenhed med udlån i forbindelse med banksammenbruddene. Bernanke og Lown (1991) argumenterer, at USA efter den finansielle krise i 1980'erne oplever en "credit crunch".

112 Ændringen sker med Federal Deposit Corporation Improvement Act of 1991 (FDICIA).

Tabel 4.21. Nøgletal for banksammenbrud i USA 1970-2006¹

	Antal sammenbrudte banker	Indskud i sammenbrudte banker (pct. af samlede indskud)	Aktiver i sammenbrudte banker (pct. af bruttonationalproduktet)
1970	7	0,01	0,006
1971	7	0,03	0,018
1972	2	0,00	0,108
1973	6	0,14	0,096
1974	4	0,21	0,259
1975	13	0,04	0,026
1976	17	0,10	0,086
1977	6	0,02	0,012
1978	7	0,08	0,044
1979	10	0,01	0,005
1980	11	0,44	0,299
1981	11	0,32	0,161
1982	42	0,73	0,367
1983	47	0,37	0,205
1984	80	1,93	1,135
1985	120	0,47	0,219
1986	144	0,37	0,180
1987	203	0,37	0,165
1988	280	1,82	1,035
1989	206	1,05	0,492
1990	167	0,53	0,224
1991	125	2,17	1,053
1992	121	1,41	0,599
1993	43	0,15	0,060
1994	13	0,06	0,021
1995	6	0,03	0,011
1996	5	0,01	0,003
1997	1	0,00	0,000
1998	3	0,01	0,003
1999	7	0,04	0,016
2000	6	0,01	0,004
2001	3	0,00	0,001
2002	10	0,06	0,027
2003	3	0,02	0,010
2004	3	0,00	0,001
2005	0	0,00	0,000
2006	0	0,00	0,000
2007	3	0,04	0,018

1. Tabellen viser antallet af sammenbrudte banker i USA, indskuddene i de sammenbrudte banker som pct. af samtlige indskud i amerikanske banker samt aktiver i sammenbrudte banker opgjort som pct. af bruttonationalproduktet. Kilde for data: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

Tabel 4.22. Produktionstab i USA under perioder med konjunkturtilbageslag¹

Tidspunkt for start på tilbageslag ²	Tidsperiode for tilbageslag ³	Akkumuleret produktionstab de første to år af tilbageslag ⁴	Akkumuleret produktionstab under det samlede tilbageslag ⁵
1974	1974-75	6,4	6,4
1979	1979-82	3,7	9,6
1990	1990-91	4,3	4,3
2001	2001-03	3,3	3,5

1. Tabellen viser produktionstabene under fire konjunkturtilbageslag, der har ramt USA i perioden 1970-2006. Konjunkturtilbageslag opfattes som en flerårig periode, hvor vækstraten i bruttonationalproduktet ligger under den gennemsnitlige vækst for den samlede periode 1970-2006 (2,80 pct.).
2. År for det første år i konjunkturtilbageslag, dvs. første år i den flerårige periode, hvor vækstraten falder under den gennemsnitlige vækst for perioden 1970-2006 (2,80 pct.).
3. Periode, hvor vækstraten i hvert år ligger under den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,80 pct.).
4. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,80 pct.) og vækstraterne i de to første år af konjunkturtilbageslaget.
5. Summen af forskellen i vækstrater mellem den gennemsnitlige vækstrate for perioden 1970-2006 (2,80 pct.) og vækstraterne i alle år af konjunkturtilbageslaget.

Tabel 4.23. Metoder til håndtering af kriseramte banker¹

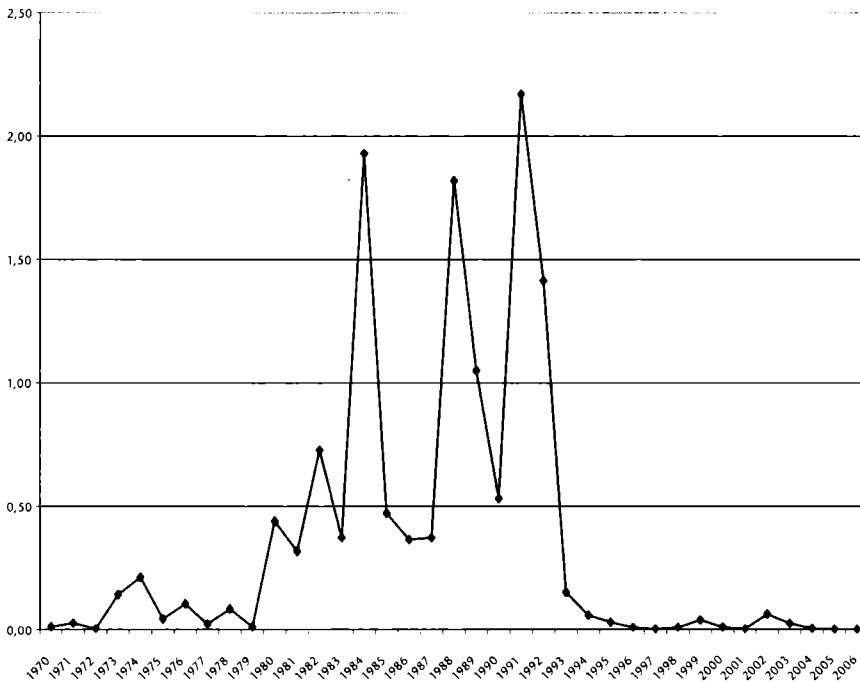
	Antal kriseramte banker
Videresalg af institut (purchase and assumption)	1.188
Betaling af garanterede indskud(deposit pay-out)	296
Videreførelse af banken med støtte (open bank assistance)	133

1. Tabellen viser metoder anvendt af FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) til håndtering af kriser i nødstedte (failed) banks i perioden 1980-94. Kilde: FDIC (1998).

Tabel 4.24. Dækning af indskydere ved amerikanske banksammenbrud¹

	Banksammenbrud med fuld dækning for ikke-forsikrede indskud		Banksammenbrud uden fuld dækning for ikke-forsikrede indskud		Andel af banksammenbrud uden fuld dækning for alle indskud (pct.) ²
	Antal kriseramte banker	Gennemsnitlig størrelse af kriseramte bank (mio. \$) ³	Antal kriseramte banker	Gennemsnitlig størrelse af kriseramte bank (mio. \$) ³	
1986	105	60	40	33	28
1987	152	45	51	48	25
1988	244	218	36	37	13
1989	175	167	32	75	16
1990	149	89	20	124	12
1991	106	659	21	75	17
1992	55	454	67	306	55
1993	6	35	35	95	85
1994	5	125	8	98	62
1995	0	–	6	124	100
1996	2	36	3	37	60
1997	1	26	0	–	0
1998	1	39	2	197	67
1999	3	47	4	310	57
2000	1	10	5	75	71

1. Tabellen viser antallet af banksammenbrud i USA, hvor der henholdsvis ydes fuld dækning og ikke ydes fuld dækning for de indskud, der ikke er dækket af indskydergarantiordningen. Indskydergarantiordningen yder i USA dækning op til 100.000 dollars. Kilde: Stern og Feldman (2004), s. 153.
2. Viser andelen af banksammenbrud, hvor der ikke ydes fuld dækning til ikke-forsikrede indskud, i forhold til det samlede antal banksammenbrud.
3. Viser den gennemsnitlige størrelse af aktiver i de kriseramte banker, hvor der ydes henholdsvis fuld dækning og ikke-fuld dækning af ikke-forsikrede indskud.

Figur 4.6. Indskud i sammenbrudte forretningsbanker¹

1. Figuren viser indskud i sammenbrudte amerikanske forretningsbanker i forhold til de samlede indskud for forretningsbanker i USA. Kilde for data: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

4.5.4. Hovedtræk af krisehåndteringen i USA

Bankerne i USA er ikke omfattet af regelsættet for konkurs ("bankruptcy code"). Derimod er der et system med en "receiver", der indebærer, at banken kan sættes under administration. Receiver får fuld kontrol med banken og overtager bestyrelsens beføjelser, ligesom receiver erstatter direktionen. Receiver kan forkaste næsten alle aftaler, som banken har indgået. Der findes i lovgivningen en række grunde til at udpege en receiver: (1) banken opfylder ikke sine forpligtelser, (2) der har været overtrædelser af forskrifter eller en usikker og usund drift af banken, (3) regnskabsføringen er usikker og usund, (4) der sker gentagne overtrædelser af påbud fra myndighederne, (5) der er tale om hemmeligholdelse af regnskabsmateriale, (6) det er sandsynligt, at banken under normale forhold ikke kan overholde sine forpligtelser over for indskyderne, (7) banken har lidt væsentlige tab eller må antages med stor sandsynlighed at komme til det, (8) banken samtykker i udpegningen af en receiver, (9) banken ophører med at indbetale

til indskyderforsikringen, samt (10) banken har gjort sig skyldig i hvidvask af penge. Endelig er der mulighed for at sætte banken under administration, hvis den (A) enten er kritisk underkapitaliseret, eller (B) banken er underkapitaliseret og den enten (i) ikke har rimelige udsigter til at blive tilstrækkelig kapitaliseret, (ii) ikke har fremskaffet tilstrækkelig kapital, efter at myndighederne har krævet det, (iii) ikke i tide har indleveret en acceptabel plan for rekapitalisering, eller (iv) ikke har haft held med at gennemføre en plan for rekapitalisering. Receiver udpeges af tilsynsmyndigheden eller af FDIC. Eventuelt kan FDIC udpege sig selv som receiver.

Som resultat af Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) i 1991 er der i USA indført et system med "prompt corrective action". Systemet indebærer, at banker bliver opdelt i fem kategorier: (i) well capitalized: banken opfylder let kapitalkravet, (ii) adequately capitalized: banken opfylder kapitalkravet, (iii) undercapitalized: banken kan ikke opfylde nogen af kapitalkravene, (iv) significantly undercapitalized: banken ligger markant under kapitalkravet, samt (v) critically undercapitalized: banken har mindre end 2 pct. i kapitaldækning. Banker i kategori (i) må udføre flere aktiviteter end i kategori (ii). Banker i kategorierne (iii)-(iv) underkastes et skærpet tilsyn og må ikke betale udbytte til aktionærer og bankledelse. En bank i kategori (v) skal sættes under administration inden for vis tidsfrist. Der er bestemte grænser for kapitaldækning knyttet til hver af kategorierne.

Ved håndteringen af kriser i pengeinstitutter er Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) forpligtet til at maksimere dækningen for de forsikrede indskud, dvs. man skal forfølge den løsning, der fører til de laveste omkostninger for FDIC. For at hindre, at FDIC i sin krisehåndtering tager andre hensyn – f.eks. søger at redde banker for enhver pris – bliver det med Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act (FDICIA) i 1991 bestemt, at en række betingelser skal være opfyldt, hvis løsningen med de mindste omkostninger fraviges: (1) finansministeren (Secretary of the Treasury) skal konstatere, at løsningen med de mindste omkostninger vil have "serious adverse effects on economic or financial stability", samt at det med en yderligere udgift vil være muligt at "avoid or mitigate such adverse effects", (2) der skal være konsultationer mellem Secretary of the Treasury og præsidenten, (3) der skal foreligge en skriftlig anbefaling fra to-tredjedele af medlemmerne i Board of Governors i Federal Reserve System, (4) der skal være en skriftlig anbefaling fra to-tredjedele af

medlemmerne i FDICs Board of Directors, samt (5) der skal opkræves et særligt bidrag fra de amerikanske banker for at dække den ekstra udgift ved håndtering af bankkrisen.

Der har været forholdsvis høje omkostninger ved håndteringen af de amerikanske pengeinstitutkriser. I sammenlagt 2.812 tilfælde af sammenbrud i amerikanske banker og spare- og lånevirksomheder over perioden 1980-94 svarer omkostningerne ved krisehåndteringen til 22,5 pct. af aktiverne i de sammenbrudte pengeinstitutter. Der synes at være en tæt sammenhæng mellem aktiverne i det kriseramte pengeinstitut og omkostningerne ved håndtering af krisen i instituttet. I *tabel 4.25* er på grundlag af 2.782 observationer givet resultaterne fra en regressionsanalyse, der undersøger sammenhængen mellem på den ene side omkostningerne ved krisehåndtering og på den anden side størrelsen af aktiver i det pågældende institut. Det fremgår, at omkostningen ved krisehåndtering i gennemsnit stiger med 0,9 pct., når aktiverne stiger med 1 pct. i det kriseramte institut.

Tabel 4.25. Sammenhæng mellem omkostninger ved krisehåndtering og aktiver i kriseramte institut¹

LCOST = - 0,586 + 0,898 LASS R ² = 0,72 (18,68) (55,49)	
LCOST:	logaritmen af omkostninger ved håndtering af pengeinstitutkrise
LASS:	logaritmen af aktiver i det kriseramte institut

1. Tabellen viser resultaterne fra en regressionsanalyse på baggrund af 2.782 tilfælde af sammenbrudte amerikanske pengeinstitutter (banker samt spare- og lånevirksomheder) i perioden 1980-94. Logaritmen af omkostningen ved håndtering af krisen i instituttet er testet som en funktion af logaritmen af aktiverne i det kriseramte institut. I parenteser er vist t-værdier. Kilde for data: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC).

4.6. Finanskrisen i Japan

Ved årsskiftet 1989-1990 kommer det til et stort fald i de japanske aktiekurser, og der er gennem de følgende år også tale om et stort fald i priserne på fast ejendom. Den efterfølgende krise i den japanske finansielle sektor kan deles i to perioder. I en første periode frem til slutningen af 1997 er der i vidt omfang tale om regulatorisk overbærenhed, hvor myndighederne ikke erkender krisens omfang. Der er i denne periode kun tale om sammenbrud i mindre betydende finansielle virksomheder. Fra december 1997 kommer det til sammenbrud i nogle af de største japanske finansielle virksomheder. Myndighederne

sætter ind med en systematisk krisehåndtering i første række baseret på offentlig kapitaltilførsel. Der gives nedenfor først en beskrivelse af årsagerne til den japanske krise. Derefter beskrives forløbet frem til 1997. Endelig beskrives forløbet efter 1997.

4.6.1. Faktorer bag den japanske finanskris

I anden halvdel af 1980'erne er der tale om kraftige stigninger i de japanske aktivpriser. De japanske aktiekurser stiger således 3,2 gange fra udgangen af 1984 til udgangen af 1989. Samtidig er der tale om meget store stigninger på det japanske ejendomsmarked, herunder på erhvervsejendomme. Medvirkende til stigningen i de japanske aktivpriser er en optimistisk vurdering af de økonomiske fremtidsudsigter. Der er i 1980'erne mange forudsigelser om, at Japan i de kommende år vil udvikle sig til verdens økonomiske supermagt og overskygge USA. Samtidig bliver der i flere banker ført en aggressiv udlånspolitik, hvilket muliggøres af en ekspansiv pengepolitik.¹¹³ Af verdens 10 største banker er de 9 japanske, og japanske banker ekspanderer gennem opkøb af udenlandske banker.

Fra årsskiftet 1989-90 kommer det til et stort fald i aktivpriserne. Det bidrager til faldet i aktivpriser, at den japanske centralbank sætter renten i vejret. Samtidig bliver der i 1990 indført begrænsninger på muligheden for at belåne fast ejendom.¹¹⁴ Aktieindekset falder med 54 pct. frem til udgangen af 1992. Der sker samtidig et stort fald i priserne på ejerboliger og erhvervsejendomme. Samtidig indtræder et markant fald i den økonomiske vækst. Det fremgår af *tabel 4.26*, at væksten i det japanske bruttonationalprodukt i perioden 1991-2000 falder til 1,4 pct. efter tidligere i perioden 1981-90 at have ligget på gennemsnitlig 2,4 pct. Det fremgår ligeledes af *tabel 4.26*, at priserne på japansk produktion falder efter 1991.

Den lave japanske økonomiske vækst efter 1991 skyldes en række faktorer. For det første medfører faldet i aktivpriser samt det faldende prisniveau en stigende real gældsbyrde for japanske erhvervsvirksomheder, hvilket trækker erhvervsinvesteringerne ned. For det andet bliver det vanskeligt at stimulere efterspørgslen gennem pengepolitik, idet den korte rente allerede fra 1995 er blevet sænket til et niveau

113 Diskussioner af den økonomiske udvikling i Japan findes bl.a. i Baba et al. (2005), Iwata (2007) samt Kashyap (2002).

114 Iwata (2007).

tæt på 0 og i perioden 1999-2006 (med en kortere afbrydelse) ligger på 0. Renten kan således ikke sættes længere ned for at stimulere økonomien. Endelig for det tredje medfører krisen i de japanske finansielle virksomheder, at det i hvert fald efter 1998 bliver sværere for japanske erhvervsvirksomheder at opnå finansiering til investeringsprojekter.

De japanske finansielle virksomheder rammes af den lave efterspørgsel efter kredit fra japanske erhvervsvirksomheder samt af faldet i aktivpriser, der mindsker egenkapitalen i de japanske erhvervsvirksomheder og derved udhuler sikkerheden ved lån til erhvervsvirksomhederne. Samtidig skaber lavkonjunktoren generelt vanskeligheder for japanske erhvervsvirksomheder.¹¹⁵ Tabene i den japanske banksektor kan i første række henføres til udlån, der er relateret til fast ejendom.¹¹⁶ Det bidrager til at svække soliditeten i den japanske finansielle sektor, at der er et højt omkostningsniveau, bl.a. på grund af manglende investeringer i IT-systemer. Det er herved svært for de japanske finansvirksomheder at opbygge reserver af den løbende indtjening.

Tabel 4.26. Udviklingen i japansk produktion og prisniveau¹

	Gennemsnitlig årlig stigning i Bruttonationalproduktet (pct.)	Gennemsnitlig årlig stigning i deflatoren for bruttonationalproduktet (pct.)
1971-80	3,0	2,6
1981-90	2,4	0,6
1991-00	1,4	-0,4
2001-06	1,7	-1,3

1. Tabellen viser den gennemsnitlige årlige stigning i bruttonationalproduktet samt i deflatoren for bruttonationalproduktet over de viste perioder. Deflatoren for bruttonationalproduktet angiver stigningen i prisniveauet på den indenlandske produktion.

4.6.2. Forløbet frem til 1997

I perioden efter sammenbruddet i de japanske aktivpriser ved årsskiftet 1989-90 og frem til 1997 gennemføres der en politik, hvor myndighederne generelt ikke erkender omfanget af den japanske krise. Der stilles heller ikke krav om hensættelser til tab i bankerne. Det fremgår

¹¹⁵ Inaba (2005).

¹¹⁶ Nakasao (2001).

således af *tabel 4.27*, at der i perioden 1990-97 kun i mindre grad sker en forøgelse af hensættelserne i japanske banker.

I perioden er det holdningen i de japanske finansvirksomheder, at problemerne i det japanske erhvervsliv er midlertidige. På denne baggrund søger de japanske finansvirksomheder at hjælpe erhvervsvirksomhederne over vanskelighederne ved at udvide långivningen. Det er synspunktet, at erhvervsvirksomhederne på et senere tidspunkt kan tilbagebetale gælden. Denne politik bidrager til at forøge omfanget af de senere tab. I løbet af perioden bliver det imidlertid stadig mere klart, at japanske erhvervsvirksomheder har problemer, og det kommer til sammenbrud i en række – overvejende små – finansielle virksomheder.¹¹⁷

I december 1994 bryder to andelsbanker (urban credit cooperatives), Tokyo Kyowa og Anzen, sammen. Myndighederne beslutter, at en konkurs bør undgås, idet det er synspunktet, at tab for indskyderne kan skabe massive udtræk af indskud fra andre japanske finansvirksomheder. Aktiver og passiver i de to kriseramte institutter overføres til en ny bank, Tokyo Kyoudou Bank. Kapitalen i den nye bank indskydes af centralbanken (Bank of Japan), af indskydergarantifonden samt – efter pres fra myndighederne – af andre finansielle virksomheder. Næsten alle japanske finansielle institutter bidrager til redningsaktionen. De nødlidende andelsbanker bliver likvideret. Efter redningsaktionen kritiseres Bank of Japan for at have reddet nogle finansielle virksomheder, der generelt anses for at være dårligt ledet.

Da andre andelsbanker senere bryder sammen, praktiseres den samme løsning, idet aktiver og passiver overføres til Tokyo Kyodou Bank. Tokyo Kyodou Bank får i 1996 (under navnet Resolution and Collection Bank) til opgave at håndtere nødlidende engagementer fra andelsbanker, der er brudt sammen, når der ikke er private finansielle virksomheder, som vil overtage de tabsgivende engagementer.

Da regionalbanken Hyogo Bank i juli 1995 bryder sammen, overføres aktiver og passiver tilsvarende til en nyoprettet bank (Midori Bank), der får indskudt ejerkapital fra private finansielle institutter, mens Bank of Japan bidrager med ansvarlig lånekapital.

I 1970'erne har banker og andre finansielle virksomheder etableret en række institutter (jusen) med det formål at finansiere privat boligbyggeri. Det er hensigten, at disse ejendomsfinansieringsinstitut-

117 Beskrivelsen er baseret på Nakaso (2001) samt på Basel Committee on Banking Supervision (2004).

terne skal yde supplerende lån udover den långivning, som ydes af bankerne. I løbet af 1980'erne går institutterne også ind i finansieringen af erhvervsbyggeri. Dette medfører i første halvdel af 1990'erne meget store tab i institutterne. Ved en inspektion i sommeren 1995 anslår det japanske finansministerium de samlede tab i syv institutter til 6.410 mia. yen (svarende til 1,3 pct. af bruttonationalproduktet), hvilket ligger langt over, hvad moderbankerne er i stand til at dække. Det bliver herefter vedtaget, at der over statsbudgettet skal ydes et bidrag på 680 mia. yen til dækning af tabene, mens resten af tabene skal dækkes dels af moderbankerne (med 3.500 mia. yen), dels af andre finansielle institutter (med 2.230 mia. yen). Dårlige lån bliver taget af ejendomsfinansieringsinstitutternes balancer og placeres i et særligt selskab (Housing Loan Administration Corporation).

Anvendelsen af offentlige midler til dækning af tabene i ejendomsfinansieringsinstitutterne bliver skarpt kritiseret. Dette skyldes bl.a., at ejendomsfinansieringsinstitutterne ikke er finansieret gennem indskud. Der er således tale om offentlige midler, som tilføres direkte som støtte til finansielle virksomheder.

I september 1995 bliver det kendt, at banken Daiwa Bank har tabt 1,1 mia. dollars på grund af en ansats svindel i New York-filialen. I november 1995 bliver banken af de amerikanske myndigheder beordret til at standse alle aktiviteter i USA. Episoden svækker tilliden i udlandet til de japanske finansielle virksomheder.

I 1996 iværksættes der flere initiativer, som skal forbedre mulighederne for at redde kriseramte finansielle virksomheder. Det bliver besluttet at oprette en fond (New Financial Stabilisation Fund), hvor Bank of Japan indskyder midler. Et af fondens formål er at bidrage med kapitalindskud i kriseramte finansielle virksomheder. Det bliver samtidig besluttet at gennemføre en reform af indskydergarantifonden, således at fonden får mulighed for at bidrage til finansieringen af kriseramte institutter også udover et beløb, der svarer til størrelsen af de forsikrede indskud.

Der har været peget på flere grunde til, at det er muligt for myndighederne at udsætte en endelig løsning på de finansielle virksomheders problemer gennem så lang tid.¹¹⁸ For det første kommer der først sent et pres fra offentligheden i form af udtræk fra bankerne, idet der er en fast tillid til, at staten vil dække bankernes forpligtelser. For det andet er der ikke umiddelbart efter faldet i aktivpriser i begyndelsen

118 En diskussion findes i Nakaso (2001).

af 1990'erne en forventning om, at det kan komme til så omfattende tab. For det tredje er der i begyndelsen af 1990'erne strenge regler med hensyn til, hvornår hensættelser til tab må optages på bankernes regnskaber, hvilket medfører, at de reelle tab ikke kommer til at fremgå af regnskaberne. Regnskabsreglerne bliver først lempet i løbet af 1990'erne, og det er derfor først i 1997-98, at bankerne i større omfang påbegynder afskrivninger og hensættelser på udlån. For det fjerde er der en politisk uvilje mod at bruge offentlige midler til at løse krisen efter den skarpe offentlige kritik af statens engagement i forbindelse med den offentlige dækning af tabene i ejendomsfinansieringsinstitutterne i 1995 (se ovenfor). Endelig for det femte medfører den lave rente tæt ved 0, at mange erhvervsvirksomheder, som ved et normalt renteniveau ikke kan klare deres forpligtelser, bliver i stand til at betale deres lån.

Den manglende gennemsigtighed omkring de japanske bankers reelle tab bidrager gennem 1990'erne til en stigende usikkerhed omkring bankernes solvenssituation. Dette er igen medvirkende til en stadig nedgradering af de japanske bankers kreditværdighed gennem 1990'erne, hvilket gør det svært for bankerne at rejse ny kapital.

Tabel 4.27. Hensættelser til tab i japanske banker¹

	Forretningsbanker		Alle banker	
	Hensættelser til tab som pct. af udlån ²	Hensættelser til tab som pct. af brutto-nationalproduktet	Hensættelser til tab som pct. af udlån ²	Hensættelser til tab som pct. af brutto-nationalproduktet
1981	–	0,01	–	–
1982	0,01	0,06	–	–
1983	0,10	0,04	–	–
1984	0,06	0,04	–	–
1985	0,06	0,02	–	–
1986	0,02	0,03	–	–
1987	0,04	0,04	–	–
1988	0,04	0,08	–	–
1989	0,08	0,07	–	–
1990	0,07	0,05	–	–
1991	0,05	0,12	–	–
1992	0,12	0,20	–	–
1993	0,21	0,20	–	–
1994	0,21	0,27	–	0,37
1995	0,28	0,93	0,33	1,44
1996	0,98	0,39	1,27	0,68
1997	0,43	1,27	0,63	1,67
1998	1,47	1,13	1,68	1,54
1999	1,34	0,42	1,61	0,50
2000	–	–	0,52	0,54
2001	–	–	0,59	0,93
2002	–	–	1,04	0,65
2003	–	–	0,74	0,51

1. Tabellen viser hensættelser til tab i japanske forretningsbanker samt i den samlede japanske banksektor. Kilde: OECD, Bank Profitability.
2. Tab opgjort som pct. af gennemsnittet af udlån ultimo det foregående år og ultimo det pågældende år.

4.6.3. Forløbet efter 1997

Ved slutningen af 1997 og i 1998 kommer det til en akut finansiell krise i Japan, hvor en række af de store japanske finansinstitutter går ned. Krisen tvinger de offentlige myndigheder til en aktiv intervention, i første række gennem tilførsel af midler over statsbudgettet. De tre største sammenbrud er sammenbruddene i Long-Term Credit Bank (aktiver på 240 mia. dollars svarende til 5,2 pct. af bruttonationalproduktet), i Yamaichi Securities (aktiver svarende til 4,3 pct. af bruttonationalproduktet) samt i regionalbanken Hokkaido Takushoku Bank (aktiver svarende til 1,7 pct. af bruttonationalproduktet).

Gennem 1997 bliver det i stigende grad klart, at *Nippon Credit Bank* (NCB) har problemer. Banken er en såkaldt "long-term credit bank", hvilket indebærer, at banken har til opgave at yde langfristede udlån til erhvervsvirksomheder. Banken har lidt store tab særlig ved udlån til erhvervsejendomme. Bankens kreditværdighed bliver nedjusteret af de internationale ratingbureauer, og banken har derved stigende problemer med at få finansiering. Finansministeriet står bag organisationen af et konsortium, der indskyder kapital i banken. Konsortiet består af de store aktionærer (mest forsikringsselskaber) samt af de to andre long-term credit banks i Japan, nemlig Industrial Bank of Japan samt Long-Term Credit Bank of Japan. Herudover indskyder Bank of Japan midler i form af præferenceaktiekapital gennem New Financial Stabilisation Fund (se ovenfor). Da det gennem 1998 fortsat viser sig umuligt at genoprette bankens soliditet, bryder den sammen i december 1998, hvorefter den overtages af staten. På dette tidspunkt er bankens egenkapital gået tabt.

I 1997 kommer den store regionalbank, *Hokkaido Takushoku Bank*, i vanskeligheder særlig på grund af udlån til udvikling af turistprojekter. Banken har en betydende stilling på Japans nordlige hovedø, Hokkaido. Problemet løses i første omgang ved, at der aftales en fusion med bankens lokale konkurrent, Hokkaido Bank. Senere bryder fusionsplanen imidlertid sammen, og det kommer til store udtræk fra banken. Myndighederne skønner, at et sammenbrud af banken vil have betydelige konsekvenser for økonomien på øen Hokkaido, og Bank of Japan yder derfor likviditetsstøtte, indtil der kan findes en endelig løsning. Efter en del vanskeligheder lykkes det at overtale en mindre regional bank til at overtage de sunde aktiviteter samt indskuddene fra Hokkaido Takushoku Bank, hvorefter banken træder i likvidation.

I november 1997 bryder vekselererfirmaet (securities house) *Sanyo Securities* sammen. Bank of Japan skønner i første omgang ikke, at

et sammenbrud vil få systemiske effekter, da firmaet ikke varetager betalinger, og afviklingen af firmaet gennemføres derfor efter den almindelige konkurslovgivning. Der kommer imidlertid en omgående virkning på interbankmarkedet, hvor firmaet er låntager. Selv om firmaet kun har optaget mindre lån, skaber det mistillid blandt markedsdeltagerne, at det overhovedet er muligt at lide tab på interbankmarkedet. Der bliver herefter tale om en kraftig formindskelse af udlånene på interbankmarkedet, idet mange banker overgår til i stedet at placere i Bank of Japan. Udenlandske banker reducerer kreditlinierne for japanske banker, der herefter i stigende grad har svært ved at få tilført likviditet. Interbankrenten stiger herved i forhold til andre rentesatser. I slutningen af november 1997 griber Bank of Japan ind gennem en massiv tilførsel af likviditet til markedet. Likviditetstilførslen fortsætter frem til 1998.

Ved slutningen af november 1997 – tre uger efter sammenbruddet i Sanyo Securities – bryder et andet vekselererfirma *Yamaichi Securities* sammen, idet firmaet ikke kan opfylde sine betalingsforpligtelser. Det viser sig, at firmaet blandt andet har stillet store garantier uden for balancen. Yamaichi Securities er et af de fire største vekselererfirmaer i Japan med en række internationale aktiviteter, herunder datterbanker i Storbritannien, Tyskland, Holland og Schweiz. Det er vurderingen, at et sammenbrud for Yamaichi Securities afgørende vil svække tilliden til det japanske finansielle system. Det viser sig umuligt at finde en anden finansiell virksomhed, der vil overtage vekselererfirmaet. Der bliver herefter gennemført en afvikling af virksomheden, hvor Bank of Japan efter opfordring fra Finansministeriet yder likviditetsstøtte sideløbende med afviklingen af firmaets aktiver. Vekselererfirmaet kan herved opfylde sine forpligtelser. Likviditetstilførslen fra Bank of Japan når op på 11,1 mia. dollars. I juni 1999 bliver firmaet erklæret insolvent. Tabene viser sig at være langt større, end det først er blevet anslået.

Da endnu en regionalbank (*Tokuyo City Bank*) i slutningen af november 1997 bryder sammen, kommer det til panik blandt indskyderne. Kunder ønsker at trække deres indskud ud af bankerne, og der dannes lange køer foran bankerne. Finansministeren og chefen for Bank of Japan udsender herefter en fælles erklæring, hvor de garanterer for alle indskud, herunder også indskud på interbankmarkedet. Bank of Japan erklærer sig villig til at tilføre tilstrækkelig med likviditet, således at der kan sikres en dækning af indskyderne.

I februar 1998 vedtager det japanske parlament en omfattende

pakke til at imødegå problemerne i den finansielle sektor. Der afsættes 30 trillioner yen (svarende til 5,9 pct. af bruttonationalproduktet) på statsbudgettet til dækning af tab i finansielle virksomheder. Heraf indsættes de 17 trillioner yen på en særlig konto i indskydergarantifonden for at dække tab i finansielle virksomheder, mens 13 trillioner yen afsættes til kapitalindskud i enkelte banker. Der etableres en særlig komite bestående af finansministeren, chefen for Bank of Japan samt tre repræsentanter fra den private sektor til at administrere midlerne. Bankerne er uvillige til enkeltvis at ansøge om de offentlige midler, da dette kan opfattes som et tegn på, at den pågældende bank er insolvent. Løsningen bliver, at alle banker samlet ansøger om at få tilført midler, og der bliver i begyndelsen af 1998 tilført bankerne 1,8 trillioner yen overvejende i form af ansvarlig kapital. Det er imidlertid den generelle opfattelse, at denne kapitaltilførsel er utilstrækkelig.

I juni 1998 bliver der etableret et uafhængigt finanstillsyn. Funktionen har tidligere været varetaget af det japanske finansministerium.

Senere i 1998 kommer det største sammenbrud under den japanske finansielle krise, nemlig sammenbruddet af *Long Term Credit Bank of Japan (LTCB)*, der er en af de største japanske banker, og som også har mange internationale aktiviteter. Banken har siden sin etablering i 1952 været en vigtig drivkraft i den japanske erhvervsmæssige udvikling og bliver regnet for den førende japanske virksomhed med hensyn til finansiell ekspertise. Ved sammenbruddet vurderer myndighederne, at LTCB på en række områder udfører vigtige funktioner, der ikke kan undværes, og at det er nødvendigt at videreføre disse funktioner. På grund af usikkerhed omkring størrelsen af bankens samlede tab viser det sig umiddelbart umuligt at finde en bank, som ønsker at overtage LTCB. Det komplicerer yderligere håndteringen af sammenbruddet i LTCB, at banken har indgået et meget stort antal swapkontrakter på valuta og rentebærende fordringer. En umiddelbar lukning af banken vil på grund af disse kontrakter kunne føre til udsving bl.a. i yenkursen. Problemerne i LTCB bliver kendt i marts 1998, og banken får gennem de næste måneder i stigende grad vanskeligt ved at finansiere sig. Bankens funding-operationer bliver sat under administration af Bank of Japan, der i første omgang ikke ønsker at tilføre likviditet direkte, da dette vil gøre det kendt, at banken har store problemer. Det lykkes frem til statsovertagelsen i oktober 1998 at undgå en direkte likviditetstilførsel fra Bank of Japan.

I efteråret 1998 vedtager det japanske parlament en lov, som giver mulighed for en statsovertagelse af banker, ligesom der bliver givet

adgang til, at indskydergarantifonden kan indskyde midler til at sikre en banks drift. I oktober 1998 bliver LTCB herefter overtaget af staten, samtidig med at aktionærerne mister deres kapital. Ledelsen bliver udskiftet, og bankens dårlige lån overføres til et afviklingsselskab. Ny kapital bliver indskudt af staten, og samtidig tilfører indskydergarantifonden midler stillet til rådighed af Bank of Japan for at dække bankens daglige likviditetsbehov. Efter reorganisationen bliver der indhentet bud fra en række banker om overtagelse af LTCB, og i marts 2000 bliver banken overtaget af et konsortium af udenlandske investorer organiseret af den amerikanske investeringsfond Ripplewood Holdings. Banken fortsættes under navnet Shinsei Bank. Som en del af salgsaftalen indgår det, at regeringen inden for en tre-års-periode efter salget af LTCB skal tilbagetage alle aktiver, hvis værdi er faldet med mere end 20 pct. Aftalen udnyttes af de nye købere til at skille sig af med bankens dårlige aktiver, hvilket giver anledning til kritik af krisehåndteringen.

Ved begyndelsen af 1999 viser en opgørelse, at de 15 største japanske banker har urealiserede tab på sammenlagt 2,7 trillioner yen (svarende til 5,3 pct. af bruttonationalproduktet), og at der er mulighed for yderligere tab på tilsammen 9,0 trillioner yen (17,7 pct. af bruttonationalproduktet).¹¹⁹ De japanske banker opfylder herved ikke solvenskravene. Det bliver derfor besluttet at foretage et kapitalindskud på 11,7 trillioner yen i bankerne, hvoraf de 7,5 trillioner indskydes af regeringen hovedsagelig i form af aktiekapital med præferencetilling. Som betingelse for at modtage kapitalindskuddene skal bankerne udarbejde planer for at forbedre effektiviteten. Endvidere bliver der gennem en sammenslutning mellem Resolution and Collection Bank samt Housing Loan Administration Corporation etableret et fælles afviklingsselskab for nødlidende engagementer, som banker og andre finansielle virksomheder ønsker at komme af med.

For yderligere at øge effektiviteten gennemfører de største japanske banker i 1999 en række fusioner, hvilket indebærer oprettelsen af tre meget store japanske banker.¹²⁰ Fusionerne gennemføres efter opfordring fra myndighederne.

119 Nakaso (2001).

120 I august 1999 blev bankerne Industrial Bank of Japan, Daiichi Kangyo Bank og Fuji Bank slået sammen under et fælles holdingselskab. Herudover blev der aftalt en fusion mellem Tojai Bank og Assahi Bank. Denne fusionsplan gik senere i opløsning, idet Assahi Bank blev erstattet med Sanwa bank som fusionspartner for Tokai Bank. Endelig var der tale om en fusion mellem Sumitomo Bank og Sakura Bank.

Med vedtagelsen i efteråret 1998 af en ny finansiell lovgivning (Financial Reconstruction Law) åbnes der mulighed for, at en bank i vanskeligheder kan overtages midlertidigt af staten, hvilket som omtalt er tilfældet med LTCB. Der bliver endvidere åbnet mulighed for, at banker i vanskeligheder sættes under administration. I begge tilfælde føres banken videre. I tilfældet med statsovertagne banker skal der tilføres likviditet fra indskydergarantifonden, mens der i tilfældet med banker under særlig administration skal tilføres midler fra Bank of Japan i form af særlige lån. Der bliver endvidere etableret en ny administrativ komite til håndtering af bankkriser placeret direkte i premierministerens kontor og under ledelse af en kabinetsminister. Der bliver afsat yderligere offentlige midler til kapitalindskud i banker. Efter 1999 er sammenlagt 11 pengeinstitutter (heraf de seks i 1999) blevet afviklet på grundlag af afviklingsproceduren under den finansielle lovgivning. Bank of Japan tilfører bankerne likviditetsstøtte under afviklingen.

Fra 1999 bliver tilliden til de japanske banker gradvist genoprettet. De japanske bankers merrente ved lån på de internationale finansmarkeder forsvinder gradvist, da der er tillid til regeringens opbakning bag bankerne. Andelen af nødlidende kreditter i de samlede udlån stiger frem til 2001 og er siden faldet. Der er også sket en forbedring af de japanske bankers driftsindtjening. I 2004 opnår de japanske banker for første gang siden 1993 en positiv driftsindtjening.¹²¹

Sammenlagt bruger de japanske myndigheder 70 trillioner yen til støtte for den finansielle sektor.¹²² Dette svarer til 13,6 pct. af bruttonationalproduktet i 1998.

4.6.4. Det japanske system for krisehåndtering

Der er nu etableret et system for håndtering af kriser i nødlidende finansielle virksomheder, som indebærer et valg mellem flere modeller.¹²³

For det første kan der gennemføres en pay-out, hvorved de forsikrede indskud dækkes, mens banken afvikles under ledelse af en særlig udpeget finansiell administrator.

For det andet kan der gennemføres et salg af banken i sammenhæng

121 Bank for International Settlements (2005).

122 Nakaso (2001).

123 Beskrivelsen er baseret på Nakaso (2001).

med en nedskrivning af gældsposter, der ikke er forsikret gennem indskydergarantifonden. Proceduren betegnes *purchase & assumption* (P&A). Krisehåndteringen gennemføres i dette tilfælde efter en procedure, der består af seks trin: (i) finanstilsynet konstaterer gennem inspektionsbesøg, at banken ikke er solvent, (ii) en anden bank, som har vist interesse for at overtage banken, foretager i hemmelighed due diligence på banken, (iii) der bliver fastsat en approksimativ værdi for banken, (iv) fredag aften annonceres bankens sammenbrud, (v) gennem domstolsafgørelse gives der tilladelse til at iværksætte P&A-proceduren, (vi) ikke-forsikrede indskud samt anden gæld bliver nedskrevet til en værdi, som svarer til bankens likvidationsværdi, samt (vii) de nedskrevne gældsposter samt den fulde værdi af de forsikrede indskud overføres til en overtagende bank sammen med aktiverne. Proceduren vil blive administreret af en særlig myndighed (*Financial Reorganisation Administrator*). Hvis det ikke er muligt hurtigt at finde et andet finansielt institut, som vil overtage den kriseramte bank, kan der oprettes en "bridge bank", der overtager de sunde aktiver, de forsikrede indskud samt den nedskrevne ikke-forsikrede gæld. Herefter kan man søge at finde en køber til den nyetablerede bridge bank. Hvis dette ikke kan lade sig gøre, vil bridge banken blive opløst.

Hvis det kommer til en pludselig krise i en bank, og man herved ikke kan nå at iværksætte P&A-proceduren, kan retten udstede en erklæring om fastfrysning af visse betalinger i banken, mens det vil blive tilladt andre dele af banken at fortsætte. Forsikrede indskud vil blive dækket. Hvis det derefter lykkes at finde en bank, som vil overtage den nødstedte bank, iværksettes P&A-proceduren som beskrevet ovenfor.

Hvis en kriseramte bank skønnes at have systemiske konsekvenser, skal spørgsmålet om håndtering af bankkrisen drøftes ved en konference (*Conference for financial crisis*) med deltagelse af (i) premierministeren, (ii) chefkabinetssekretæren, (iii) ministeren med ansvar for finansiell stabilitet, (iv) finansministeren, (v) chefen for finanstilsynet, samt (vi) chefen for Bank of Japan. I det omfang krisehåndteringen skønnes at have konsekvenser i forhold til fagforbund, kan arbejdsministeren eventuelt også deltage. Under diskussionen skal deltagerne tage stilling til, om der er grundlag for at iværksætte en særlig undtagelsesprocedure for banker med systemiske konsekvenser. Det er betingelsen for at iværksætte proceduren, at sammenbruddet af den finansielle virksomhed kan forstyrre den finansielle stabilitet og påvirke stabiliteten af enten den nationale økonomi eller økonomien i et

lokalt område. Hvis dette skønnes at være tilfældet, kan følgende tre instrumenter tages i brug: (i) der kan tilføres kapital fra det offentlige, (ii) der kan ydes finansiell støtte fra indskydergarantifonden udover værdien af de forsikrede indskud, samt (iii) der kan iværksættes en midlertidig statsovertagelse.

4.7. Storbritannien

4.7.1. Britiske bankkriser

Ved midten af 1970erne oplever Storbritannien sammenbrud i en række sekundære banker (*fringe bank crisis*), og i begyndelsen af 1980erne lider de britiske hovedbanker store tab i forbindelse med udlån til udviklingslande. Siden 1980 har der endvidere i Storbritannien været en række markante sammenbrud i enkeltstående finansielle virksomheder: (i) Johnson Matthey i 1984, (ii) Bank for International Credit and Commerce (BCCI) i 1990, (iii) Baring Brothers i 1995, samt (iv) Northern Rock i 2007. I alle de fire sidste tilfælde har det drejet sig om virksomheder, der kun har haft mindre markedsandele.

I UK har en række mindre banker (*fringe banks*) vanskeligheder i december 1973 (*secondary banking crisis*).¹²⁴ De mindre banker har i den forudgående periode efter en liberalisering af kreditvilkårene i 1971 kraftigt øget långivningen særlig til markedet for erhvervsejendomme. Resultatet er kraftige prisstigninger. Efter en stramning af pengepolitikken i 1973 kommer det til et fald i prisen på fast ejendom, hvilket medfører tab for de mindre banker, som i de foregående år har fulgt en aggressiv udlånspolitik. Det bliver svært for bankerne at opnå finansiering på det korte pengemarked, som udgør en vigtig finansieringskilde, ligesom der er udtræk af indskud. Krisen håndteres ved, at Bank of England sammen med de fire største banker organiserer en pulje af likviditet, gennem hvilken der gives likviditetsstøtte til 26 små banker på sammenlagt 1,3 mia. pund (svarende til 1,8 pct. af bruttonationalproduktet i 1993). Hensigten er at gennemføre en slags "recycling", hvorved midler, som er blevet trukket ud af de små banker og overført til de store banker, bliver ført tilbage til de små banker gennem likviditetspuljen. Herved kan de små banker støttes, uden at det bliver nødvendigt at gribe til en generel rentesænkning

124 Hændelsesforløbet er beskrevet i Davis (1992). Se også Schwartz (1988).

og derved lempelse af pengepolitikken. Under redningsaktionen bliver det imidlertid i stigende omfang klart, at de små banker også har solvensproblemer. Efter sammenbruddet i Bankhaus Herstatt (se afsnit 4.8.1 nedenfor) er Bank of England interesseret i at undgå banksammenbrud. Bank of England beder de store banker vurdere, hvilke af deres korrespondentbanker, som er solide, og hvilke som ikke er solide. I tilfældet med solide banker bliver der ydet støtte fra korrespondentbanken samt fra Bank of England. Støtten kommer bl.a. i form af aktieindskud. Ikke-solide banker overtages af de store banker. Indskyderne reddes således gennem en redningsaktion, der involverer de store banker.

I 1984 bryder en mindre britisk bank, *Johnson Matthey Bankers*, sammen. De britiske myndigheder griber ind og redder banken med den begrundelse, at moderselskabet for banken er det kendte mæglerfirma Johnson Matthey, der står for en stor del af guldhandelen i City of London. Bank of England frygter, at et sammenbrud for datterbanken kan give moderselskabet et dårligt omdømme og derved skade Londons position som verdens førende center for guldhandel. Bank of England erhverver banken for 1 pund. Banken har foretaget store udlån til tvivlsomme asiatiske forretningsfolk, og Bank of England bliver efterfølgende kritiseret for ikke tidligere at have grebet ind over for banken. Sammenbruddet og den mangelfulde overvågning giver stødet til en styrkelse af det britiske banktilsyn gennem en ny banklovning.¹²⁵

I 1990 kommer en mindre bank, *British & Commonwealth Merchant Bank*, i vanskeligheder. Banken bliver afviklet, og de uforsikrede indskydere får dækning i henhold til de almindelige regler for konkurs. De øvrige britiske banker vil ikke deltage i en redningsaktion til støtte for banken.

I tilfældet med *Bank for Credit and Commerce International* (BCCI) er der tale om en bank, hvor sammenbruddet skyldes omfattende svindel. Allerede fra bankens etablering i 1972 er regnskaberne forfalskede.¹²⁶ Bankens midler anvendes i stort omfang til lån for hovedaktionærerne, og banken er indblandet i hvidvask af midler fra narkotikahandel. Bankaktiviteterne er placeret i et stort antal lande, og ved bankens lukning i 1991 er der tale om 380 bankkontorer fordelt på 41

125 Episoden er beskrevet i Lawson (1992).

126 Sammenbruddet i BCCI er beskrevet i Basel Committee on Banking Supervision (2004).

lande. Bankaktiviteterne kontrolleres af et ikke-finansielt holdingselskab indregistreret i Luxembourg (BCCI Holdings SA), der fungerer som holdingselskab for to banker: (i) BCCI SA i Luxembourg, og (ii) BCCI Overseas indregistreret i Cayman Islands. Det operationelle hovedkvarter ligger i London. I 1990 bliver banken overtaget af interessenter i Abu Dhabi, og det operationelle hovedkontor flytter til Abu Dhabi. Den komplicerede struktur gør det vanskeligt for de nationale tilsynsmyndigheder at danne sig et overblik over bankens aktiviteter og er hovedårsagen til, at svindelen kan fortsætte til juli 1991, hvor Bank of England sammen med tilsynsmyndigheder i en række andre lande begærer banken likvideret. Konkursbehandlingen af banken varer til december 1996 og medfører, at indskyderne genvinder en stor del af deres tilgodehavender (75 procent). Bankens sammenbrud medfører ikke forstyrrelser i det øvrige finansielle system, hvilket bl.a. skyldes, at mange markedsaktører i forvejen har afbrudt forbindelserne med BCCI, som har fået et dårligt omdømme. Hertil kommer, at BCCI kun spiller en mindre rolle med hensyn til betalingsoverførsler og heller ikke er aktiv på derivatmarkederne. Vanskelighederne i BCCI giver efterfølgende anledning til Bingham-rapporten, som fører til ændringer i det britiske finanstilsyn.

I begyndelsen af 1990'erne kommer en række mindre britiske banker i vanskeligheder. Bankerne har ført en ekspansiv udlånspolitik gennem de foregående år og har nu store tab i forbindelse med faldet i priserne på det britiske ejendomsmarked.¹²⁷ Samtidig bliver det i stigende grad vanskeligt for bankerne at opnå finansiering, bl.a. fordi indskydere trækker sig ud, da det efter kriserne i British & Commonwealth Merchant Bank samt i BCCI bliver klart, at de britiske myndigheder ikke ubetinget vil støtte banker i krise. I 1991 lader de britiske myndigheder tre af de små banker gå ned. I 1992 kommer National Mortgage Bank ud i en likviditetskrise. Bank of England beslutter sig i dette tilfælde til at støtte banken gennem tilførsel af likviditet, da man frygter, at krisen kan brede sig også til de store banker.

Ved slutningen af februar 1995 bliver det klart, at gruppen af selskaber koncentreret omkring den britiske bank *Baring Brothers & Co.* har lidt store tab på grund af uautoriserede handelstransaktioner foretaget af selskabets chefdealer i Singapore, Nick Leeson.¹²⁸ Nick

127 Krisen er beskrevet i Basel Committee on Banking Supervision (2004), hvor den beskrives som "small bank crisis".

128 Beskrivelsen er baseret på Herring (2005).

Leeson havde spekuleret i en kursstigning på japanske aktier og et samtidigt kursfald på japanske statsobligationer. De uautoriserede transaktioner er mulige, dels fordi der er ineffektive interne kontrol-procedurer, dels fordi Leeson varetager en dobbeltfunktion ved både at stå for handel samt for afvikling og registrering. Endvidere skaber det uigennemsigthed, at Barings har aktiviteter i en række lande. Bank of England afviser at støtte banken, idet man anlægger det synspunkt, at bankens vanskeligheder skyldes specielle omstændigheder og derfor ikke vil få alvorlige konsekvenser for andre dele af de finansielle markeder. Bank of England meddeler imidlertid, at den er klar til at hjælpe andre aktører med likviditet, ligesom man træder i stedet for Barings ved afviklingen af en række betalingstransaktioner. Den 26. februar 1995 indgiver Barings konkursbegæring ved retten i London. Den følgende uge er der usikkerhed omkring tab i forbindelse med uafdækkede positioner på værdipapirmarkeder, der er opstået på grund af sammenbruddet i Barings. Den 5. marts 1995 bliver hovedparten af aktiviteterne i Barings overtaget af den hollandske finansgruppe ING.

I forbindelse med sub-prime krisen i august-september 2007 er det vanskeligt for banker at opnå finansiering på interbankmarkedet, idet andre banker er uvillige til at låne ud af frygt for, at modparten har finansieret sub-prime lån og derved lidt store tab. Der bliver her ved tale om en stor stigning i renten på interbankmarkedet. Usikkerheden i forbindelse med finansieringen gennem interbankmarkedet rammer i særlig grad de finansielle virksomheder, som har baseret sig på interbankmarkedet som finansieringskilde. Dette gælder bl.a. den britiske bank *Northern Rock*, der er det femtestørste britiske institut for boligfinansiering. Northern Rock er blevet dannet som en sammenslutning mellem en række building societies og er i 1997 blevet omdannet til et aktieselskab. Hovedvirksomheden for Northern Rock består i finansiering til britiske boliger. Usikkerheden omkring bankens finansieringssituation fører til store udtræk af indskud. I begyndelsen af september 2007 henvender Northern Rock sig til Bank of England for at opnå lån direkte fra Bank of England. En løsning på bankens problemer er en fusion med et andet finansielt institut, og der bliver indledt forhandlinger med Lloyds TSB om en sammenslutning af de to institutter. Forhandlingerne strander imidlertid, da Bank of England afviser at give tilsagn om at støtte den fusionerede bank, hvis finansieringsvilkårene på interbank-markedet forværres. Det kommer til yderligere udtræk af indskudsmidler fra Northern

Rock, da det bliver kendt i offentligheden, at Northern Rock har henvendt sig til Bank of England om at få tilført likviditet, og der dannes køer foran bankens kontorer i Storbritannien. I løbet af en enkelt dag bliver mellem 1,5 og 2 mia. pund trukket ud af banken. Udtrækkene af indskud lettes af, at de kan gennemføres elektronisk. Kursen på bankens aktier falder til 2,83 pund efter ved begyndelsen af 2007 at have ligget på 12,5 pund. Samtidig kommer det også til kraftige aktiekursfald for andre banker, som i særlig grad er afhængige af interbankmarkedet.

Det bidrager til krisen i Northern Rock, at banken gennem en år-række har ført en ekspansiv udlånspolitik og gennem højtprofilerede kampagner har søgt at øge indskudsbasen. Der er ikke under krisen forlydender om, at banken direkte har tabt på sub-prime lån i USA. Krisen har således udelukkende karakter af tvivl omkring bankens finansiering. De britiske myndigheder har fremhævet, at bankens udlånsportefølje er sund.

Den 17. september 2007 udsteder den britiske regering en garanti om, at den vil dække alle indskud, som findes i Northern Rock den 19. september 2007. Garantien gælder også fremtidige rentebetalinger på indskudskonti, bevægelser mellem eksisterende konti, samt nye konti oprettet på grundlag af de eksisterende konti. Garantien omfatter også indskud, der er blevet trukket ud af banken i de efterfølgende dage. Garantien omfatter ikke obligationer udstedt af banken og heller ikke ansvarlig kapital. Garantien omfatter heller ikke nye konti oprettet efter den 19. september 2007. Garantien vil vedblive at være i kraft, så længe ustabiliteten på de finansielle markeder fortsætter.¹²⁹

129 Erklæringen fra det britiske finansministerium har følgende ordlyd: "HM Treasury today confirms that the guarantee arrangements for existing deposits in Northern Rock plc would cover all accounts at midnight on Wednesday 19 September. This guarantee covers future interest payments, movements of funds between existing accounts, and new deposits into existing accounts. The guarantee will also cover accounts re-opened in the future by those who closed them between Thursday 13 September and Wednesday 19 September, inclusive. Since it would otherwise be unfair to other banks And building societies, the arrangements would not cover any new accounts set up after 19 September, other than re-opened accounts as set out above. In the case of wholesale market funding for Northern Rock plc, the Treasury confirmed that the arrangements would cover: existing and renewed wholesale deposits; and existing and renewed wholesale borrowing which is not collateralised. The arrangements would not cover other debt instruments including: covered bonds; securities issued under the "Granite" securitisation programme; and subordinated and other hybrid capital instruments. The guarantee in relation to Northern Rock plc will remain in place during the current instability in financial markets."

De britiske myndigheder tilkendegiver samtidig med garantien til Northern Rock, at andre banker vil modtage tilsvarende garantier, hvis de kommer i lignende vanskeligheder.¹³⁰ Den britiske regering har efterfølgende tilkendegivet, at den vil gennemføre en forbedring af den britiske indskydergarantiordning.

Gennem efteråret 2007 og i begyndelsen af 2008 gennemføres der forhandlinger med andre finansielle institutter om en overtagelse af Northern Rock. I mellemtiden er der tale om store udtræk af indskud, og Bank of England har ved udgangen af 2007 tilført likviditet på sammenlagt ca. 25 mia. pund til Northern Rock. Dette svarer til 1,8 pct. af bruttonationalproduktet, hvorved der er tale om en likviditetstilførsel af samme størrelsesorden som under secondary banking crisis i 1973-74 (se ovenfor). Da den britiske regering ikke finder, at der kan opnås tilstrækkelig attraktive vilkår ved salg af banken til to interesserede købere, bekendtgør regeringen den 18. februar 2008, at banken vil blive overtaget af staten.

Der er ikke nogen speciel procedure ved afvikling af kriseramte finansielle virksomheder i Storbritannien. De britiske myndigheders indstilling til støtte til kriseramte finansielle virksomheder fremgår af en overenskomst, der er indgået mellem det britiske finansministerium, Bank of England samt Financial Services Authority (FSA), der varetager det finansielle tilsyn.¹³¹ Det fremgår af overenskomsten, at der kun i ekstraordinære tilfælde vil blive stillet ekstra likviditet til rådighed for en finansiell virksomhed og kun i tilfælde, hvor der er risiko for alvorlige forstyrrelser i det finansielle systems funktion eller for økonomien som helhed. Ansvar for en sådan ekstraordinær likviditetsstøtte hviler i sidste ende på kansleren.¹³²

130 The Times, den 18. September 2007.

131 Memorandum of understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority.

132 Det fremhæves i Memorandum of understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority: "... In exceptional circumstances, there may be a need for an operation which goes beyond the Bank's published framework for operations in the money market. Such a support operation is expected to happen very rarely and would normally only be undertaken in the case of a genuine threat to the stability of the financial system to avoid a serious disturbance in the UK economy ... Ultimate responsibility for authorisation of support operations in exceptional circumstances rests with the Chancellor ... In any such exceptional circumstances, the authorities' main aim would be to reduce the risk of a serious problem causing wider financial or economic disruption. In acting to do this, they would seek to minimise both moral hazard in the private sector and financial risk to the taxpayer arising from any support operation ...".

4.7.2. Krisen i Equitable Life

Krisen i livsforsikringsselskabet Equitable Life har været genstand for stor diskussion i Storbritannien og i en række andre europæiske lande, hvor selskabet har solgt sine produkter, herunder særlig i Irland. Selskabet bliver stiftet i 1762 og er et af verdens ældste forsikrings-selskaber. I 1950'erne begynder selskabet at sælge livrenter, hvor forsikringstagerne garanteres en fast årlig ydelse for resten af deres liv. Selskabet undervurderer imidlertid livstiden og får tidligt underskud på disse garanterede produkter, idet der bliver hensat for små reserver på produktet. Endvidere undervurderer man rentefaldet gennem 1980'erne og 1990'erne. Gennem 1990'erne lykkes det selskabet gennem en ekspansionspræget strategi med tilgang af nye kunder at skjule omfanget af selskabets tab.

Fra 1995 begynder selskabet en politik med nedskæring af bonusbetalinger til de af selskabets kunder, der er blevet garanteret en fast livrente. Den reducerede bonusbetaling svarer præcis til det merafkast, som forsikringstagere med garanterede udbetalinger har modtaget, således at der bliver ens betalinger til garanterede og ikke-garanterede forsikringstagere. Med andre ord er garantien for mindstebetalinger uden betydning. Flere af forsikringstagerne anfægter denne beslutning gennem retssag, og i juli afgør House of Lords, at der ikke må ske en nedskæring af bonusbetalingerne på de garanterede produkter.¹³³ Da selskabet herved står over for at skulle betale 1,6 mia. pund ekstra, beslutter selskabets bestyrelse, at selskabet ikke længere har en fremtid, og man søger at få et andet selskab til at overtage Equitable Life. Da dette mislykkes, besluttet det i 2001 at afvikle virksomheden. Der bliver lukket for tilgang af nye kunder, ligesom bonusbetalingerne bliver skåret ned.

Det lykkes efterfølgende at få tilslutning til en plan, hvor forsikringstagerne med garanterede ydelser giver afkald på garantierne til gengæld for en opskrivning af deres forsikringer. En retssag mod den tidligere ledelse af selskabet samt selskabets revisorer må opgives. I marts 2004 bliver en rapport udarbejdet af Lord Penrose offentliggjort om forholdene i selskabet.¹³⁴ I rapporten lægges hovedansvaret for selskabets vanskeligheder på ledelsen i 1980'erne og 1990'erne, idet den bl.a. har afgivet forkerte oplysninger.¹³⁵ I maj 2007 offentliggør

133 Sagen Hyman v Equitable.

134 Penrose (2004).

135 Lord Penrose fremfører vedrørende bestyrelsen: "... The Board at no stage got fully

Europa-Parlamentet en rapport om forholdene i selskabet.¹³⁶ Her lægges der også et ansvar på tilsynsmyndighederne, og det konkluderes, at Storbritannien på en række områder ikke har overholdt bestemmelserne i EU's konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Europa-Parlamentet har opfordret den britiske regering til at udbetale erstatning til forsikringstagerne.

4.8. Nyere kriser og krisehåndtering i andre industrilande

4.8.1. Tyskland

Der har kun været få banksammenbrud i Tyskland siden 1970. Det har i alle tilfælde drejet sig om sammenbrud i enkeltstående banker, og der har kun i et enkelt tilfælde, nemlig i forbindelse med sammenbruddet i Bankhaus Herstatt i 1974, været optræk til en mere omfattende finansiel krise i Tyskland.

I 1974 bryder den tyske bank *Bankhaus I. D. Herstatt* sammen efter fejlslagne spekulationer på valutamarkedet. Sammenbruddet i Bankhaus Herstatt ryster tilliden til tyske banker og medfører en stor kapitaludstrømning fra Tyskland.¹³⁷ Der bliver herved et stærkt pres mod D-marken, og Tyskland får vanskeligheder ved at opretholde den faste valutakurs. For at styrke tilliden øger Bundesbank forretningsbankernes muligheder for at optage lån i centralbanken og tilbyder ubegrænset kredit til den almindelige refinansieringsrente i Bundesbank (lombardrenten). Der bliver etableret et konsortium bestående af Bundesbank og en række forretningsbanker, der skal tilføre likviditet til banker, som kommer ud for midlertidige vanskeligheder. De andre tyske banker ønsker ikke at gribe ind for at videreføre Bankhaus Herstatt eller redde indskyderne, bl.a. fordi de ikke har overblik over tabene i banken. Herstatt bliver herefter afviklet efter de almindelige regler om konkurs, og der er store tab for indskyderne.

to grips with the financial situation faced by the Society: information was too fragmented, their collective skills were inadequate for the task, and there were no effective arrangements for ensuring that there was detailed examination of, and onward reporting to the Board on actuarial reports (Penrose (2004), kap. 20, s. 50).

136 European Parliament (2007).

137 Bank for International Settlements (1975). Sammenbruddet er beskrevet i Basel Committee on Banking Supervision (2004).

Der er i 1983 optræk til en konkurs for *Bank Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co. (SMH)*. Banken lider store tab på et enkeltengagement, der er otte gange større end bankens egenkapital. De øvrige banker intervenserer gennem støtte, og banken videreføres.

Den hidtil største tyske bankkrise i efterkrigstiden indtræffer med sammenbruddet i *Bankgesellschaft Berlin (BGB)*, der bl.a. ejer Berlins største bank, Landesbank Berlin. Banken har en samlet balance på ca. 205 mia. euro mia. DM i 2000 og beskæftiger 17.000 medarbejdere. Det bliver klart i 2001, at banken har haft tab på over 4 mia. DM. Tabene opstår særlig i forbindelse med ejendomstransaktioner, idet selskabet har tab på udvikling og finansiering af en række ejendomsprojekter i Berlin. Banken har endvidere givet omfattende garantier til investorer i forbindelse med byggeprojekter. I maj 2001 er kapitalen nået under grænsen for solvenskravet. Krisen løses gennem offentlig kapitaltilførsel, idet hovedaktionæren, delstaten Berlin med en ejerandel på 56,6 pct., tilfører kapital til banken på sammenlagt 1,76 mia. euro og stiller garantier for bankens forpligtelser op til et maksimum af 21,6 mia. euro. Gennem de næste år gennemføres der en stor reduktion af bankens aktiviteter, bl.a. skiller banken sig af med tjekkiske og polske datterbanker. Ejendomsvirksomheden bliver udskilt og sælges til delstaten Berlin.

I forbindelse med krisen på det amerikanske sub-prime marked i sommeren 2007 har to tyske banker, *IKB Deutsche Industriebank AG (IKB)* samt *Landesbank Sachsen*, store tab. Bankerne er de to europæiske banker, der er mest eksponeret i forbindelse med garantier ved udstedelsen af commercial papers til finansiering af sub-prime lån. Landesbank Sachsen og IKB har givet tilsagn om likviditetsstøtte på beløb svarende til henholdsvis 31,60 pct. og 28,82 pct. af bankernes indskud og ansvarlige kapital, hvilket ligger væsentligt over de tilsagn, der var givet af andre europæiske banker.¹³⁸ For IKB løses krisen ved, at hovedaktionæren, den tyske bank KfW, overtager IKBs engagement i forbindelse med likviditetsstøtten. Landesbank Sachsen bliver i første omgang støttet gennem lån fra de andre tyske Landesbanken samt fra centralbanken for de tyske sparekasser. Den bliver siden overtaget af Landesbank Baden-Württemberg.

I Tyskland har private banker oprettet en fond til dækning af bank-

138 Oplysningerne er baseret på FitchRatings (2007). Den europæiske bank med den tredjestørste eksponering, ABN AMRO, havde givet tilsagn om likviditetsstøtte på 10,65 pct. af bankens indskud og ansvarlige kapital.

indskud. Fonden opererer som et aktieselskab (Entschädigungseinrichtung deutscher Banken GmbH). Tilsvarende har de tyske sparebanker og andelsbanker (Genossenschaftsbanken) oprettet en fond til dækning af indskyderne (Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands GmbH). Andelsbankerne har siden 1987 rådet over et særligt kreditinstitut til afvikling af problemkreditter, Bankaktiengesellschaft Hamm (BAG Hamm). Institutet blev etableret efter sammenbruddet af en andelsbank i 1984.

Der stilles krav til banker, som ønsker at blive medlem af de tyske bankers indskydergarantiordning. Bl.a. skal banken have en tilfredsstillende indtjening og likviditet, ligesom aktionærer, der ejer mindst 10 pct. af ejerkapitalen i en bank, skal erklære deres finansielle medansvar i tilfælde af bankens sammenbrud (Patronatserklärung). Endelig skal en bank for at blive medlem have en A-rating fra foreningen af tyske bankrevisorer. Foreningen undersøger udvalgte banker hvert år, herunder specielt kvaliteten af udestående kreditter. På grundlag af denne vurdering gives der en rating, som går fra A til C-3. Banker med en dårligere rating skal betale en højere præmie til indskydergarantiordningen.

Efter Herstatt-krakket oprettede de tyske banker sammen med Bundesbank i 1974 Liquiditäts-Konsortialbank (Liko-Bank) med hovedsæde i Frankfurt. Bundesbank bidrager med 30 pct. af kapitalen. Det er målet med banken at hjælpe solvente kreditinstitutter, som uden egen skyld er kommet i likviditetsproblemer. Banken har hidtil ikke været i funktion.

I 2002 etablerede de tyske livsforsikringsselskaber selskabet Protector Lebensversicherungs-AG.¹³⁹ Ejere af selskabet er samtlige tyske livsforsikringsselskaber. Det er opgaven for Protector at overtage og forvalte livsforsikringsbestande fra nødlidende selskaber. Selskabet kan helt eller delvist overføre disse bestande til andre selskaber. Ordningen er blevet anvendt, da Mannheimer Lebensversicherung AG bryder sammen i 2003.

4.8.2. Frankrig

I Frankrig har staten i 1990'erne givet støtte i forbindelse med kriser i fire selskaber: (i) Crédit Lyonnais, (ii) forsikringskoncernen GAN, (iii)

139 En beskrivelse findes i Steinmeyer (2007).

Crédit foncier de France, samt (iv) Comptoir des Entrepreneurs.¹⁴⁰ Der har herudover været en række sammenbrud i mindre banker, som er blevet afviklet efter reglerne for konkurs.

Den største krise er *Crédit Lyonnais*, som i en periode er Europas største bank. Banken kontrolleres af den franske stat samt af nogle store franske selskaber. Banken kommer i problemer efter at have fulgt en aggressiv vækststrategi under mottoet "le pouvoir de dire oui" (evnen til at sige ja). Væksten finder særlig sted gennem opkøb i ind- og udland, og det er i de nyopkøbte selskaber, at tabene er størst. Mest kendt er bankens overtagelse af filmselskabet MGM i Hollywood. En stor del af tabene sker dog også på det franske ejendomsmarked. Det har efterfølgende været vurderingen, at banken har manglet intern kontrol og ledelse, og banken er blevet kritiseret for at have begunstiget nogle få forretningsfolk med spekulationsprægede projekter.

Problemerne i *Crédit Lyonnais* viser sig først i 1992, hvor selskabet efter nogle år med meget kraftig vækst har underskud på 1,8 mia. francs og 6,9 mia. francs i henholdsvis 1992 og 1993. I 1994 er der et underskud på 12,1 mia. francs, hvilket truer med at bringe kapitalen under mindstekravet på 8 pct. I 1994 træder de franske myndigheder til efter opfordring fra det franske finanstilsyn. Der er i fransk banklovgivning en formodning for, at en banks hovedaktionær træder til, når en bank er i vanskeligheder. Staten indskyder kapital på 4,9 mia. francs og overtager risikoen i forbindelse med urentable aktiver i ejendomssektoren på tilsammen 42,7 mia. francs. Disse aktiver bliver udskilt og overføres til et særligt afviklingsselskab, Omnium Immobilier de Gestion (OIG). Da det i 1995 kommer til et nyt stort underskud, gennemføres der en ny redningsaktion. Som et datterselskab af *Crédit Lyonnais* oprettes der et afviklingsselskab, Consortium de Réalisations (CDR), som overtager dårlige aktiver til en samlet værdi af 145 mia. francs, herunder de aktiver, som tidligere er blevet udskilt i OIG. CDR får tilført 135 mia. francs af selskabet Etablissement Public de Financement et de Restructuration (EPFR), der garanteres af den franske stat, og som også overtager aktierne i *Crédit Lyonnais*. I de næste år gennemfører den franske stat yderligere kapitalindsat i *Crédit Lyonnais* på tilsammen 7,4 mia. euro. Banken iværksætter en omfattende nedskæringsplan, der indebærer afvikling af en stor del af de internationale aktiviteter (herunder halvdelen af aktiviteterne i andre europæiske lande). *Crédit Lyonnais* bliver

140 En oversigt over den statslige intervention findes i Cour des Comptes (2000).

privatiseret i 1999 og er i 2003 blevet overtaget af Crédit Agricole. Chefen for banken, Jean-Yves Haberer, bliver dømt til 18 måneders fængsel for at have skjult oplysninger. Statens samlede tab på Crédit Lyonnais anslås til mellem 16,9 og 18,3 mia. euro (1999-priser), hvilket svarer til ca. 1,3 pct. af det franske bruttonationalprodukt i 1999.

Det franske forsikringskoncern GAN kontrolleres af den franske stat gennem en ejerandel på 80 pct. Koncernen ejer 93 pct. af aktierne i bankselskabet CIC, som ved begyndelsen af 1990'erne er den femtestørste franske bank, og som har aktiviteter på ejendomsmarkedet gennem datterselskabet UIC. Efter sammenbruddet af det franske ejendomsmarked i begyndelsen af 1990'erne bliver der store tab i UIC. En række af ejendomsprojekterne overføres i 1993 til to afviklings-selskaber. I 1995 og 1997 modtager GAN støtte fra staten i form af kapitaltilskud. De samlede statslige tab på GAN skønnes at være på 1,7 mia. euro (1999-priser).

Banken *Crédit Foncier de France (CFF)* er specialiseret i udlån til fast ejendom. En hovedopgave for selskabet er at formidle statsstøttede boliglån. Selskabet lider store tab i forbindelse med nedturen på det franske ejendomsmarked i begyndelsen af 1990'erne. Da statsstøtten til boliglån afskaffes i oktober 1995, opstår der tvivl, om selskabet kan klare sine forpligtelser. Selskabet nedgraderes af Moody's og Standard & Poor's, hvilket gør det vanskeligt for CFF at opnå finansiering. I en lang periode accepterer det franske finanstilsyn, at banken opererer med en solvensprocent, der er lavere end mindstekravet. For at løse selskabets likviditetsproblemer åbner det statslige finansieringsselskab, Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), ved begyndelsen af 1996 en kreditlinie for CFF. I april 1996 giver den franske regering tilsagn om, at alle renter og afdrag på CFFs gæld i værdipapirer vil blive honoreret. Herudover gives der tilsagn om, at den franske stat vil træffe alle nødvendige foranstaltninger for at gøre CFF i stand til at fortsætte sin virksomhed og fremover gøre CFF i stand til at overholde solvensreglerne. Efter at et første forsøg på privatisering i sommeren 1998 er slået fejl, bliver selskabet i august 1999 solgt til gruppen Caisses d'épargne.

Finansieringsselskabet *Comptoir des Entrepreneurs (CDE)* lider i 1992 store tab efter sammenbruddet på det franske ejendomsmarked. De dårlige lån udskilles i to afviklings-selskaber. Staten yder over perioden 1993-96 en stor støtte til selskabet, der af den franske revisionsret opgøres til 2 mia. euro (1999-priser). Den statslige støtte

kritiseres efterfølgende af revisionsretten, som ikke mener, at selskabet har systemisk betydning, ligesom staten heller ikke har ejerinteresser i selskabet.

Den franske stat indskyder i flere omgange i 1993-97 kapital i *Société Marseillaise de Crédit (SMC)*, hvor staten er eneste ejer. Kapitaltilførslen er nødvendig, efter at banken har haft store tab på det franske ejendomsmarked. I 1998 bliver banken solgt til bankgruppen *Crédit Commercial de France (CCF)*. Staten yder også støtte til *Crédit Martiniquais*.

I perioden 1976-98 bliver sammenlagt 16 franske banker afviklet i henhold til den almindelige procedure for konkurs.¹⁴¹ I flere tilfælde er der tale om svindel. Det største sammenbrud finder sted i *Banque Pallas Stern*, der i 1995 har et samlet tab på 7 mia. francs. Ledelsen bliver efterfølgende dømt for svindel.

4.8.3. Italien

Det største banksammenbrud i Italien finder sted i *Banco Ambrosiano Spa*, der ved begyndelsen af 1980'erne er en af Italiens største banker. I 1982 mangler banken kapital på sammenlagt 1,4 mia. dollars. Bankens vanskeligheder skyldes særlig lån, der er blevet givet til urentable projekter i Latinamerika. Under ledelse af direktøren Calvi har banken foretaget en række ufordelagtige investeringer, og for at dække tabene har man kastet sig ud i flere risikobetonede projekter. Den italienske regering vil kun dække kreditorer, som har lånt til selve banken, mens regeringen ikke vil dække fordringer på bankens datterselskab i Luxembourg eller i andre udenlandske datterselskaber. De italienske myndigheder organiserer en redningsplan, der går ud på, at syv indenlandske banker, heraf tre statsejede, indskyder kapital svarende til kapitalmanglen. Efter rapporter om illegale aktiviteter bliver banken likvideret i august 1982. For at beskytte de italienske indskydere etableres der en ny bank, *Nuovo Banco Ambrosiano*. Redningsoperationen kommer ikke til at omfatte bankens datterselskaber, hvilket giver anledning til kontrovers med myndighederne i Luxembourg. *Banco Ambrosiano* har et datterselskab i Luxembourg, *Banco Ambrosiano Holdings (BAH)*, der er 70 pct. ejet af moderbanken i Italien, og som har optaget lån på sammenlagt 840 mio. dollars på euromarkedet. BAH har ikke status som en bank, da den ikke modtager indskud. De

141 L'éguévaques (2002).

luxembourgske myndigheder kræver herefter, at italienske banker skal afvikle alle datterbanker i Luxembourg.

4.8.4. Spanien

I perioden 1977-85 er der sammenbrud i sammenlagt 52 spanske banker, hvilket svarer til omkring halvdelen af samtlige spanske banker.¹⁴² De kriseramte banker råder over aktiver, som svarer til ca. en fjerdedel af de samlede aktiver i den spanske banksektor. Der har været peget på flere grunde til krisen, i første række Spaniens økonomiske krise ved midten af 1970'erne samt ledelsessvigt. I mange tilfælde er der tale om udlån til virksomheder med tæt tilknytning til enten ledelse eller hovedaktionærer i de kriseramte banker. Der er også tale om udlån til spekulative projekter på ejendomsmarkedet. Det bidrager til omfanget af krisen, at mange banker giver yderligere lån til debitorer, som ikke er i stand til at klare forpligtelserne på tidligere bevilgede lån.

Krisen bliver håndteret ved, at der i 1978 etableres et særligt selskab, Corporacion Bancaria. Banca de Espana indskyder halvdelen af kapitalen i dette selskab, mens de private banker indskyder den anden halvdel. Selskabet bliver i 1980 fusioneret med den spanske indskydergarantifond. Bankkriserne løses ved, at Corporacion Bancaria og senere indskydergarantifonden køber de nødlidende banker (normalt for et symbolsk beløb). Selskabet/fonden vurderer herefter tabene og nedskriver aktiekapitalen. Hvis det skønnes formålstjenligt, bliver aktiver udskilt fra balancen og videresolgt. Den kriseramte bank bliver herefter enten solgt eller – hvis der ikke er basis for en videreførelse – afviklet. Samlet bliver 32 banksammenbrud håndteret på denne måde. Af disse 32 kriseramte banker bliver 24 af bankerne videreført, 4 bliver likvideret, mens 4 bliver fusioneret med andre banker. Det er en generel vurdering, at selskabet (senere indskydergarantifonden) har succes med sine restruktureringer, idet det lykkes at få videresolgt hovedparten af de overtagne banker inden for et år.¹⁴³

I februar 1983 eksproprierer den spanske regering *Rumasa-gruppen*, der er Spaniens største virksomhedsgruppe med 65.000 ansatte og en omsætning, som svarer til 2 pct. af bruttonationalproduktet. Virksomhedsgruppen synes at stå over for konkurs. I gruppen indgår også 20

142 Beskrivelsen er baseret på de Juan (1993) samt på Basel Committee on Banking Supervision (2004).

143 Se Klingebiel (2000).

banker. Grundlæggeren bliver efterfølgende anklaget for svindel, men bliver frikendt. I årene umiddelbart efter 1983 bliver selskaberne i Rumasa-gruppen solgt til private.

I december 1993 overtager den spanske centralbank Spaniens fjerdestørste bank *Banesto* (Banco Espanol de Credito). Banken har i de foregående år ført en ekspansionspræget politik under ledelse af en visionær direktør. Under inspektionsbesøg tidligere i 1993 har tilsynet opdaget, at der er store tab i banken, og der gøres forsøg på at redde banken gennem en genopretningsplan. Umiddelbart inden den spanske centralbanks intervention er banken blevet nedjusteret af Standard & Poor's fra A-1 til A-2. Det vækker kritik, at banken i sommeren 1993 får tilført kapital gennem en aktieemission, hvor der ikke gives information om bankens problemer. I 1994 bliver banken overtaget af Banco Santander.

4.9. Sammenfatning og konklusion

Kapitlet har givet en beskrivelse af en række finansielle kriser, som har ramt de "gamle" industrilande. Det fremgår, at der efter anden verdenskrig særlig har været omfattende finansielle kriser i de nordiske lande samt i Japan, Spanien og USA. Det fremgår videre, at myndighederne har imødegået kriserne gennem forskellige foranstaltninger. Under 1980ernes finansielle krise er der i Norge tale om en statsovertagelse af kriseramte banker. I Finland og Sverige bliver problemfyldte engagementer overført til særlige afviklingsselskaber, der får statsstøtte til at gennemføre afviklingen. Endvidere bidrager staten i Finland og Sverige med en generel garanti for indskud. I Danmark blev kriser overvejende løst gennem hurtige fusioner, der ofte gennemføres, inden offentligheden får kendskab til vanskelighederne i et finansielt institut. I Japan blev problemerne i den finansielle sektor gennem en lang periode ignoreret af myndighederne, idet det er forventningen, at situationen vil bedre sig. Fra 1997-98 kommer det til sammenbrud i nogle af de største japanske finansielle virksomheder. Kriserne bliver overvejende håndteret gennem en midlertidig statsovertagelse. I USA bliver problemerne i forbindelse med de store amerikanske bankers udlån til udviklingslandene løst gennem regulatorisk overbærenhed. Strategien er succesfuld, da det i årene efter 1982 lykkes de amerikanske banker at opnå en så høj driftsindtjening, at de dårlige lån kan afskrives. Krisen i de amerikanske spare- og lånevirksomheder bliver også i første omgang søgt løst gennem regulatorisk overbærenhed.

Fra 1999 påbegynder man en systematisk oprydning i de kriseramte spare- og lånevirksomheder, der bliver overtaget af den amerikanske indskydergarantifond for senere at blive enten solgt eller afviklet. Den samme procedure med midlertidig overtagelse bliver også anvendt i forbindelse med sammenbrud i et stort antal amerikanske banker gennem 1980erne og begyndelsen af 1990erne. Den spanske krise håndteres enten gennem statsovertagelse eller ved, at indskydergarantiordningen midlertidigt overtager de nødlidende virksomheder.

Fælles tendenser for finansielle kriser

5.1. Indledning

I kapitel 3 er der en beskrivelse af finansielle kriser i Danmark, herunder særlig krisen i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. I kapitel 4 er der en gennemgang af finansielle kriser i andre vestlige industrilande. Det fremgår, at mere omfattende finansielle kriser siden 1970 har været begrænset til et forholdsvis lille antal lande og til bestemte perioder, nemlig USA i perioden 1982-92, de nordiske lande i perioden fra midten eller slutningen af 1980'erne og frem til begyndelsen af 1990'erne samt Japan gennem hovedparten af 1990'erne. I Spanien kommer det til en omfattende bankkrise allerede i slutningen af 1970'erne. Andre industrilande har haft sammenbrud i enkeltstående finansielle virksomheder, og i visse tilfælde – f.eks. i tilfældet med Crédit Lyonnais – har det drejet sig om meget store institutter. Der har imidlertid ikke i de andre vestlige industrilande været mere omfattende kriser, hvor et større antal institutter på én gang er brudt sammen.

Det er spørgsmålet, om der kan udledes nogle fællestræk for de mere omfattende kriser, der rammer store dele af det finansielle system i USA, Japan, Spanien og de nordiske lande. Det fremgår af beskrivelserne i kapitel 3 og 4, at i hvert fald Japan, Spanien og de nordiske lande oplever perioder med lavkonjunktur samtidig med de finansielle kriser. Samtidig er der i landene med omfattende finansielle kriser tale om store udsving i kreditgivningen, ligesom de finansielle kriser kommer efter perioder med en stærk opgang i aktivpriserne, især i priserne på erhvervsejendomme. Det vil blive undersøgt i dette kapitel, om der var større produktionsudsving i landene med omfattende kriser (USA, Japan, Spanien og de nordiske lande) sammenlignet med andre lande. Det vil ligeledes blive undersøgt, om lande med omfat-

tende kriser oplever en større forudgående vækst i kreditgivningen end ikke-krise-lande, ligesom det vil blive undersøgt, om der er større udsving i aktivpriserne. Undersøgelserne kaster lys over de årsager til finansielle kriser, som blev diskuteret i kapitel 2. Det vil endelig blive diskuteret i kapitlet, om der på grundlag af beskrivelsen i kapitel 3 og 4 kan udledes andre fælles træk fra forløbet af finansielle kriser i de vestlige industrilande. Spørgsmål vedrørende krisehåndteringen tages op i kapitel 8.

Afsnit 5.2 ser på udviklingen i en række faktorer, der kan udgøre mulige årsager bag finansielle kriser. *Afsnit 5.3* ser på konsekvenserne af de finansielle kriser. *Afsnit 5.4* fremdrager nogle andre fællestræk. *Afsnit 5.5* giver en sammenfatning og konklusion.

5.2. Årsager bag finansielle kriser

Det er blevet beskrevet i afsnit 2.2, at der i litteraturen har været peget på en række forklaringer på finansielle kriser. En række forfattere har således peget på makroøkonomiske faktorer som den vigtigste årsag bag kriser, mens andre forfattere har peget på spekulation, mangelfuld ledelse, svage institutionelle strukturer og en irrationel flugt mod likviditet. Det har endelig været diskuteret, at der i finansiell virksomhed kan tænkes at være indbygget faktorer, som bevirker en tendens til krise. Det er spørgsmålet, om der på baggrund af kriseforløbene i de vestlige industrilande kan siges noget mere konkret om årsagerne bag finansielle kriser.

5.2.1. Produktionsudviklingen

Det blev omtalt i afsnit 2.2.1, at ændringer i den makroøkonomiske struktur (makroøkonomiske chok) af mange fremhæves som hovedårsagen bag sammenbrud i finansielle virksomheder. Specielt må udviklingen i produktionen antages at påvirke muligheden for tab i finansielle virksomheder. Produktionsudviklingen forløber i konjunkturcykler, hvor der i visse perioder optræder markant lavere vækstrater, eventuelt et fald i produktionen. Det er spørgsmålet, om sammenbrud i finansielle virksomheder især forekommer i perioder, hvor der er tale om særlig dybe konjunkturtilbageslag.

Det blev beskrevet i kapitel 3 og kapitel 4, at omfattende finansielle kriser har forekommet i fire nordiske lande – Danmark, Finland, Norge og Sverige – fra midten eller slutningen af 1980'erne og i be-

gyndelsen af 1990'erne. I tilfældene med Finland, Norge og Sverige synes kriserne at begynde på forholdsvis præcise tidspunkter, nemlig for Norges vedkommende i september 1988 (sammenbruddet i Sunnmørsbanken), i Sverige med sammenbruddet i finansselskaberne i september 1990 og for Finlands vedkommende med sammenbruddet i Scab i september 1991. Endvidere er der tale om en finansiell krise i Spanien i perioden 1977-85, hvor det kommer til en række banksammenbrud. I Japan lægges grunden til krisen allerede med aktiekursfaldet fra årsskiftet 1989-90, men det er først med sammenbruddet i ejendomsfinansieringsinstitutterne i 1995, at det kommer til mere omfattende sammenbrud i finansielle virksomheder. I USA synes der at være tale om tre forskellige kriseforløb: (i) en krise for de store banker i forbindelse med deres udlån til udviklingslande, (ii) en krise for spare- og lånevirksomheder, samt (iii) en krise for en række banker bl.a. i forbindelse med tab på udlån til fast ejendom og til landbrugs- og energisektorerne. Krisen i spare- og lånevirksomhederne begynder allerede i 1979 med stigningen i den korte rente, men skjules i flere år gennem myndighedernes overbærenhed med hensyn til at efterleve regler. Krisen omkring udlån til udviklingslandene bliver akut med Mexicos betalingsstandsning i august 1982. Med hensyn til de amerikanske banker er der fra 1982 og frem til 1988 tale om en stadig stigning i antallet af sammenbrud.

Tabel 5.1 viser størrelsen af konjunkturtilbageslag for forskellige lande og i forskellige perioder siden 1970. Det fremgår, at kriserne i de nordiske lande samt i Spanien falder tæt sammen med lavkonjunkturer. Også lavkonjunktureren i Japan gennem 1990'erne og de første år af 2000-tallet falder sammen med den japanske krise. I Danmark ligger det akkumulerede tab af produktion under konjunkturtilbageslaget 1987-93 således på 10,7 pct., mens der for Finland, Norge og Sverige er tale om produktionstab på sammenlagt henholdsvis 22,5 pct., 10,3 pct. og 12,0 pct. For Japan er der over perioden 1992-2006 tale om et samlet produktionstab på 29,8 pct. Disse tab af produktion er gennemgående væsentlig større end de tab af produktion, der er for lande, som ikke oplever en finansiell krise. Det fremgår af tabel 5.1, at for ikke-kriselandene er det kun Canada, som i begyndelsen af 1990'erne oplever et større tab af produktion (12,5 pct. i perioden 1989-93). Tilsvarende gælder det også, at Spanien sammenfaldende med bankkrisen i 1977-85 har et stort tab af produktion.

Det fremgår også af tabel 5.1, at tabet af produktion under kriserne i de fire nordiske lande samt i Japan er væsentlig større end de

produktionstab, der optræder i forbindelse med lavkonjunkturer i begyndelsen af 1980'erne samt i begyndelsen af 2000-tallet. Produktionsudviklingen kan således eventuelt forklare, hvorfor der netop er tale om en finansiell krise i begyndelsen af 1990'erne og ikke f.eks. i begyndelsen af 1980'erne og begyndelsen af 2000-tallet.

Det fremgår af tabel 5.1, at der for USA er tale om et forholdsvis stort produktionstab i begyndelsen af 1980'erne, mens produktionstab under konjunkturtilbageslaget i begyndelsen af 1990'erne er relativt mindre. Det er imidlertid vanskeligt at se en sammenhæng mellem de finansielle kriser i USA og konjunkturforløbene. Banksammenbruddene i USA synes således at eskalere efter 1982, hvilket er år med højkonjunktur i USA. Eventuelt kan den manglende sammenhæng mellem bankkriser og lavkonjunktur i USA skyldes, at bankernes problemer i højere grad er knyttet til vanskeligheder i bestemte sektorer, mens de store bankers problemer skyldes en udenlandsk långivning.

Selv om der for flere lande – de nordiske samt Spanien og muligvis Japan – synes at være en tæt sammenhæng mellem lavkonjunktur og kriser, er det dog svært at udlede årsagssammenhængen. Som diskuteret i afsnit 2.2.1 er det muligt, at det er den makroøkonomiske udvikling, der har været bestemmende for tabene i den finansielle sektor og derved for forekomsten af finansielle kriser. Der kan dog også tænkes den modsatte årsagssammenhæng. Finansielle faktorer kan have understøttet et positivt konjunkturforløb gennem f.eks. en stor vækst i udlån, som kan have bidraget til en efterspørgsels- og produktionsstigning gennem formueeffekter og ved at gøre det lettere for husholdninger og erhvervsvirksomheder at låne. I dette tilfælde går årsagssammenhængen fra finansielle faktorer til makroøkonomiske faktorer.

Tabel 5.1. Sammenfald mellem konjunkturedgange og kriser¹

	Konjunktur- tilbageslag 1970-79	Konjunktur- tilbageslag 1980-89	Konjunktur- tilbageslag 1990-99	Konjunktur- tilbageslag 2000-06
Australien	5,9 (1974-77)	6,1 (1981-82)	6,9 (1990-92)	1,4 (2004-06)
Belgien		7,1 (1981-83) 2,4 (1985-87)	4,7 (1991-93)	4,0 (2001-03)
Canada		6,7 (1982-83)	12,5 (1989-93) 2,3 (1995-96)	4,6 (2001-06)
Danmark	5,9 (1974-75)	5,6 (1980-81)	10,7 (1987-93)*	4,9 (2001-03)
Finland	7,8 (1975-78)		22,5 (1990-93)*	2,7 (2001-03)
Frankrig		6,6 (1980-87)	8,4 (1991-97)	3,3 (2001-03) 1,2 (2005-06)
Holland		10,3 (1977-83) 1,2 (1987-88)	2,9 (1991-93)	7,1 (2001-05)
Italien		4,8 (1981-83)	6,0 (1990-94) 2,9 (1996-99)	8,0 (2001-06)
Japan	4,5 (1974-75)	0,9 (1982-83)	29,8 (1992-06)*	
Norge		5,6 (1981-82)	10,3 (1987-93)*	3,0 (1998-03) 1,3 (2005-06)
Schweiz	12,2 (1974-76)	3,4 (1981-83)	8,0 (1991-96)	3,8 (2001-03)
Spanien	14,8 (1977-86)*		9,4 (1991-96)	0,7 (2002-03)
Sverige	5,4 (1976-78)	4,4 (1980-83)	12,0 (1990-93)*	1,8 (2001-04)
Tyskland	5,5 (1974-75)	7,0 (1980-83)	2,4 (1995-99)	7,9 (2001-05)
UK	0,3 (1970-71) 6,7 (1974-77)	8,6 (1980-82)	8,3 (1989-92)	0,4 (2001-02)
USA	6,4 (1974-75)	9,6 (1979-82)*	4,3 (1990-91)*	3,5 (2001-03)
Østrig		4,0 (1980-82) 4,3 (1984-87)	5,6 (1992-97)	6,3 (2001-05)

1. Tabellen viser produktionstab i perioder med lavkonjunktur. Lavkonjunktur defineres som en flerårig periode, hvor væksten ligger under den gennemsnitlige vækst i bruttonationalproduktet gennem perioden 1970-2006. Produktionstab for hvert enkelt år måles som forskellen mellem den faktiske produktionsstigning i det pågældende år og den gennemsnitlige produktionsstigning i perioden 1970-2006. Årstallene i parentes viser den samlede periode, gennem hvilken den faktiske produktionsvækst ligger under den gennemsnitlige vækst for perioden 1970-2006. Lande med en omfattende finansiell krise er angivet ved en stjerne.

5.2.2. Udviklingen i kreditgivningen

Som omtalt i kapitel 2 er det muligt, at finansielle kriser skyldes en for stor ekspansion i udlån. Udlånsekspansionen kan skyldes enten psykologiske faktorer (en tendens til optimisme under opgangskonjunkturer) eller faktorer indbygget i det finansielle system (konkurrencepres m.v.).

I en undersøgelse over perioden 1974-1999 finder Borio og Lowe (2002a, 2002b), at det er muligt at forudsige bankkriser ved hjælp af tre variable: (i) udviklingen i kreditgivningen til den private sektor i et land, (ii) den reale aktiekurs, samt (iii) produktionsudviklingen. Resultaterne fra undersøgelsen er vist i *tabel 5.2*. Det er imidlertid tvivlsomt, om undersøgelsesresultaterne fortsat holder efter perioden i begyndelsen af 2000-tallet, hvor det kom til et stort fald i aktiekurserne samt også i produktionen, uden at det kom til finansielle kriser. Barton, Newell og Wilson (2002) fremhæver som indikatorer for en finansiell krise, at (i) virksomhedernes afkast falder under virksomhedernes gennemsnitlige kapitalomkostninger, (ii) at bankernes profitabilitet falder, (iii) at der er stærk vækst i udlån, samt (iv) at der er et stigende antal nødlidende lån.

Tabel 5.3 viser udviklingen i gæld optaget af den private ikke-finansielle sektor (dvs. husholdninger og ikke-finansielle virksomheder) for seks lande, der oplever finansielle kriser i slutningen af 1980'erne samt i løbet af 1990'erne, nemlig USA, Japan samt de fire nordiske lande (Danmark, Finland, Norge og Sverige). Gælden er opgjort i forhold til bruttonationalproduktet. Tilsvarende viser *tabel 5.4* udviklingen i gæld optaget af den private ikke-finansielle sektor opgjort i forhold til bruttonationalproduktet for en række lande, der ikke har omfattende finansielle kriser i denne periode, nemlig Belgien, Canada, Frankrig, Holland, Italien, Spanien, Tyskland og Østrig.

Det fremgår af *tabel 5.3* og *tabel 5.4*, at der i alle de viste lande optræder perioder ("kreditfaser"), hvor gælden i forhold til bruttonationalproduktet gennem en årrække viser enten stigning eller fald. Det fremgår også af *tabel 5.3* og *tabel 5.4*, at alle lande – med undtagelse af Tyskland og Holland – oplever en periode i anden halvdel af 1980'erne, hvor der sker en stigning i lån i forhold til bruttonationalproduktet, og at denne ekspansion i begyndelsen af 1990'erne (for Norge dog allerede efter 1988) afløses af en periode, hvor der sker en reduktion i låntagningen. Efter midten af 1990'erne har mange lande oplevet en kraftig ekspansion af låntagningen i den private ikke-finansielle sektor. Holland udgør en undtagelse fra dette mønster, idet landet siden

1988 har haft en ubrudt krediteksponen. Tyskland er ligeledes en undtagelse, fordi landet gennem 1980erne frem til 1991 oplever en kreditindskrænkning, der afløses af en ekspansion frem til 2001. *Tabel 5.5* giver en oversigt over landenes forskellige "kreditfaser".

Det fremgår også af *tabel 5.3* og *5.4*, at væksten i den private ikke-finansielle sektors gæld har været særlig stor under opgangsfasen i 1980erne i fem af de lande, der senere har finansielle kriser, nemlig i Japan samt de fire nordiske lande (Danmark, Finland, Norge og Sverige), i forhold til lande, der ikke har finansielle kriser. Det samme billede fremgår af *figur 5.1*. Dette kan pege i retning af, at disse lande har finansielle kriser, som er forårsaget af ekspansionsprægede udlånsstrategier i de finansielle virksomheder.

Derimod har USA ikke nogen specielt høj vækst i den private ikke-finansielle sektors udlån gennem 1980erne, jf. også *figur 5.1*. Det er muligt, at dette skyldes, at USA's finansielle krise har andre årsager end krisen i de nordiske lande samt i Japan. Det fremgår således af beskrivelsen i kapitel 4, at den amerikanske krise synes at kunne opdeles i tre former for krise, nemlig (i) en krise for de store banker i forbindelse med deres lån til udviklingslandene, (ii) en krise for spare- og lånevirksomhederne, samt (iii) en krise for de øvrige banker i forbindelse med deres udlån bl.a. til fast erhvervsejendom og energisektoren. Den første af disse kriser – nemlig de store bankers udlån til udviklingslandene – synes klart at kunne henføres til en ekspansionspræget udlånsstrategi. Den anden af kriserne – nemlig krisen for spare- og udlånsvirksomhederne – skyldes stigningen i den korte rente og kan derved henføres til makroøkonomiske faktorer kombineret med institutionelle svagheder. Blandt de amerikanske kriser er det således kun den tredje krise – nemlig vanskelighederne for en række banker i forbindelse med udlån til bl.a. energi og fast ejendom – der ikke umiddelbart kan forklares, og som eventuelt kan henføres til en risikobetonet udlånsstrategi svarende til krisen i Japan og i de fire nordiske lande. Det er muligt, at denne "tredje" amerikanske krise ikke har sat sig spor i de overordnede makroøkonomiske tal for den amerikanske økonomi og derfor ikke kan aflæses i *tabel 5.3* og *tabel 5.4*, fordi den i overvejende grad har været knyttet til spekulation bl.a. i fast ejendom i bestemte områder i USA.

Tabel 5.2. Indikatorer for bankkriser¹

Tidshorisont for forudsigelse	Privat kreditgivning i forhold til trend		Real aktiekurs i forhold til trend		Produktion i forhold til trend		Sammensat indikator ²	
	Fejlforudsigelser/forudsigelser ³	Korrekt forudsagte kriser ⁴	Fejlforudsigelser/forudsigelser ³	Korrekt forudsagte kriser ⁴	Fejlforudsigelser/forudsigelser ³	Korrekt forudsagte kriser ⁴	Fejlforudsigelser/forudsigelser ³	Korrekt forudsagte kriser ⁴
3 år	0,22	80	0,24	47	0,37	60	0,05	27
4 år	0,21	80	0,15	67	0,32	67	0,02	47
5 år	0,19	80	0,12	73	0,28	73	0,01	60

1. Tabellen viser, hvordan tre variable samt en indikator sammensat af de tre variable er i stand til at forudsige bankkriser. De tre variable er: (i) privat kreditgivning i forhold til trenden for privat kreditgivning, (ii) real aktiekurs i forhold til trenden for real aktiekurs, samt (iii) produktion i forhold til fuld-kapacitetsproduktion (output gap) i forhold til trenden for produktion i forhold til fuld-beskæftigelsesproduktion. Forudsigelsesgraden for de fire variable er vist under en antagelse om en tidshorisont for forudsigelsen på henholdsvis 3 år, 4 år og 5 år. Kilde: Borio og White (2004), s. 16.
2. Indikator beregnet som et vejet gennemsnit af de tre viste variable.
3. Angiver forkerte forudsigelser af kriser i forhold til antallet af forudsigelser af kriser.
4. Angiver andelen af kriser, der er forudsagt korrekt ved den pågældende indikator.

Tabel 5.3. Udviklingen i den private ikke-finansielle sektors gæld (kriselande)¹

	USA	Japan	Danmark	Finland	Norge	Sverige
1975	124,9	198,6	137,2	–	–	–
1976	117,1	192,2	134,2	–	–	–
1977	113,4	184,5	136,1	–	–	–
1978	111,4	178,4	137,3	–	–	–
1979	111,9	175,7	140,1	43,4	–	197,2
1980	115,0	174,0	142,1	49,1	150,5	186,3
1981	110,4	179,3	138,8	54,9	142,3	181,1
1982	114,9	188,7	129,1	63,1	145,0	177,4
1983	112,7	193,0	128,6	68,9	142,3	170,3
1984	110,2	196,3	131,1	73,2	144,5	165,0
1985	115,7	198,0	141,0	78,0	146,0	163,9
1986	118,0	203,2	151,4	85,2	161,1	171,9
1987	123,3	212,5	159,0	93,0	167,4	178,4
1988	125,7	216,4	162,8	103,1	173,7	188,0
1989	126,2	223,4	162,9	108,2	171,8	198,9
1990	125,9	221,8	168,6	119,3	166,1	204,7
1991	123,9	216,7	168,6	137,9	156,0	193,3
1992	120,0	215,0	161,8	146,2	159,5	198,0
1993	118,6	215,8	156,0	136,6	152,9	189,5
1994	118,1	216,6	146,2	120,7	144,5	172,7
1995	121,1	220,5	146,1	108,3	134,6	159,3
1996	122,2	215,5	149,2	105,6	133,7	161,1
1997	123,7	212,7	154,7	106,5	146,2	167,5
1998	129,1	206,1	155,0	98,7	160,2	175,8
1999	134,4	205,1	157,3	117,8	157,9	176,5
2000	138,3	197,9	165,1	129,3	151,1	189,5
2001	143,2	192,5	177,6	124,2	157,9	208,8
2002	146,8	190,1	177,3	126,4	168,5	208,6
2003	151,0	183,3	177,9	133,6	170,6	206,0
2004	154,6	174,9	187,8	137,3	171,1	201,8
2005	159,6	–	201,9	139,9	172,6	213,9

1. Tabellen viser den private ikke-finansielle sektors gæld opgjort som procent af bruttonationalproduktet.
Kilde: OECD Financial Accounts.

Tabel 5.4. Udviklingen i den private ikke-finansielle sektors gæld (ikke-kriselande)¹

	Belgien	Canada	Frankrig	Holland	Italien	Spanien	UK	Østrig
1980	140,3	115,1	101,4	–	–	–	76,1	–
1981	138,7	116,1	99,9	–	–	–	79,9	–
1982	129,3	113,4	98,1	–	–	–	82,8	–
1983	123,5	108,3	96,9	–	–	–	85,1	–
1984	117,2	104,1	96,8	–	–	–	88,3	–
1985	113,4	104,3	94,8	–	–	–	91,2	–
1986	110,6	107,9	94,0	–	–	–	97,9	–
1987	112,6	110,4	98,9	–	–	–	103,6	–
1988	113,6	113,3	101,9	123,8	–	–	115,2	–
1989	116,8	117,9	109,1	125,9	70,2	–	125,6	–
1990	117,2	123,5	112,9	129,9	74,0	79,8	131,8	–
1991	118,9	128,0	115,2	133,3	76,6	82,0	134,5	–
1992	118,0	129,8	115,7	136,9	77,9	82,9	132,9	–
1993	117,8	130,1	113,6	139,3	77,2	83,4	130,7	–
1994	115,7	129,0	110,5	140,0	73,5	79,2	128,5	–
1995	117,5	126,0	106,0	140,7	71,2	76,6	130,0	102,2
1996	122,2	127,0	104,8	146,9	69,0	77,0	127,7	104,1
1997	133,4	127,9	107,0	152,5	68,6	80,6	130,0	110,6
1998	142,1	132,0	105,1	161,9	69,3	87,3	135,6	111,3
1999	153,5	128,7	112,0	176,8	73,9	97,5	145,7	117,5
2000	168,9	123,1	118,0	188,6	77,8	106,9	156,7	124,0
2001	180,2	126,7	125,7	191,0	80,0	114,7	165,5	126,4
2002	181,3	126,7	125,8	195,0	82,1	121,7	176,7	126,5
2003	195,0	122,6	125,7	201,0	85,5	132,2	181,9	128,1
2004	189,1	121,0	127,1	202,0	88,9	143,6	189,6	127,3
2005	190,0	119,7	132,3	212,0	94,5	161,7	202,7	132,2

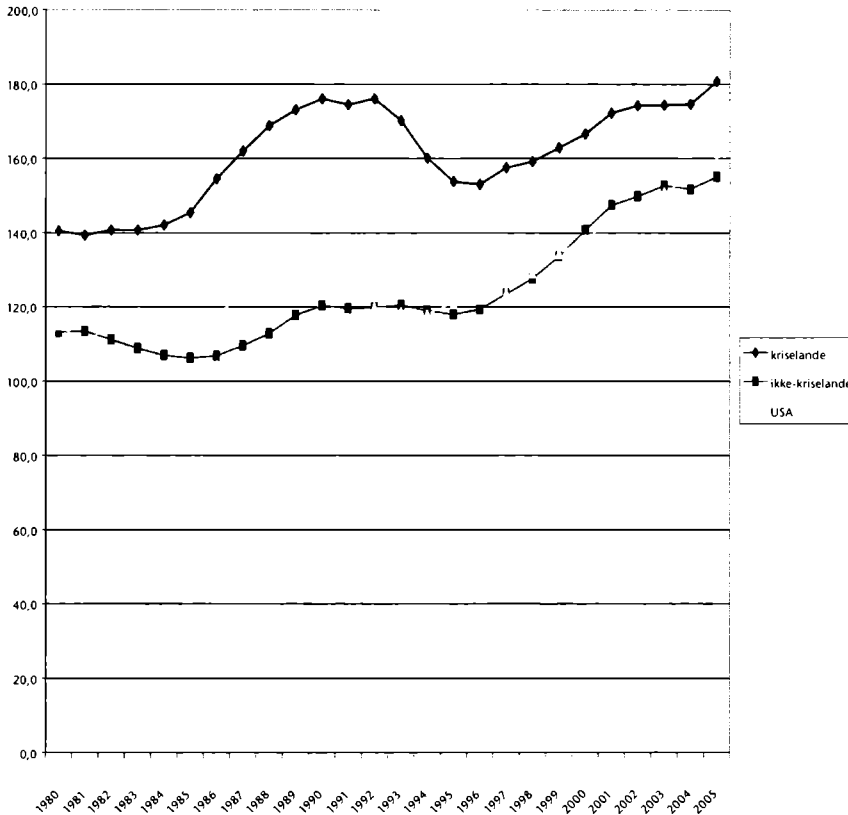
1. Tabellen viser den private ikke-finansielle sektors gæld opgjort som procent af bruttonationalproduktet.
Kilde: OECD Financial Accounts.

Tabel 5.5. Faser i låntagningen for privat ikke-finansiell sektor¹

	Kreditfase i anden halvdel af 1980'erne	Kreditfase i første halvdel af 1990'erne	Kreditfase siden midten af 1990'erne
Kriselande:			
USA	+ 16,0 (1984-89)	– 8,0 (1989-94)	+ 41,4 (1994-05)
Japan	+ 49,4 (1980-89)	-8,4 (1989-92)	– 40,1 (1992-04) ²
Danmark	+ 40,0 (1983-90)	– 22,5 (1990-95)	+ 55,8 (1995-05) ³
Finland	+ 97,1 (1981-92)	– 40,5 (1992-96)	+ 41,3 (1997-05)
Norge	+ 31,4 (1983-88)	– 40,0 (1988-96) ⁴	+ 38,9 (1996-05) ⁵
Sverige	+ 40,8 (1985-90)	– 45,4 (1990-95) ⁶	+ 54,6 (1995-05) ⁷
Ikke-kriselande:			
Belgien	+ 8,2 (1986-91)	– 3,2 (1991-94)	+ 74,3 (1994-05)
Canada	+ 26,0 (1984-93)	– 4,1 (1993-95)	– 40,1 (1995-05) ⁸
Frankrig	+ 21,7 (1986-92)	– 10,9 (1992-96)	+ 27,5 (1996-05) ⁹
Holland	–	+ 88,2 (1988-05)	
Italien	–	– 9,3 (1992-97)	+ 25,9 (1997-05)
Spanien	–	– 6,8 (1993-95)	+ 85,2 (1995-05)
Storbritannien	+ 58,4 (1980-91)	– 5,9 (1991-94)	+ 74,1 (1994-05)
Tyskland	– 30,7 (1981-91)	+ 36,9 (1991-01) ¹⁰	– 8,3 (2001-05)
Østrig	–	–	+ 29,9 (1995-05)

1. Tabellen viser ændringer i den private ikke-finansielle sektors låntagning opgjort i forhold til bruttonationalproduktet over tre perioder: (i) en periode i anden halvdel af 1980'erne kendetegnet ved stigning i låntagningen (for Tyskland dog fald), (ii) en efterfølgende periode kendetegnet ved fald i låntagningen (for Tyskland og Holland dog stigning), samt (iii) perioden siden ca. midten af 1990'erne, der for de fleste lande har været kendetegnet ved stigning i låntagningen. I den sidste periode har en række lande oplevet en afvigende tendens, for de fleste lande i enkelte år et fald i låntagningen. I parentes er angivet den periode, som ændringen i låntagningen dækker. Tabellen er baseret på talangivelserne i tabel 5.2 og tabel 5.3.
2. I 1993-95 tre år med stigning i låntagningen, nemlig opgang på 0,8 pct.point i 1993, 0,8 pct.point i 1994 og 3,9 pct. i 1995.
3. I 2002 nedgang på 0,3 pct.point.
4. I 1992 stigning på 3,5 pct.point.
5. I 1999-2000 tendens til nedgang, nemlig i 1999 nedgang på 2,3 pct.point og i 2000 på 6,8 pct.point.
6. I 1992 stigning på 4,7 pct.point.
7. I perioden 2002-04 tendens til nedgang, nemlig nedgang i 2002 på 0,2 pct.point, i 2003 på 2,6 pct.point og i 2004 på 4,2 pct.point.
8. I perioden 1993-95 tendens til stigning, nemlig i 1993 stigning på 0,8 pct.point, i 1994 stigning på 0,8 pct.point og i 1995 stigning på 3,9 pct.point.
9. Tendens til nedgang i 1999 på 2,3 pct.point og i 2003 på 0,8 pct.point.
10. Nedgang på 1,1 pct.point i 1995.

Figur 5.1. Udviklingen i ikke-finansiell sektors lån i kriselande og ikke-kriselande¹



1. Figuren viser udviklingen i ikke-finansiell sektors lån i forhold til bruttonationalproduktet vist for (i) fem "kriselande" (et simpelt gennemsnit af gæld i forhold til bruttonationalproduktet for Danmark, Finland, Norge, Sverige samt Japan), (ii) USA, samt (iii) fem "ikke-kriselande" (et simpelt gennemsnit af gæld i forhold til bruttonationalproduktet for Belgien, Canada, Frankrig, Tyskland samt Storbritannien). Kilde for data: OECD Financial Accounts.

5.2.3. Udviklingen i aktivpriser

Det fremgår af beskrivelsen i kapitel 3 og 4, at fald i priserne på erhvervsejendomme synes at have spillet en vigtig rolle for sammenbrud af finansielle virksomheder i flere lande. Dette er klart tilfældet i Sverige, hvor krisen bliver udløst af sammenbruddene i finansselskaberne, der overvejende har lånt ud til erhvervsejendomme i Göteborg og Stockholm. Også i Japan havde der forud for 1989 været tale om meget store prisstigninger på erhvervsejendomme. Priserne på erhvervsejendomme i Tokyo ligger fortsat i dag ca. 80 pct. under det

højeste niveau i 1989. I Danmark og Finland er der ligeledes store tab på erhvervsejendomme, bl.a. er dette tilfældet i Danmark med Balticas udlån.

Det kan argumenteres, at der særlig vil være stor usikkerhed omkring det korrekte prisniveau for erhvervsejendomme, idet der vil være usikkerhed i forbindelse med prisudsving. Der er på kort sigt et fast udbud, og prisniveauet vil derfor være meget følsomt over for skift i efterspørgslen. Efterspørgslen kan vise store udsving, idet virksomheder er i stand til fleksibelt at indskrænke og udvide deres kontorareal. For visse typer af erhvervsejendomme – f.eks. hoteller og konferencfaciliteter – er efterspørgslen meget indkomstelastisk. Mange erhvervsejendomme kan kun anvendes til ét bestemt formål. Hvis der ikke er tilstrækkelig efterspørgsel efter ejendommen til dette formål, kan resultatet være en situation, hvor der ikke opnås nogen lejeindtægt.

Usikkerheden omkring vurderingen af erhvervsejendomme medfører, at der særlig på dette område kan udvikle sig en overdreven optimisme omkring prisudviklingen. Det er således muligt, at spekulation særlig vil rette sig mod erhvervsejendomme.

Flere undersøgelser støtter hypotesen om, at prisudsving på erhvervsejendomme har været en vigtig faktor bag finansielle kriser. Davis (1993) viser, at bankers hensættelser til ejendomme og byggeri er større end for andre lån og viser større udsving. Hofmann (2001) finder en stærk sammenhæng mellem på den ene side bankudlån og på den anden side ejendomspriser (bestemt som et blandet prisindeks af for erhvervsejendomme og for boliger). Gerlach og Peng (2004) viser, at prisudviklingen på erhvervsejendomme påvirker tabene for bankerne i Hong Kong. På grundlag af regnskaber for 904 banker fordelt på 15 industrilande over perioden 1989-2002 analyserer Davis og Zhu (2005b), om ændringer i priserne på erhvervsejendomme har betydning for bankers adfærd og indtjening i 15 industrialiserede lande. Det er konklusionen, at prisudviklingen på erhvervsejendomme har stor effekt på bankernes adfærd, idet en stigning i priserne på erhvervsejendomme har en signifikant positiv effekt på bankudlån. Højere ejendomspriser tilskynder således bankerne til at låne mere ud. Der er en særlig stærk sammenhæng for de lande, der i 1985-95 oplever en bankkrise.

Tabel 5.6 giver en oversigt over den reale prisudvikling for erhvervsejendomme i en række lande. Den reale prisudvikling er beregnet som den nominelle prisudvikling for erhvervsejendomme justeret med

stigningen i deflatoren for bruttonationalproduktet. Det fremgår af tabel 5.6, at der har været store prisudsving i priserne på erhvervs-ejendomme. Det fremgår videre, at der i anden halvdel af 1980'erne i alle lande – med undtagelse af USA – er en kraftig stigning i priserne på fast erhvervsejendom. Samtidig fremgår det, at det reale prisniveau på erhvervsejendomme siden begyndelsen af 1990'erne har ligget på et langt lavere niveau samt i de fleste lande har vist langt mindre udsving. Danmark er dog en undtagelse fra denne tendens, idet det reale prisniveau for fast erhvervsejendom her har vist en meget stor stigning siden 1999 og nu ligger på det højeste niveau siden 1986. I Danmark kan den store stigning i prisen på erhvervsejendomme siden 1999 dog forklares gennem en ændring i lovgivningen for erhvervslejemål med virkning fra 2000, idet det med lovændringen i højere grad har været op til aftaleparterne at fastsætte lejen ved erhvervslejemål, mens den tidligere i højere grad var bestemt gennem offentlig regulering.

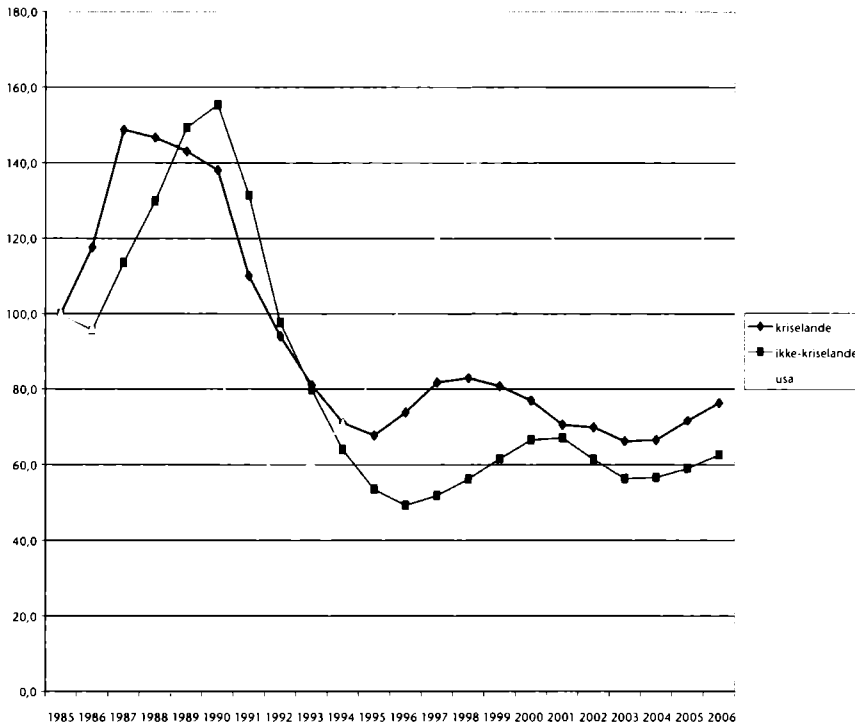
Prisudviklingen for erhvervsejendomme kan eventuelt forklare, hvorfor den finansielle sektor i flere lande netop løber ind i tab i slutningen af 1980'erne, idet der her er en tendens til kraftig stigning, som ikke har været oplevet siden (med Danmark som en undtagelse). Derimod kan prisudviklingen for erhvervsejendomme ikke forklare, hvorfor nogle lande har kriser, mens andre lande ikke har det. *Figur 5.2* viser den reale prisudvikling for erhvervsejendomme efter 1985 beregnet som et simpelt gennemsnit i (i) fire kriselande (Danmark, Norge, Sverige og Japan), (ii) seks ikke-kriselande (Australien, Canada, Frankrig, Tyskland, Italien, Spanien og Storbritannien), samt (iii) USA. Det fremgår, at prisudviklingen i kriselandene har bevæget sig stort set på samme måde som i ikke-kriselandene.

Tabel 5.6. Real prisudvikling på fast erhvervsejendom i en række lande (1985=100)¹

	USA	Japan	Canada	Australien	Tyskland	Danmark	Frankrig	Italien	Norge	Sve-Rige	Spanien	UK
1985	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1986	96,1	127,8	103,5	84,9	103,7	126,3	110,1	87,2	123,8	92,6	86,5	93,0
1987	97,6	205,5	108,8	109,0	127,2	126,6	117,6	85,4	143,2	119,4	122,5	124,1
1988	96,3	206,0	117,6	130,5	141,6	122,5	121,9	101,6	123,4	134,5	157,7	138,1
1989	93,7	211,3	123,7	129,2	189,4	122,2	145,3	120,3	98,1	140,7	212,1	124,7
1990	83,9	214,0	116,4	93,7	222,2	119,1	165,2	168,9	85,9	133,2	221,3	99,6
1991	66,4	194,6	103,1	73,2	239,5	105,4	139,6	144,5	69,6	70,5	152,9	67,2
1992	56,2	155,1	88,3	47,0	173,9	96,3	112,2	113,3	64,3	60,7	103,3	45,2
1993	60,4	126,3	70,5	41,9	147,6	86,4	97,2	92,7	64,2	47,7	62,2	46,7
1994	71,0	86,8	50,2	43,8	111,0	77,3	79,1	64,5	70,2	50,1	38,3	60,9
1995	83,5	49,7	31,9	50,5	81,7	73,9	57,7	44,2	81,1	66,3	24,6	83,6
1996	106,5	25,0	19,8	58,8	61,0	76,7	39,1	27,7	98,8	95,0	17,3	121,2
1997	120,2	22,8	20,2	61,7	60,8	83,7	41,4	26,2	109,5	111,2	18,4	134,6
1998	142,6	20,4	23,4	64,3	65,4	86,1	47,1	32,2	100,2	125,2	25,7	135,2
1999	133,6	19,7	25,4	66,6	78,1	94,3	62,3	40,2	94,8	114,4	27,0	131,5
2000	123,8	19,2	26,7	66,3	91,6	101,9	76,3	47,7	82,6	104,2	28,1	129,1
2001	118,2	17,6	27,5	65,9	95,5	104,3	69,3	59,6	94,1	66,2	25,1	127,1
2002	109,6	16,1	27,0	59,1	80,6	110,1	64,8	60,8	93,0	60,3	19,1	118,7
2003	104,7	14,7	25,5	59,7	65,2	107,0	61,4	56,0	88,6	54,4	16,4	110,4
2004	105,8	13,4	25,2	58,1	62,0	110,1	61,4	–	85,6	57,4	17,9	115,8
2005	115,1	15,0	26,7	61,7	58,6	127,8	64,1	–	83,8	59,9	18,0	128,4
2006	125,5	18,1	29,5	60,3	55,4	136,6	72,0	–	86,2	64,4	18,7	146,9

1. Tabellen viser den reale prisudvikling for erhvervsejendomme i hovedbyerne i de pågældende lande (1985 = 100). Den reale prisudvikling er beregnet som den nominelle prisudvikling deflateret med deflatoren for bruttonationalproduktet. Kilde for data til prisudvikling for fast erhvervsejendom: BIS, Annual Report (diverse årgange).

Figur 5.2. Real prisudvikling for fast erhvervsejendom i kriselande og ikke-kriselande¹



1. Figuren viser udviklingen i priser på fast erhvervsejendom for tre grupper af lande: (i) fire "kriselande" (Danmark, Norge, Sverige og Japan), (ii) 7 "ikke-kriselande" (Australien, Canada, Frankrig, Italien, Spanien, Tyskland og UK), samt (iii) USA. Talserier for prisudviklingen på fast erhvervsejendom er justeret med deflatoren for bruttonationalproduktet. Kilde for data: BIS, Annual Report (diverse årgange).

5.2.4. Andre årsager bag finansielle kriser

Det kan konstateres, at der i en række tilfælde har været tale om sammenbrud, hvor der forud har været tale om store likviditetsudtræk. I mange tilfælde har det efterfølgende vist sig, at udtrækkene har været velbegrundede i den forstand, at det efterfølgende har vist sig, at der i de pågældende banker har været tale om betydelige tab. F.eks. er dette tilfældet ved krisen i den finske bank Scab, hvor det i september 1991 kommer til store likviditetsudtræk, og hvor det viser sig, at banken har store tab. Tilsvarende er der store tab i Continental Illinois, hvor det i 1984 kommer til omfattende udtræk. Investorernes manglende villighed til at stille finansiering til rådighed for de svenske finansselskaber i september 1990 viser sig også at være velbegrundet,

idet der også her efterfølgende afdækkes store tab. Det er imidlertid bemærkelsesværdigt i disse tilfælde af kriser, at stemningsomslagene på de finansielle markeder sker meget pludseligt.

Det er kun i enkelte tilfælde, at der er forekommet likviditetsudtræk fra finansielle institutter, hvor udtrækkene efterfølgende har vist sig at være ubegrundede, idet der ikke efterfølgende har vist sig at være store tab. Det nok mest bemærkelsesværdige eksempel på ubegrundede likviditetsudtræk forekommer i forbindelse med sammenbruddet i Northern Rock i september 2007, hvor der aldrig har været forlydender om større tab. Et andet bemærkelsesværdigt eksempel er likviditetsudtrækkene fra Unibank i juni 1992, der heller ikke syntes at have haft grundlag i overnormale tab.

I flere tilfælde har der været eksempler med pludselige stemnings-skift på de finansielle markeder, hvor investorerne har øget likviditetsefterspørgslen. Dette svarer til den beskrivelse af kriser, der gives af bl.a. Walter Bagehot, jf. afsnit 2.2. Som det måske mest markante eksempel kan nævnes sub-prime krisen, der af Warsh (2007) forklares med en pludselig ændring af tilliden, der øger efterspørgslen efter likviditet. Trichet (2007) fremhæver det som et paradoks under sub-prime krisen, at investorer pludselig vender sig bort fra aktiver, selv om de har en høj kreditkvalitet. Der har imidlertid tidligere været flere andre eksempler på tilsvarende kriser – eller optræk til kriser – med øget efterspørgsel efter likviditet. F.eks. er dette tilfældet i kølvandet på sammenbruddet i Bankhaus Herstatt i 1974, ligesom der er en øget likviditetsefterspørgsel efter den russiske betalingsstandsning og sammenbruddet i LTCM i august/september 1998. Endelig kommer det – måske mere velbegrundet – til panik efter aktiekursfaldet i oktober 1987. Det er ikke umiddelbart klart, hvorfor det kommer til omslag i likviditetsefterspørgslen netop efter disse begivenheder. F.eks. synes den mere omfattende argentinske betalingsstandsning i 2001 ikke at have haft tilsvarende konsekvenser, ligesom Bankhaus Herstatt var en mindre tysk bank.

I litteraturen fremhæves svage institutionelle strukturer ofte som en hovedårsag bag finansielle kriser.¹ Dette finder ikke støtte i erfaringerne fra kriseforløbet i de gamle industrilande, hvor kriserne rammer lande, hvor de institutionelle strukturer langt fra synes svage, således USA og de nordiske lande. Industrilande med mere udbredt korruption og et

1 Se f.eks. Mishkin (2006b).

dårligere fungerende retssystem, som f.eks. Italien, synes kun at have haft få sammenbrud.

Der er heller ikke støtte til hypotesen om debt-inflation som årsag til finansielle kriser i de gamle industrilande. F.eks. er inflationen i Italien blevet reduceret fra et meget højt niveau i 1970'erne, uden at det er kommet til finansielle kriser. Det samme er tilfældet i Storbritannien.² Tilsvarende kan der stilles spørgsmål ved deregulering som forklaring på finansielle kriser. Alle de gamle industrilande har således gennemført en proces med deregulering. Det kan konstateres, at det kun er i nogle af disse lande, at det er kommet til mere omfattende kriser.

5.3. Konsekvenserne af finansielle kriser

Det fremgår af tabel 5.3 og 5.4, at de fire nordiske lande samt Japan efter opgangen i den private ikke-finansielle sektors gæld i 1980'erne oplever en meget stor nedgang i kreditgivningen til den private ikke-finansielle sektor. Det samme ses af figur 5.1. Det fremgår også, at denne nedgang i låntagningen er væsentlig større end den nedgang, der ses i andre lande. Det skarpe fald i låntagningen, der i landene med finansiell krise (undtagen USA) har fulgt efter perioden med krise, peger i retning af, at finansielle virksomheder har holdt igen med långivningen. Det er sandsynligt, at dette har haft en negativ effekt på den økonomiske vækst gennem en "credit crunch". Som omtalt i kapitel 3 og 4 er der i de nordiske lande samt i USA og Japan diskussion af, hvorvidt man efter kriserne er kommet ud i en situation med "credit crunch", hvor bankerne viser for stor tilbageholdenhed med udlån.

Peek og Rosengren (2005) argumenterer, at de japanske banker efter 1989 fortsætter med at låne ud til erhvervsvirksomheder, og at der i perioden 1992-98 ikke i Japan er tale om nogen egentlig "credit crunch". Forfatterne finder det sandsynligt, at de japanske banker i de første år af 1990'erne har opretholdt udlånene til private låntagere for at sætte dem i stand til at tilbagebetale deres gæld. Som vist i tabel 5.3 og tabel 5.4 indtræder der efter 1998 en meget stor reduktion i låntagningen for den private ikke-finansielle sektor.

Andre undersøgelser når frem til, at udlånstilbageholdenheden

2 I Argentina lykkes det tilsvarende i begyndelsen af 1990'erne at gå fra en situation med hyperinflation til lavinflation i løbet af ganske få år, uden at det på dette tidspunkt kommer til sammenbrud i finansielle virksomheder.

efter finansielle kriser ikke skyldes en egentlig "credit crunch". Således finder Englund (1999) i en undersøgelse af den svenske krise, at det lave udlån efter krisen skyldes en mangel på investeringsprojekter, der er sikre nok til bankudlån. Tilsvarende mener Vihriälä (1997), at det lave udlån efter den finske krise skyldes manglende mulighed for at stille sikkerhed for lån.

Forløbet omkring de finansielle kriser i de gamle industrilande viser, at der i mange tilfælde har været modstrid mellem hensynet til at opretholde en fast valutakurs og hensynet til at undgå en finansiell krise. Mest markant har dette i nyere tid været tilfældet i Sverige, hvor vanskelighederne for de finansielle virksomheder forstærkes af Riksbankens højrentepolitik i september-november 1992, hvor det er målet at fastholde kronekursen. Modstriden mellem hensynet til at opretholde en fast valutakurs og hensynet til at hindre finansielle sammenbrud er imidlertid også det centrale politik-dilemma for mange lande under depressionen i begyndelsen af 1930'erne, således for Storbritannien i 1931 og efterfølgende for Frankrig, Belgien og Schweiz.

5.4. Andre fællestræk ved finansielle kriser

På baggrund af kriseforløbene beskrevet i kapitel 3 og 4 kan der peges på en række andre tendenser, som synes at kendetegne finansielle kriser.

For det første er de finansielle kriser i stort omfang kommet uventet. Det er først i 1982 umiddelbart før krisen i forbindelse med långivningen til udviklingslandene bliver akut, at der sker en nedgradering af de store amerikanske bankers kreditværdighed. Det er også først i december 1990, at det norske kredittilsyn – samtidig med sammenbruddet i Norges tredjestørste bank – advarer mod risikoen for en systemisk krise. Chefen for den svenske finansinspektion, Anders Sahlén, fremfører i efteråret 1990, at krisen omkring de svenske finansselskaber skyldes fejl i de finansielle markeders funktion, idet han mener, at de svenske finansselskaber er meget solide.³ Endvidere mener Sahlén, at det ikke i Sverige vil komme til en krise som i Norge, idet de svenske banker har en større spredning af udlånene på flere brancher.⁴ I 1990

3 Bergström, Englund og Thorell (2002), s. 28.

4 I et interview i Dagens Industri den 7. februar 1991 udtaler Anders Sahlén: "... Det kommer inte att bli någon uppretning av den norske bankkrisen i Sverige. Det svenske systemet är betydligt robustare med utlåning fördelad på fler branscher."

bliver to svenske banker placeret højt på finanstidsskriftet Euromoneys liste over verdens 100 bedste banker, idet S-E-Banken bliver placeret som nr. 11 på listen, mens Nordbanken kommer ind som nr. 14.⁵

For det andet har det været svært at vurdere størrelsen af tab i finansielle virksomheder, og ofte har det vist sig, at tabene er langt større, end det forventes i første omgang. I oktober 1991 udtaler koncernchefen i Unibank Steen Rasborg, at tiden med hensættelser og tab er forbi i den danske finansielle sektor.⁶ Den samme vurdering deles af Finanstilsynets chef, Eigil Mølgaard, der mener, at danske finansvirksomheder nu er ved slutningen af de hårde tider.⁷ Ved fremlæggelsen af regnskaberne for 1989 er det vurderingen hos de to største norske banker, Den norske Bank og Kreditkassen, at tabene i 1990 vil blive mindre end i 1989.⁸ Ved slutningen af 1991 regner de svenske myndigheder det for tilstrækkeligt at tilføre kapital på 4,2 mia. kr. til Nordbanken. I 1992 viser det sig nødvendigt at skyde sammenlagt yderligere 34 mia. kr. ind som aktiekapital i Nordbanken og afviklingsselskabet Retriva. Da subprime-krisen begynder i august 2007, regner Ben S. Bernanke i første omgang med tab i finansielle virksomheder på tilsammen 50 mia. dollars. Senere justeres skønnet op til 150 mia. dollars.⁹

For det tredje er det svært under kriser at vurdere krisens varighed, herunder hvornår krisen vil slutte. I januar 1993, dvs. efter kulminationen af den svenske krise, giver den ordførende direktør i den svenske bankforening, Arne Mårtensson, for eksempel udtryk for, at finanskrisen nu må ventes at gå over i en anden fase, hvor udlånstabene vil sprede sig til de almindelige låntagere, dvs. husholdninger og små erhvervsvirksomheder.¹⁰ Som et andet eksempel kan det nævnes, at de svenske banker ifølge en analyse fremlagt i februar 1993 af Enskilda Fondkommission skal have tilført yderligere 50 mia. kr. i 1993 og 1994 for at klare kapitalkravet.¹¹

5 Artikel i Dagens Nyheter den 29. november 1990.

6 Artikel i Politiken den 18. oktober 1991.

7 Interview i Berlingske Tidende den 21. oktober 1991.

8 Artikel i Aftenposten den 15. maj 1990.

9 Artikel i The Economist den 17. november 2007.

10 Artikel i Dagens Nyheter den 9. januar 1993.

11 Artikel i Dagens Industri den 3. februar 1993. Tilsvarende fremhæves det i en artikel i Affärsvärden den 28. oktober 1992, at der ikke findes tegn på, at krisen er overstået. Det fremhæves, at der er en stor risiko for depression. Det fremhæves i artiklen: "... Försämringen går nu mycket snabbt, eftersom bankerna från och med i år så att säga bränner ljuset i bägge ändar. Dels växer kreditförlusterna, dels minskar förmå-

For det fjerde gives der meget forskellige forklaringer på den offentlige intervention. Hensynet til sikring af indskud har klart spillet en vigtig rolle. Et andet hensyn har været ønsket om at opretholde virksomhedernes lånemuligheder. Herudover har imidlertid en række andre hensyn været nævnt som begrundelser for offentlig intervention. Hensynet til den finansielle sektors omdømme i udlandet bliver således fremdraget som en vigtig begrundelse under de nordiske finanskriser i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. I hvert fald i Sverige spiller hensynet til at hindre en kapitaludstrømning en vigtig rolle.¹² Dette er også tilfældet, da det japanske vekselererfirma Yamaichi Securities bryder sammen i november 1997. I Norge ønsker myndighederne at undgå et sammenbrud i realkreditinstituttet Real-kreditt, fordi man frygter, at dette vil svække tilliden til anbringelse i norske obligationer og derved føre til et sammenbrud af markedet. Hensynet til at opretholde anseelsen for City of London var afgørende bag de britiske myndigheders redningsaktion over for Johnson Matthey, hvor hensynet til at bevare tilliden til guldhandelen i London er afgørende.

For det femte har interbankmarkedet reageret kraftigt ved mulighed for tab på lån til finansielle virksomheder. Det mest markante eksempel er markedets sammenbrud under sub-prime krisen i andet halvår af 2007. Der har dog også tidligere været eksempler på sammenbrud af interbankmarkedet ved muligheden for tab, således under den danske finansielle krise i efteråret 1992 samt under den japanske finansielle krise i forbindelse med sammenbruddet i vekselererfirmaet Sanyo Securities.

Endelig for det sjette optræder der under 1990'ernes finanskriser i Danmark, Finland, Norge og Sverige en "nordisk effekt", hvor udlandet ser nordiske finansielle virksomheder under ét, og hvor finansieringsvanskeligheder for nordiske banker påvirker finansieringsmulighederne for andre nordiske banker. Som et eksempel kan nævnes likviditetskrisen for den finske bank Scab i september 1991, der er påvirket af finansieringsvanskeligheder på de internationale markeder for andre

gan att bära de växande kreditförlusterna genom att resultatet före kreditförluster försämrats ...".

12 Den stedfortrædende svenske finansminister, Bo Lundgren, angiver ved fremlæggelsen af forslaget om støtte til bankerne (bankstödspromemoret) i november 1992 tre grunde til at støtte bankerne: (i) at beskytte indskydernes midler, (ii) at sikre kreditforsyning, samt (iii) at eliminere risikoen for valutariske forstyrrelser, som skader tilliden til Sverige.

nordiske banker. Som et andet eksempel kan nævnes den anstrengte likviditetssituation, der optræder på det danske pengemarked i slutningen af 1992, og som skyldes afsmitning fra de problemer, som særlig svenske banker på dette tidspunkt har ved at opnå international finansiering.

5.5. Sammenfatning og konklusion

Der har i kapitlet været en diskussion af nogle fælles tendenser i forløbet af finansielle kriser i de gamle industrilande. Der er ikke noget entydigt sammenfald mellem konjunkturudsving og finansielle kriser, bl.a. er der ikke noget sammenfald i USA. Mange kriser har været sammenfaldende med store fald i prisen på erhvervsejendomme. Kriser er ofte kommet uventet, og det har været vanskeligt at overskue deres omfang og varighed. Der har efter perioder med tab i finansielle virksomheder været en tendens til fald i udlån. Det er muligt, at tilbageholdenheden med udlån har bidraget til lavere investeringer og derved lavere økonomisk vækst.

Det danske regelsæt vedrørende finansielle kriser

6.1. Indledning

I kapitlet vil der blive givet en beskrivelse af det danske regelsæt vedrørende håndtering af kriser i finansielle virksomheder. Hovedparten af reglerne findes i lov om finansiel virksomhed.¹ I kapitlet anvendes finansiell krise bredt som en betegnelse for en situation, hvor en finansiell virksomhed ikke kan opfylde sine forpligtelser.

I kapitlet skelnes der mellem soliditetskriser og likviditetskriser. Soliditetskriser forstås som situationer, hvor finansielle virksomheder ikke kan leve op til kapitalkrav eller – for forsikringsselskaber – til krav om forsikringsmæssige hensættelser. Årsagen kan være tab på udlån eller kursfald på finansielle aktiver, f.eks. fald i kurserne på obligationer eller aktier. Der kan også tænkes et fald i priserne på andre aktiver, som ejes af finansielle virksomheder, f.eks. et fald i prisen på udlejnings- og erhvervsejendomme. I forsikringsselskaber kan soliditetskriser opstå, fordi sandsynligheden for bestemte begivenheder – f.eks. naturkatastrofer – er blevet undervurderet, eller fordi de indtræder tidligere, end man kunne have forventet.

Likviditetskriser forstås som situationer, hvor der sker uventede og store udtræk af midler fra finansielle virksomheder. En likviditetskrise vil gøre det umuligt for en finansiell virksomhed at indfri sine forpligtelser, hvis den finansielle virksomhed – f.eks. på grund af forskellig løbetid for aktiver og passiver – ikke tilstrækkelig hurtigt er i stand til at realisere aktiver eller sørge for ny finansiering for at dække de uventede og pludselige udtræk.

Udover reglerne for håndtering af situationer, hvor en finansiell virksomhed er kommet ud i en krisesituation, er der i kapitlet en be-

¹ Lovbekendtgørelse nr. 1412 af 10. december 2007.

skrivelse af de muligheder, myndighederne har for at gribe ind, inden kriser indtræder. Dette kan ske enten ved at sørge for, at den finansielle virksomhed lever op til kravene i lovgivningen, eller ved at gribe ind over for finansielle virksomheder, der har dårlige økonomiske resultater, men som endnu ikke er kommet ud i en egentlig krisesituation.

Kapitlet behandler kun pengeinstitutter, realkreditinstitutter, skadesforsikringsselskaber samt livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Der ses ikke på krisehåndtering i en række andre finansielle virksomheder, således firmapensionskasser, investeringsforeninger og fondsmæglerselskaber. Under pengeinstitutter er der ingen beskrivelse af andelskasser. Da reglerne for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er ens, dækker beskrivelsen i kapitlet af livsforsikringsselskaber også situationen for tværgående pensionskasser. For at lette fremstillingen henvises der i gennemgangen overvejende til livsforsikringsselskaber.

I *afsnit 6.2* gennemgås håndteringen af soliditetskriser i pengeinstitutter. *Afsnit 6.3* behandler soliditetskriser i realkreditinstitutter, mens der i *afsnit 6.4* og *afsnit 6.5* ses på soliditetskriser i henholdsvis skadesforsikringsselskaber og livsforsikringsselskaber. *Afsnit 6.6* beskriver håndteringen af likviditetskriser. *Afsnit 6.7* ser på regler, som giver myndighederne mulighed for at gribe ind, inden kriser indtræder. *Afsnit 6.8* beskriver det private beredskab, der er etableret af danske pengeinstitutter i juni 2007, og som letter muligheden for afvikling af et nødlidende pengeinstitut. *Afsnit 6.9* indeholder en sammenfatning og konklusion.

6.2. Soliditetskriser i pengeinstitutter

Det følger af lov om finansiel virksomhed, at et pengeinstitut skal opfylde krav om en mindste kapital. I tilfælde af, at kapitalkravet ikke er opfyldt, er der en række muligheder for at håndtere situationen, hvilket kan ske ved enten at finde muligheder for at opfylde kapitalkravet eller ved at afvikle pengeinstituttet. I *afsnit 6.2.1* er der en oversigt over forløbet, hvor et pengeinstitut ikke kan opfylde kapitalkravet. I de følgende afsnit er der en beskrivelse af de muligheder, som eksisterer for at løse krisesituationen, nemlig tilførsel af ny kapital (*afsnit 6.2.2*), ændringer i pengeinstituttets aktivsammensætning (*afsnit 6.2.3*), nedskrivning af gæld (*afsnit 6.2.4*), sammenlægning med et andet pengeinstitut (*afsnit 6.2.5*), afvikling gennem frasalgs af pengeinstitutaktiviteter (*afsnit 6.2.6*), afvikling gennem likvidation

(afsnit 6.2.7) samt afvikling gennem konkurs (afsnit 6.2.8). Eventuelt kan en betalingsstandsning være hensigtsmæssig som et middel til at beskytte sig mod udtræk. Reglerne for betalingsstandsning gennemgås i afsnit 6.2.9.

6.2.1. Forløbet af en soliditetskrise i et pengeinstitut

For at drive virksomhed skal et pengeinstitut være i besiddelse af en vis mindste kapital. Det fastsættes i § 124, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at pengeinstituttet skal opretholde en basiskapital af en størrelse, som er passende for at dække instituttets risici. Det fastsættes videre i § 124, stk. 2, at pengeinstituttet skal være i besiddelse af en basiskapital, der mindst svarer til 8 procent af de risikovægtede aktiver (solvenskravet), og som mindst udgør 5 mill. euro (minimumskapitalkravet). Det fremgår af lov om finansiell virksomhed § 124, stk. 5, at Finanstilsynet kan fastsætte et højere solvenskrav for et pengeinstitut end 8 procent. Denne mulighed kan Finanstilsynet udnytte, hvis man finder, at pengeinstituttet har kastet sig ud i særlig risikobetonede aktiviteter.

Der kan være flere årsager til, at et pengeinstitut ikke opfylder kravet om mindste basiskapital. En årsag kan være tab på udlån, idet debitorer ikke er i stand til at tilbagebetale lån. Det fastsættes i lov om finansiell virksomhed § 124, stk. 6, at Finanstilsynet kan pålægge pengeinstituttet at foretage nedskrivninger af aktiver m.v. til brug for opgørelsen af basiskapitalen. Finanstilsynet vil udnytte denne adgang, hvis det skønnes, at bestemte debitorer ikke kan klare deres forpligtelser. En anden årsag kan være fald i priserne på finansielle aktiver eller andre aktiver. Her er pengeinstitutterne i første række udsat for risiko i forbindelse med et fald i obligationskurserne, mens normalt kun en mindre del af aktiverne er anbragt i aktier og fast ejendom.

Ofte vil en ikke-opfyldelse af kapitalkravene blive konstateret af Finanstilsynet ved inspektionsbesøg i den finansielle virksomhed, hvor tilsynet ved en gennemgang af udlånsporteføljen finder det nødvendigt med nedskrivninger.² For nogle pengeinstitutter kan der være indført et skærpet tilsyn, fordi informationer peger i retning af en krisesituation. Den skærpede overvågning vil normalt indebære, at

2 For en beskrivelse af praksis ved håndtering af danske pengeinstituttkriser, se Økonoministeriet (1997).

der foretages hyppigere inspektionsbesøg, ligesom tilsynet kan bede bestyrelsen reagere på anbefalinger om at rette op på forretningsgange m.v. Hovedparten af de kriseramte danske pengeinstitutter har været under skærpet overvågning.

En manglende opfyldelse af kapitalkravet kan også konstateres gennem oplysninger fra det pågældende institut eller fra personer med tilknytning til instituttet. Det fremgår således af § 75, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at finansielle virksomheder straks skal give Finanstilsynet oplysning om forhold, der er af afgørende betydning for den fortsatte drift. En tilsvarende pligt gælder for det enkelte medlem af bestyrelsen og en direktør, jf. § 75, stk. 2. Endelig fremgår det af § 75, stk. 3 i lov om finansiell virksomhed, at der skal ske meddelelse til Finanstilsynet, hvis et medlem af en finansiell virksomheds bestyrelse eller direktion eller den eksterne revision må formode, at den finansielle virksomhed ikke opfylder kapitalkravet.

Det bestemmes i § 225, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet i det tilfælde, at et pengeinstitut ikke opfylder kravene til mindste kapital, skal give det pågældende institut en frist til at opfylde kravene.

Finanstilsynet har hidtil haft en praksis med at stille en kort tidsfrist, typisk nogle få uger.³ Hvis det skønnes, at tabene i pengeinstituttet er så store, at pengeinstituttet er insolvent, vil tidsfristen ikke overstige en uge. Ligeledes har det været praksis kun at stille en tidsfrist, hvis det ses som realistisk, at pengeinstituttet i løbet af tidsfristen kan finde en varig løsning med hensyn til at opfylde kapitalkravene. Det fremgår af lovbemærkningerne til § 225, stk. 1, at Finanstilsynet kan undlade at fastsætte en frist, hvis Finanstilsynet på forhånd finder det formålsløst. Det har været synspunktet, at situationen vil blive forværret for pengeinstituttet, hvis der ikke gribes ind hurtigt, f.eks. kan rygter blandt indskyderne om pengeinstituttets manglende opfyldelse af kapitalkravet give anledning til udtræk, hvorved der bliver en likviditetskrise, jf. afsnit 6.6.

Pengeinstituttet har på kortere sigt – inden for den af Finanstilsynet fastsatte tidsfrist – fem muligheder for at løse situationen: (i) tilførsel af ny kapital gennem en udvidelse af aktiekapitalen (for sparekasser garantikapitalen) eller gennem tilførsel af andre former for kapital, der kan anvendes til dækning af kapitalkravet, i første række hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital, (ii) ændring af aktivsammensæt-

3 Beskrivelsen af Finanstilsynets praksis er baseret på Økonomiministeriet (1997).

ningen hen mod mindre kapitalkrævende poster, således at der sker en nedsættelse af kapitalkravet, (iii) nedskrivning af gælden, eventuelt ved anvendelse af konkurslovens regler om tvangsakkord, (iv) fusion med et andet pengeinstitut, samt (v) frasalg af pengeinstitutvirksomheden.

Mulighederne (i)-(iii) indebærer, at virksomheden videreføres som et selvstændigt pengeinstitut, idet kapitalkravet opfyldes. I tilfældene (ii) og (iii) fortsætter de bestående ejere som ejere, mens mulighed (i) medfører en hel eller delvis fornyelse af ejerkredsen i pengeinstituttet. Mulighed (iv) indebærer en afvikling af pengeinstituttet, idet det nødlidende institut ophører gennem fusion med et andet pengeinstitut. Mulighed (v) indebærer et frasalg af pengeinstitutaktiviteterne og derved et ophør af det nødlidende selskab som pengeinstitut, men selskabet kan fortsætte med mere begrænsede aktiviteter, der ikke kræver tilladelse som pengeinstitut, f.eks. udlånsvirksomhed.

Hvis kapitalkravet ikke er opfyldt inden for den tidsfrist, der er stillet af Finanstilsynet, skal Finanstilsynet i henhold til § 225, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed inddrage tilladelsen til at drive virksomhed som pengeinstitut. Det bestemmes i lov om finansiell virksomhed § 226, stk. 1 og 2, at virksomheden som pengeinstitut skal afvikles, hvis Finanstilsynet inddrager tilladelsen. Det fremgår af § 227, at en sådan afvikling sker gennem selskabets likvidation eller konkurs eller gennem selskabets sammenlægning med et andet pengeinstitut. Der åbnes dog også i § 227 mulighed for, at virksomheden afvikles på anden måde. Som en mulighed kan det tænkes, at selskabet sælger eller overdrager virksomheden som pengeinstitut til et andet selskab, mens selskabet fortsætter som ikke-finansiell virksomhed, eventuelt med begrænsede udlånsaktiviteter.

Sammenlagt er der således fire muligheder, hvis pengeinstituttet ikke opfylder kapitalkravet inden for den tidsfrist, der er fastsat af Finanstilsynet: (1) pengeinstituttet afvikles gennem sammenlægning med et andet pengeinstitut, (2) pengeinstitutvirksomheden afvikles gennem frasalg, mens selskabet som sådan fortsætter, eventuelt med begrænsede aktiviteter, (3) pengeinstituttet afvikles gennem likvidation, samt (4) pengeinstituttet afvikles gennem konkurs. Med hensyn til løsningsmodellerne (3) og (4) følger det af bestemmelserne i konkursloven, at selskabet skal afvikles efter reglerne for konkurs, dvs. mulighed (4), hvis pengeinstituttet er insolvent. Hvis pengeinstituttet er solvent, skal afvikling finde sted efter reglerne om likvidation, dvs. løsningsmodel (3) skal anvendes.

Det følger af lov om finansiel virksomhed, at det kun er i tilfældet med en manglende overholdelse af kapitalkravet, at Finanstilsynet har pligt til at inddrage et pengeinstituts tilladelse. Ifølge loven (§ 226, stk. 2) kan Finanstilsynet fastsætte en tidsfrist, inden for hvilken afviklingen af pengeinstitutvirksomheden skal være foretaget.

6.2.2. Tilførsel af ny kapital

Hvis Finanstilsynet skønner, at et pengeinstitut ikke opfylder kapitalkravet, vil det som omtalt i afsnit 6.2.1 bede pengeinstituttet rette op på forholdet inden for en bestemt tidsfrist. En mulighed er tilførsel af ny kapital, der kvalificerer som basiskapital, og som derfor kan indgå til opfyldelse af kapitalkravet. Ifølge § 128, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed består pengeinstituttets basiskapital af kernekapital og supplerende kapital. Kernekapital består i hovedsagen af aktiekapital eller – for sparekasser – af garantikapital, idet hybrid kernekapital dog også i et vist omfang kan indgå som kernekapital. Den supplerende kapital består i hovedsagen af ansvarlig lånekapital samt af den hybride kernekapital, der ikke kan indgå som kernekapital. Nedenfor beskrives først pengeinstituttets mulighed for at dække kapitalbehovet gennem tilførsel af aktie- eller garantikapital. Derefter beskrives muligheden for dækning gennem hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital.

(i) Tilførsel af ny aktie- og garantikapital

Ifølge § 129, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed består pengeinstituttets kernekapital af (i) selskabets indbetalte aktie-, garanti- eller andelskapital samt midler fra overkurs ved emission, (ii) reserver og overført overskud/underskud, samt (iii) hybrid kernekapital. Hybrid kernekapital må højst udgøre 15 pct. af kernekapitalen.

I en situation, hvor et pengeinstitut har behov for at opfylde kapitalkravet inden for en kortere tidsfrist, er der ikke praktisk mulighed for aktiekapitaltilførsel gennem en børsmission. Derimod kan det tænkes som en mulighed, at pengeinstituttet henvender sig til en kreds af udvalgte investorer for at få dem til at tegne ny aktiekapital eller – i en sparekasse – ny garantikapital. Man kan også forestille sig, at et andet finansielt institut vil være interesseret i at indskyde ny aktiekapital, eventuelt med henblik på at opnå aktiemajoriteten eller det fulde ejerskab til pengeinstituttet, således at det nødlidende pengeinstitut kommer til at indgå i en anden finansiel koncern.

Løsningsmuligheden forudsætter en udvidelse af den eksisterende

aktie- eller garantikapital. Reglerne for udvidelse af et selskabs aktiekapital findes i aktieselskabslovens § 29. Hvis vedtagelsen sker på en ekstraordinær generalforsamling, skal der på generalforsamlingen fremlægges en beretning fra bestyrelsen vedlagt en erklæring fra selskabets revisor om bestyrelsens beretning. I beretningen skal bestyrelsen oplyse om begivenheder af væsentlig betydning for selskabets stilling, som er indtruffet efter aflæggelsen af årsrapporten. Ifølge aktieselskabslovens § 73, stk. 2 skal indkaldelse til generalforsamling ske i overensstemmelse med selskabets vedtægter, dog senest 8 dage før generalforsamlingen. Beslutning om aktiekapitaludvidelsen træffes af generalforsamlingen med det stemmeflertal, der kræves ved vedtægtsændringer, dvs. med to tredjedele både af de afgivne stemmer samt af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital. Det fremgår af § 67, stk. 3 i aktieselskabsloven, at selskabets beholdning af egne aktier ikke medregnes ved opgørelsen af det flertal på to tredjedele, som er nødvendig for at gennemføre vedtægtsændringer, dvs. to tredjedele skal beregnes som andelen af selskabets aktiekapital fratrukket selskabets beholdning af egne aktier.

Det kan komplicere en hurtig udvidelse af pengeinstitutts aktiekapital, at de bestående aktionærer i henhold til aktieselskabslovens § 30, stk. 1 først skal have tilbud om at erhverve de nye aktier. Ifølge aktieselskabslovens § 32 skal de bestående aktionærer have en frist på mindst to uger til at udnytte tegningsretten. Det fremgår af aktieselskabslovens § 30, stk. 3, at generalforsamlingen med to tredjedeles flertal af de afgivne stemmer samt af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital og med opfyldelse af de øvrige forskrifter, som vedtægterne måtte indeholde, kan fravige reglen om de bestående aktionærers fortegningsret. Hvis der derfor skal ske en hurtig udvidelse af aktiekapitalen, skal der også på generalforsamlingen vedtages en fravigelse af reglen om de bestående aktionærers fortegningsret.

Det komplicerer yderligere en hurtig aktieudvidelse, at aktiekursen ved en nytegning ifølge aktieselskabslovens § 13, stk. 1 ikke må være lavere end aktiens pålydende. En tilførsel af ny kapital gennem en aktieudvidelse kan derfor kræve, at der forudgående træffes beslutning om en nedskrivning af den eksisterende aktiekapital. Hvis aktierne ikke anses for at have nogen værdi, kan det være nødvendigt at nedskrive aktiekapitalen til 0. Fremgangsmåden ved nedskrivning af aktiekapitalen er beskrevet i aktieselskabslovens kapitel 7. Beslutning træffes af generalforsamlingen med det stemmeflertal, der kræves ved

vedtægtsændringer, dvs. med to tredjedele både af de afgivne stemmere samt af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital. Kapitalnedsættelsen må tidligst gennemføres 3 måneder efter offentliggørelse i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens edb-informationssystem. Når aktiekapitalen efterfølgende forhøjes, indebærer nedskrivningen, at de eksisterende aktionærer har givet afkald på deres fortegningsret. Det er en forudsætning, at kapitalnedsættelsen tjener enten til dækning af et underskud i selskabet, eller at beløbet anvendes til en særlig fond, der kun kan anvendes efter beslutning fra generalforsamlingen, jf. aktieselskabslovens § 44a, stk. 1.⁴ Den sidste mulighed – dvs. henlæggelse til en særlig fond – kan eventuelt være relevant i en situation, hvor der kan være en risiko for yderligere tab i et pengeinstitut, og hvor nye aktionærer derved kun er villige til at købe pengeinstituttet til en værdi, som ligger under den indre værdi.

Muligheden for at tilføre ny aktiekapital kan lettes, hvis bestyrelsen har en stående bemyndigelse til at forhøje aktiekapitalen ved tegning af nye aktier, idet det herved ikke vil være nødvendigt med en godkendelse ved en ekstraordinær generalforsamling. Det fremgår af aktieselskabslovens § 37 stk. 1, at bestyrelsen ved en bestemmelse i vedtægterne kan bemyndiges til at forhøje aktiekapitalen ved tegning af nye aktier. Det er også muligt gennem vedtægterne at give bestyrelsen bemyndigelse til at fravige aktionærernes fortegningsret, jf. § 37, stk. 3. Bemyndigelsen kan gives indtil fem år ad gangen.

Det er muligt, at nye aktionærer kun vil gå ind i et nødlidende pengeinstitut, hvis de herved får en fortrinsstilling til et eventuelt fremtidigt udbytte fra selskabet. Det kan i denne forbindelse være en hindring, hvis de tidligere aktionærer beholder deres aktier i et nyt selskab, idet en ny kapitalindskyder herved bliver tvunget til at give de gamle aktionærer andel i selskabets værditilvækst. Eventuelt kan dette hensyn imødegås ved oprettelsen af en ny aktieklasse, som tillægges ret til forøget udbytte ved en fremtidig indtjening i pengeinstituttet, jf. aktieselskabslovens § 17. I dette tilfælde kræves der en vedtægtsændring. De nye aktier må dog ikke tillægges en sådan præferencestilling, at det er i strid med aktieselskabslovens § 80, der bestemmer, at generalforsamlingen ikke må træffe beslutninger, som

4 Det bestemmes i aktieselskabslovens § 44a, stk. 1, at en nedsættelse af aktiekapitalen skal anvendes til et af tre formål: (1) dækning af underskud, (2) udbetaling til aktionærerne, samt (3) henlæggelse til en særlig fond, der kun kan anvendes efter beslutning af generalforsamlingen. Af disse tre muligheder er kun (1) og (3) relevante i en situation, hvor pengeinstituttet ikke opfylder kapitalkravet.

er åbenbart egnet til at skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning.

Lov om finansiell virksomhed rummer bestemmelser, der gør det muligt at indkalde generalforsamlingen med kortere varsel end fastsat i aktieselskabsloven, hvis det drejer sig om at opfylde kapitalkravet. Det bestemmes således i lov om finansiell virksomhed, § 225, stk. 2, at Finanstilsynet kan bestemme, at pengeinstitutts øverste myndighed, dvs. generalforsamlingen, indkaldes med kortere varsel end fastsat i vedtægterne. Endvidere bestemmes det i lov om finansiell virksomhed, § 246, stk. 1, at bestyrelsen kan indkalde generalforsamlingen med tre dages varsel, når pengeinstituttet ikke længere opfylder kapitalkravet, og Finanstilsynet har stillet en frist for retablering af kapitalen. Samtidig med indkaldelsen er der en pligt til at fremlægge det væsentligste indhold i forslag til ændringer i vedtægterne (§ 246, stk. 3 i lov om finansiell virksomhed), mens bestyrelsen kan vente indtil 24 timer før generalforsamlingen med at fremlægge detaljerede forslag med hensyn til vedtægtsændringer (§ 246, stk. 4 i lov om finansiell virksomhed).

Lov om finansiell virksomhed gør det også muligt at træffe beslutning om en eventuel aktiekapitaludvidelse med et mindre krav til stemmeflertal, end det kræves i aktieselskabsloven. Det bestemmes således i § 246, stk. 5 i lov om finansiell virksomhed, at generalforsamlingen i det tilfælde, hvor generalforsamlingen er indkaldt for at træffe foranstaltninger ved ikke-opfyldelse af kapitalkrav, kan træffe beslutninger udelukkende med to tredjedele af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital eller – hvis halvdelen af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen – med simpelt flertal. Dette gælder uanset de bestemmelser, der i aktieselskabsloven findes om stemmeflertal ved vedtægtsændringer. Det er også muligt på grundlag af § 246, stk. 5 at gennemføre andre foranstaltninger, der letter muligheden for kapitaludvidelse, herunder at fravige kravet om de bestående aktionærers fortegningsret samt at gennemføre en nedskrivning af værdien for de eksisterende aktier.

Det kan styrke interessen for at gå ind med kapitaltilførsel til et nødlidende pengeinstitut, hvis det herigennem er muligt at opnå den fulde kontrol med pengeinstituttet samt også den fulde værditilvækst, der fremover måtte blive realiseret i pengeinstituttet. § 144, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed åbner mulighed for, at en aktionær, som ejer mindst 70 pct. af aktiekapitalen i et pengeinstitut, indløser de andre aktionærer i selskabet, hvis pengeinstituttet ikke opfylder kapitalkravet. Tilsvarende åbnes der også i § 144, stk. 1 adgang til at

indløse minoritetsaktionærer, hvis en aktionær gennem en tilførsel af kapital har opnået 70 pct. af aktiekapitalen, og solvenskravet herved er opfyldt. Forudsætningen for indløsning af minoritetsaktionærerne er en tilslutning fra bestyrelsen, der træffer beslutning med simpelt flertal.

Der er i § 144, stk. 2-4 i lov om finansiel virksomhed fastsat regler for fremgangsmåden ved indløsning af minoritetsaktionærer. Minoritetsaktionærerne skal skriftligt anmodes at overdrage deres aktier til hovedaktionæren på nærmere angivne vilkår, herunder en bestemt indløsningskurs. Anmodningen skal ledsages af grundlaget for vurderingen. Værdien af pengeinstituttets aktier fastsættes ud fra aktiernes handelsværdi af pengeinstituttets revisor. Minoritetsaktionærerne skal overdrage deres aktier senest tre dage efter, at de har modtaget anmodningen. Ved uenighed om prisfastsættelsen kan enten hovedaktionæren eller minoritetsaktionærer kræve en omvurdering, der skal foretages af to revisorer udpeget af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. Omvurderingen danner grundlaget for den endelige prisfastsættelse på de indløste aktier. Revisorernes prisfastsættelse kan dog efterfølgende indbringes for retten.

Det forbedrer endelig muligheden for tilførsel af ny kapital, hvis der kan ske en nedskrivning af gældsposter i pengeinstituttet. Der er en mulighed for at nedskrive den gæld, som er optaget gennem hybrid kernekapital samt ansvarlig lånekapital, idet det følger af reglerne for hybrid kernekapital og for ansvarlig lånekapital, at instituttets øverste myndighed, dvs. generalforsamlingen, kan nedskrive den hybride kernekapital og den ansvarlige lånekapital, hvis egenkapitalen er tabt, og aktie-, garanti- eller ansvarskapitalen er nedskrevet til 0, jf. lov om finansiel virksomhed § 132, stk. 1 og § 136, stk. 1. Nedskrivningen kan kun ske, hvis pengeinstituttet efterfølgende tilføres kapital, således at kapitalkravet opfyldes, eller hvis selskabet ophører uden tab for de efterstillede kreditorer. Nedskrivningen kan kun finde sted med et beløb, som er godkendt af de eksterne revisorer samt af Finanstilsynet, jf. lov om finansiel virksomhed § 132, stk. 5 samt § 136, stk. 3.

(ii) Tilførsel af ny supplerende kapital

Ifølge § 135, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed kan op til halvdelen af kravet til pengeinstituttets basiskapital dækkes gennem supplerende kapital. Supplerende kapital kan bestå af en række elementer, herunder i første række ansvarlig lånekapital. Hybrid kernekapital indgår også som en del af den supplerende kapital, i det omfang den ikke medregnes i kernekapitalen (jf. ovenfor).

Hybrid kernekapital er efterstillet al anden gæld i pengeinstituttet.⁵ Den skal udstedes med en uendelig løbetid, dvs. den må ikke forfalde på et forud fastsat tidspunkt. Det udstedende pengeinstitut kan på eget initiativ indfri den hybride kernekapital, men tidligst 10 år efter indbetalingen og kun med Finanstilsynets tilladelse. Under særlige omstændigheder kan Finanstilsynet tillade indfrielse allerede efter fem år. Hvis pengeinstituttet ikke har frie reserver, bortfalder forrentningen af den hybride kernekapital. I det tilfælde, at kapitalkravet ikke er opfyldt på det tidspunkt, hvor renter på den hybride kernekapital skal betales, kan pengeinstituttet udskyde rentebetalingen. Generalforsamlingen kan nedskrive den hybride kernekapital og de ikke-betalte renter, hvis egenkapitalen i pengeinstituttet er tabt, og aktie-, garanti- eller andelskapitalen er nedskrevet til 0 (jf. ovenfor).

Ansvarlig lånekapital er efterstillet al anden gæld i pengeinstituttet end hybrid kernekapital.⁶ Den ansvarlige lånekapital kan være udstedt som uopsigelige lån eller som lån med fast løbetid. Tilbagebetaling før forfaldstidspunktet må ikke ske på långivers initiativ og kræver Finanstilsynets tilladelse. Den kan kun finde sted, hvis pengeinstituttet på det pågældende tidspunkt opfylder kapitalkravet. Pengeinstituttet kan udskyde rentebetalinger, hvis kapitalkravet ikke er opfyldt. Der gælder i øvrigt de samme bestemmelser som for hybrid kernekapital.

6.2.3. Ændringer i aktivsammensætningen

Pengeinstituttet kan opfylde solvenskravet ved at ændre aktivsammensætningen, således at der sker et frasalg af aktiver, som stiller krav om meget kapital, mens der sker en tilførsel af aktiver, der kræver mindre kapital. En mulighed kan være et frasalg af udlån, der stiller krav om kapital, mens pengeinstituttet til gengæld modtager kontanter, hvor der ikke er krav om kapital. Som en anden mulighed kan tænkes f.eks. et salg af erhvervsobligationer eller realkreditobligationer, hvor der er kapitalkrav, og et samtidigt køb af statsobligationer, hvor der ikke stilles krav om kapital.

Hvis pengeinstituttet efterfølgende går konkurs, er det spørgsmålet, om et frasalg af aktiver i pengeinstituttet strider mod bestemmelserne

5 Bestemmelserne om hybrid kernekapital findes i lov om finansiell virksomhed § 132.

6 Bestemmelserne om ansvarlig lånekapital findes i lov om finansiell virksomhed § 136.

i konkursloven. Det følger således af konkurslovens § 74, at dispositioner, hvorved skyldnerens ejendele unddrages fra at tjene til fordringshavernes fyldestgørelse, eller hvorved skyldnerens gæld forøges til skade for fordringshaverne, kan fordres omstødt, hvis skyldneren var eller ved dispositionen blev insolvent, og den begunstigede kendte eller burde kende skyldnerens insolvens og de omstændigheder, som gjorde dispositionen utilbørlig.

Hvis salget af aktiver til andre sker til markedspris, kan det ikke siges, at et frasalg af aktiver til andre stiller pengeinstituttets kreditorer dårligere. Pengeinstituttet realiserer nogle aktiver og modtager til gengæld nogle andre aktiver – f.eks. kontanter – der kan tjene til fyldestgørelse af kreditorerne. Kreditorerne har således den samme reelle sikkerhed som før transaktionen. Derimod må transaktionen antages at stride mod konkursloven, hvis pengeinstituttet opnår en lavere pris end markedsprisen ved frasalg af aktiverne. Dette vil ofte være tilfældet, idet det er sandsynligt, at det vil være svært at realisere aktiver til markedsprisen, hvis pengeinstituttet står i en presset situation, hvor det gælder om at sælge aktiver hurtigt.

6.2.4. Nedskrivning af gæld

Det er muligt for et pengeinstitut at overholde kapitalkravene, hvis der kan ske en reduktion af gælden i pengeinstituttet. En reduktion af pengeinstituttets gæld kan ske enten gennem et frivilligt samtykke fra hver af pengeinstituttets kreditorer (hvilket i praksis vil være meget vanskeligt), eller på grundlag af konkurslovens regler om tvangsakkord. Ifølge konkurslovens § 157 kan en tvangsakkord finde sted på tre måder: (1) ved en procentvis nedsættelse af den ikke-fortrinsberettigede gæld (almindelig tvangsakkord), (2) ved en fordeling af skyldnerens formue eller en del af denne mellem hans fordringshavere mod, at skyldneren frigøres for den del af gælden, som ikke bliver dækket (likvidationsakkord), samt (3) ved en betalingsudsættelse (moratorium). I forbindelse med et pengeinstituts manglende opfyldelse af kapitalkrav vil det være mulighederne (1) og (3), som er relevante. Visse krav falder uden for en tvangsakkord, således fordringer med fortrinsstilling samt fordringer med særlig sikkerhed (bl.a. pantsikkerhed), i det omfang den særlige sikkerhed er tilstrækkelig.

Det kan f.eks. tænkes, at et pengeinstitut standser betalingerne og derefter tilbyder kreditorerne en ordning, hvor der sker en nedskriv-

ning af deres krav med en vis procent. En vanskelighed er, at der i et pengeinstitut er et meget stort antal indskydere.

Konkurslovens kapitel 19 indeholder regler vedrørende fremgangsmåden ved en tvangsakkord. Skyldneren, dvs. pengeinstituttet, udarbejder et forslag til tvangsakkord. Skyldneren skal henvende sig til to tillidsmænd, hvoraf den ene skal være regnskabskyndig. Tillidsmændene skal vælges blandt personer, der af justitsministeriet beskikkes som fagkyndige tillidsmænd ved tvangsakkord, idet dog statsautoriserede revisorer og revisorer uden beskikkelse kan fungere som regnskabskyndige tillidsmænd. Tillidsmændene udarbejder (i) en opgørelse over skyldnerens (dvs. pengeinstituttets) aktiver og passiver, (ii) en redegørelse over de vigtigste årsager til, at skyldneren søger tvangsakkord, samt (iii) en vurdering af, om forslaget til tvangsakkord er rimeligt. Skyldneren indgiver derefter begæring til skifteretten om åbning af tvangsakkord. Skyldneren skal vedlægges (1) akkordforslaget, (2) tiltrædelseserklæringer fra mindst 40 pct. af fordringshaverne efter antal samt efter fordringernes størrelse, samt (3) tillidsmændenes statusoversigt, redegørelse samt erklæringer.

Efter at skifteretten har truffet afgørelse om åbning af tvangsakkord, indkaldes samtlige fordringshavere til et møde til behandling af og afstemning om skyldnerens akkordforslag. Til vedtagelse af en tvangsakkord kræves tilslutning fra mindst 60 pct. af fordringshaverne, der deltager i afstemningen. Det bestemmes endvidere i konkursloven (§ 176, stk. 2), at fordringshaverne, der tiltræder tvangsakkorden, skal udgøre en vis procent af det samlede beløb, der har stemmeret, nemlig ved (i) almindelig tvangsakkord: så mange procent som tilbuddet i procent ligger under 100, dog mindst 60 pct., samt ved (ii) moratorium 60 pct. Akkorden er først gyldig, efter at den er stadfæstet af skifteretten. I perioden fra akkordforhandling åbnes og indtil dens afslutning fremgår det af konkurslovens § 171, at der ikke kan foretages arrest eller udlæg i skyldnerens aktiver, ligesom skyldnerens ejendom ikke kan tages til pant.

Under en tvangsakkord er en skyldner beskyttet mod konkurs. Det fremgår således af § 25 i konkursloven, at skifteretten på skyldnerens anmodning udsætter en afgørelse om konkurs, hvis der er åbnet forhandling om tvangsakkord. Dette vil dog kun være tilfældet, hvis skifteretten skønner, at der er en rimelig udsigt til, at akkorden vil komme i stand. Hvis akkordforslaget vedtages, bortfalder en begæring om konkurs.

Der har hidtil ikke været eksempler på tvangsakkord i danske pen-

geinstitutter. Der er dog ikke i lov om finansiel virksomhed bestemmelser, der hindrer en tvangsakkord.

6.2.5. Sammenlægning med et andet pengeinstitut

En mulighed for at opfylde kapitalkravene er, at pengeinstituttet sammenlægges med et andet pengeinstitut, der enten har overskydende kapital, eller som har bedre mulighed for hurtigt at få tilført yderligere kapital. Formelt kan en sammenlægning med et andet pengeinstitut finde sted på to måder: (i) beslutning om fusionen træffes ved en beslutning i de to selvstændige pengeinstitutter, eller (ii) aktierne i det nødlidende pengeinstitut overtages fuldt ud af et andet pengeinstitut, der herefter gennemfører fusionen. Endelig kan en sammenlægning gennemføres ved, at pengeinstitutvirksomheden i det kriseramte institut overdrages til et andet institut. I det følgende beskrives de to førstnævnte muligheder (i) og (ii), mens overdragelse af pengeinstitutvirksomheden beskrives i afsnit 6.2.6 nedenfor.

(i) Fusion med andet pengeinstitut

Ved en fusion ophører pengeinstituttet med at eksistere. Reglerne om fremgangsmåden ved fusion findes i aktieselskabslovens kapitel 15.

Ifølge aktieselskabsloven skal bestyrelserne i de fusionerende selskaber udarbejde en fusionsplan, som skal indeholde en række bestemmelser og oplysninger, bl.a. (i) de rettigheder i det fortsættende selskab, der tillægges eventuelle indehavere af aktier og gældsbreve med særlige rettigheder i et ophørende selskab, (ii) eventuelle andre foranstaltninger til fordel for aktionærer og gældsbreve i ophørende selskab, (iii) tidspunktet, hvor et ophørende selskabs rettigheder og forpligtelser regnskabsmæssigt overgår til det fortsættende selskab, (iv) enhver særlig fordel, der gives medlemmerne af selskabernes bestyrelser, repræsentantskab og direktion, samt (v) udkast til vedtægter, hvis der ved fusionen dannes et nyt selskab. Endvidere skal bestyrelserne i hvert af de fusionerende selskaber udarbejde en skriftlig redegørelse, hvor fusionsplanen forklares og begrundes. Redegørelsen skal omtale, hvordan vederlaget fastsættes for aktier i det ophørende selskab. Fusionsplanen skal indgives til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, der bekendtgør den i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens edb-informationssystem.

I hvert af de fusionerende selskaber udarbejder en eller flere uvildige, sagkyndige vurderingsmænd en skriftlig udtalelse om fusionspla-

nen. Udtalelsen skal indeholde en erklæring om, hvorvidt vederlaget for aktierne i det ophørende selskab er rimeligt og sagligt begrundet. Der skal også være en vurdering af de fremgangsmåder, som anvendes ved værdiansættelsen, ligesom vurderingsmændene skal afgive en erklæring om, hvorvidt kreditorerne i det enkelte selskab må antages at være tilstrækkelig sikrede efter fusionen. Vurderingsmændene skal udpeges blandt kredsen af personer, der er sagkyndige ved tvangsak-kord, jf. afsnit 6.2.4 ovenfor. Vurderingsmændenes erklæring indgives til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, der bekendtgør den i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens edb-informationssystem.

Beslutning om fusion træffes i et ophørende selskab af generalforsamlingen med det stemmeflertal, der kræves ved vedtægtsændringer, dvs. to tredjedele både af de afgivne stemmer samt af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital. Hvis et ophørende selskab er under likvidation, skal der også træffes beslutning om at hæve likvidationen, jf. afsnit 6.2.7. Generalforsamlingen skal indkaldes med det varsel, der er fastsat i vedtægterne, dog mindst 8 dage. Svarende til situationen med tilførsel af ny kapital kan Finanstilsynet dog i henhold til § 225, stk. 2 i lov om finansiell virksomhed bestemme, at indkaldelsen skal ske med kortere varsel end fastsat i vedtægterne, ligesom der i henhold til § 246, stk. 1 er mulighed for, at bestyrelsen kan indkalde generalforsamlingen med kun tre dages varsel. Tilsvarende kræver beslutning om fusion kun stemmeflertal svarende til to tredjedele af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital eller – hvis halvdelen af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen – med simpelt flertal, hvis der er tale om en situation, hvor Finanstilsynet har sat en frist for opfyldelse af kapitalkravet. Beslutning om fusion må dog ifølge aktieselskabsloven tidligst træffes fire uger efter, at fusionsplanen er blevet bekendtgjort gennem Erhvervs- og Selskabsstyrelsens edb-informationssystem.

I det fortsættende selskab træffes beslutning om fusion af bestyrelsen, medmindre fusionen indebærer vedtægtsændringer, hvilket kræver godkendelse af generalforsamlingen. Der er dog mulighed for, at 5 pct. af aktionærerne kan kræve, at generalforsamlingen træffer beslutning om fusionen, jf. aktieselskabslovens § 134e, stk. 2.

Ifølge § 204, stk. 1, i lov om finansiell virksomhed skal økonomi- og erhvervsministeren godkende sammenlægninger mellem finansielle virksomheder. Dette gælder også i det tilfælde, hvor der er tale om en sammenlægning med en udenlandsk finansiell virksomhed.

Ved fusionen overgår alle det ophørende selskabs rettigheder og

forpligtelser til det fortsættende selskab. Hvis vurderingsmændene når frem til, at kreditorerne ikke er tilstrækkelig sikrede efter fusionen, kan kreditorer, hvis fordringer er stiftet forud for bekendtgørelsen af fusionsplanen, og for hvilke der ikke er stillet særskilt sikkerhed, anmelde deres fordringer senest fire uger efter beslutning om fusionen. For ikke-forfaldne fordringer kan der forlanges betryggende sikkerhed.

Fusioner har skattemæssige konsekvenser, idet overdragelse af et selskabs formue til et andet selskab som udgangspunkt medfører beskatning i det ophørende selskab, der beskattes efter reglerne for likvidation. Et ophørende selskabs skattemæssige fradrag kan således ikke efter fusionen overføres som fradrag i det fortsættende selskab. Der er dog mulighed for skattefri fusion, hvis aktionærerne i det ophørende selskab kun betales med aktier i det fortsættende selskab.

(ii) Overdragelse af aktiekapitalen

Sammenlægningen med det andet pengeinstitut kan også ske ved, at det andet pengeinstitut køber aktierne i det nødlidende institut. Der er her tale om, at aktierne i det nødlidende pengeinstitut ved en almindelig aftale sælges til det andet pengeinstitut. Der er altså tale om et overtagelsestilbud, hvor de nye ejere tilbyder at købe aktierne til en bestemt kurs. Hvis pengeinstituttet er noteret på en børs eller autoriseret markedsplads, gælder bestemmelserne i lov om værdipapirhandel for tilbud om køb af aktier. I tilfælde af, at det overtagende institut har erhvervet mindst 70 pct. af aktierne, kan det kræve tvangsindløsning af minoritetsaktionærerne, jf. § 144, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed. Proceduren i forbindelse med en sådan tvangsindløsning af minoritetsaktionærerne er beskrevet i afsnit 6.2.2.

Det overtagende pengeinstitut kan udnytte den skattemæssige værdi af underskuddet i det nødlidende pengeinstitut. En mulighed er, at det overskudsgivende institut overtager visse af de tabsgivende aktiviteter i det nødlidende institut. En anden mulighed er, at det overtagende institut kan overføre overskudsgivende aktiviteter (f.eks. ejendomme) til det nødlidende pengeinstitut. Der kan eventuelt opnås tilladelse til sambeskatning af et moderselskab og et 100 pct.-ejet datterselskab. Denne sambeskatning fungerer således, at alle overskud og underskud i selskaber omfattet af sambeskatningen beskattes sammen.

Efter overtagelsen af aktierne kan der efterfølgende gennemføres en fusion mellem pengeinstituttet, der er blevet overtaget, og pengeinstituttet, som har overtaget aktierne. Hvis et selskab ejes fuldt ud af et andet selskab, træffes beslutning om fusion i både det ophørende og

det fortsættende selskab af bestyrelsen, jf. aktieselskabslovens § 134j, stk. 1.

6.2.6. Salg af pengeinstitutvirksomhed

Overdragelse af pengeinstitutvirksomheden eller dele af pengeinstitutvirksomheden til et andet pengeinstitut kan tænkes anvendt som et middel til at opfylde kapitalkravet. Ved at overdrage kapitalkrævende aktivposter til et andet pengeinstitut kan kapitalkravet således reduceres, idet pengeinstitutttet til gengæld for overdragelsen kan modtage aktiver, f.eks. fordringer på centralbanken, der ikke kræver kapital. Hvis hele pengeinstitutvirksomheden overdrages til et andet institut, vil der ikke længere være nogle kapitalkrav, som skal opfyldes.

I lov om finansiell virksomhed er der to bestemmelser, som letter muligheden for helt eller delvist at overdrage pengeinstitutvirksomheden til et andet pengeinstitut som middel til at opfylde kapitalkrav inden for den tidsfrist, der fastsættes af Finanstilsynet.

For det første fastsættes der i henhold til § 246 en procedure, som gør det muligt hurtigt at overdrage et pengeinstituts virksomhed helt eller delvist til et andet pengeinstitut. Hvis et pengeinstitut således ikke opfylder kapitalkravet, og hvis Finanstilsynet har fastsat en frist for retablering af kapitalen, jf. § 225, stk. 1, kan bestyrelsen indgå en aftale med et andet pengeinstitut om helt eller delvist at overdrage pengeinstitutvirksomheden i det nødlidende institut til det andet pengeinstitut. Aftalen skal godkendes af økonomiministeren i henhold til § 204, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed. Bestyrelsen kan herefter indkalde generalforsamlingen med en frist på tre dage til at godkende overdragelsen. I indkaldelsen til generalforsamlingen er det kun nødvendigt at fremlægge hovedindholdet af den påtænkte overdragelse, mens det fuldstændige forslag om overdragelse ikke skal fremlægges før senest 24 timer inden generalforsamlingen. Det fremgår af § 246, stk. 2, at bestyrelsens aftale om hel eller delvis overdragelse af pengeinstitutvirksomheden vil blive opretholdt, medmindre der på generalforsamlingen træffes beslutning om enten en kapitaludvidelse eller en likvidation. En likvidation kan ifølge § 246, stk. 2 kun gennemføres, hvis den sker under forhold, der kan godkendes af Finanstilsynet.

For det andet fastsættes der i § 247, stk. 1 adgang til for bestyrelsen at overdrage pengeinstitutkets virksomhed helt eller delvist til et andet pengeinstitut, hvis egenkapitalen i pengeinstitutttet er gået tabt. I denne situation får generalforsamlingen således ikke mulighed for at

træffe beslutning om overdragelsen. Det bestemmes i § 247, stk. 2, at bestyrelsen skal indkalde generalforsamlingen til et orienterende møde om beslutningen. Dette orienterende møde skal afholdes senest 8 dage efter beslutningen om overdragelse. Der kræves også i dette tilfælde økonomiministerens godkendelse af overdragelsen i henhold til § 204, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed.

Det fremgår af beskrivelsen i afsnit 6.2.5 ovenfor, at proceduren for en fusion fastlagt i aktieselskabsloven kan være vanskelig at gennemføre i en situation, hvor et pengeinstitut står i en krisesituation, og hvor det derfor kan være nødvendigt hurtigt at gennemføre en beslutning. På denne baggrund må det ventes, at beslutning om en sammenlægning af et nødlidende institut med et andet institut lettest kan gennemføres ved at overdrage den samlede pengeinstitutvirksomhed til et andet institut ved at benytte proceduren i § 246 eller i § 247 i lov om finansiel virksomhed. Bestemmelserne i § 246 og § 246 går tilbage til en ændring af bank- og sparekasseloven fremsat i oktober 1998. Ifølge lovbemærkningerne er det hensigten med bestemmelserne at forbedre muligheden for at handle og at handle hurtigt.⁷

En fuldstændig overdragelse af pengeinstitutvirksomheden til et andet institut kan også tænkes gennemført som et middel til at afvikle pengeinstituttet, hvis det viser sig umuligt at opfylde kapitalkravet inden for den tidsfrist, der stilles af Finanstilsynet. Det bestemmes således i lov om finansiel virksomhed, at pengeinstituttet skal afvikles, hvis et pengeinstitut ikke opfylder kapitalkravet inden for den af Finanstilsynet fastsatte frist, jf. beskrivelsen i afsnit 6.2.1. En mulighed for afvikling er, at selskabet overdrager pengeinstitutvirksomheden til et andet pengeinstitut. Det nødlidende selskab kan eventuelt fortsætte, men driver ikke længere virksomhed som pengeinstitut. Det bestemmes i lov om finansiel virksomhed § 227, at Finanstilsynet i dette tilfælde skal godkende afviklingens form, indhold og gennemførelse.

Det fremgår af § 7, stk. 4, i lov om finansiel virksomhed, at pengeinstitutter har eneret til ved henvendelse til offentligheden at tilbyde sig som modtagere af indlån. Hvis pengeinstitutvirksomheden derfor skal afvikles, kræver det, at der sker en overdragelse af alle indlån til det nye selskab. Der er i dette tilfælde tale om et debitorskifte, som kræver indskydernes indforståelse.

En mulighed er, at pengeinstituttets kernevirksomhed kan videre-

7 Lovbestemmelserne går tilbage til anbefalingerne i Økonomiministeriets rapport fra 1997 om "Håndtering af pengeinstitutkriser", se Økonomiministeriet (1997).

føres ved, at de rentable aktiviteter – f.eks. sunde udlån, værdipapirbeholdninger og indskud – i et pengeinstitut sælges til et andet pengeinstitut. Pengeinstituttet kan f.eks. sælge de rentable aktiviteter til et andet pengeinstitut. Tilbage i pengeinstituttet bliver de ikke-rentable aktiviteter, f.eks. usikre udlån. Pengeinstituttet forvandles herved til et "skraldespandsselskab", der efterfølgende kan gå i konkurs, eller som eventuelt kan blive drevet videre af kreditorerne. Ved en gradvis afvikling af de ikke-rentable aktiviteter i et skraldespandsselskab er det muligt, at kreditorerne kan opnå en bedre afvikling af virksomheden, end hvis der var tale om en konkursbehandling.

Eventuelt kan de rentable aktiviteter forudgående udskilles i et særligt datterselskab, hvorefter aktierne i datterselskabet overdrages til nye ejere, eller datterselskabet fusioneres med et andet pengeinstitut. Hvis indskud også overdrages til et sådant datterselskab, er det en komplikation ved denne konstruktion, at datterselskabet skal have status som et pengeinstitut, hvis der fortsat skal ske en aktiv håndtering af indlånene, idet pengeinstitutter ifølge lov om finansiell virksomhed har eneret på at henvende sig til offentligheden om at modtage indskud.

6.2.7. Pengeinstituttets afvikling gennem likvidation

Hvis et pengeinstituts tilladelse er inddraget, skal pengeinstituttet som omtalt i afsnit 6.2.1 afvikles. En mulighed for afvikling er likvidation.

Der skelnes mellem frivillig likvidation og tvangsmæssig likvidation. I tilfælde af frivillig likvidation vælger det finansielle institut selv at træde i likvidation i henhold til reglerne i aktieselskabsloven. En sådan beslutning skal straks meddeles Finanstilsynet, jf. lov om finansiell virksomhed § 228, stk. 2. Beslutning om likvidation træffes af generalforsamlingen efter samme procedure som ved vedtægtsændringer, dvs. med to tredjedele flertal af de afgivne stemmer og af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital, medmindre andet er bestemt i vedtægterne. Hvis Finanstilsynet har stillet en frist for retablering af kapitalen, kan beslutningen på generalforsamlingen træffes med to tredjedele af den på generalforsamlingen repræsenterede kapital eller – hvis halvdelen af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen – med simpelt flertal, jf. § 246 i lov om finansiell virksomhed.

Det finansielle instituts beslutning om likvidation kan eventuelt

træffes efter opfordring fra Finanstilsynet, der giver instituttet en tidsperiode til selv at træffe beslutningen, jf. lov om finansiel virksomhed § 228, stk. 1. Hvis pengeinstituttet i løbet af denne tidsfrist ikke selv har truffet beslutning om likvidation, kan beslutningen træffes af Finanstilsynet. Der tales i dette tilfælde om tvangsmæssig likvidation.

Fremgangsmåden ved aktieselskabers likvidation er beskrevet i aktieselskabslovens kapitel 16. Denne fremgangsmåde er modificeret ved bestemmelser i lov om finansiel virksomhed. Ifølge lov om finansiel virksomhed § 231, stk. 1, likvideres et pengeinstitut således af en eller flere likvidatorer, der udnævnes af økonomi- og erhvervsministeren. En af disse likvidatorer skal være jurist. Det følger af aktieselskabslovens § 121, stk. 1, at likvidatorerne træder i bestyrelsens og direktionens sted. Finanstilsynet kan suspendere en finansiel virksomheds vedtægter under likvidationen, jf. § 232, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed.

Senest to uger efter beslutningen om likvidation skal likvidatorerne – samtidig med at der gives meddelelse til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen – give selskabets kreditorer meddelelse om likvidationen. Samtidig skal de gennem Erhvervs- og Selskabsstyrelsens edb-informationssystem opfordre selskabets kreditorer til at anmelde deres krav til likvidator.

Det er målet for likvidationen at afvikle selskabet. Finanstilsynet kan i henhold til § 226, stk. 2 fastsætte en tidsfrist, inden for hvilken likvidationen skal være gennemført. Udlodning til aktionærer kan først foretages, efter at al gæld er betalt. Det endelige likvidationsregnskab skal godkendes af generalforsamlingen. Senest to uger efter generalforsamlingen skal likvidatorerne anmode Erhvervs- og Selskabsstyrelsen om at slette selskabet.

Hvis likvidatorerne under likvidationsbehandlingen finder, at likvidationen ikke vil give fuld dækning til kreditorerne, skal de indkalde generalforsamlingen til beslutning om indgivelse af konkursbegæring. Selskabet overgår herved til behandling under konkurs (se afsnit 6.2.8). Det bestemmes i lov om finansiel virksomhed § 233, at begæring om konkurs af en finansiel virksomhed under likvidation også kan indgives af Finanstilsynet.

Viser det sig under likvidationen, at de forhold, der har ført til selskabets likvidation, ikke længere foreligger, skal likvidatorerne indkalde en generalforsamling, der kan vedtage, at likvidationen hæves, og at selskabet genoptager virksomheden. Beslutningen skal i givet fald træffes med et flertal svarende til en vedtægtsændring. Sker der en sådan vedtagelse, skal der udarbejdes en erklæring fra en vurderings-

mand om, at kapitalen er til stede. Aktiekapitalen skal nedskrives til det beløb, der er i behold.

6.2.8. Pengeinstituttets afvikling gennem konkurs

Det bestemmes i konkurslovens § 17, stk. 1, at en skyldners bo skal tages under konkursbehandling, når skyldneren er insolvent, og konkurs begæres af skyldneren eller fordringshaveren. Hertil kommer ifølge lov om finansiell virksomhed § 234, stk. 1, at Finanstilsynet kan indgive begæring om konkurs, når en finansiell virksomhed er insolvent. Hvis et finansielt institut er under likvidation, kan konkursbegæring kun indgives af likvidatorerne og Finanstilsynet. Begæring om konkurs indgives til skifteretten på det sted, hvorfra skyldnerens erhvervsmæssige virksomhed udøves.

Ifølge konkurslovens § 17, stk. 2 er en skyldner insolvent, hvis vedkommende ikke kan opfylde sine forpligtelser, efterhånden som de forfalder, medmindre betalingsudygtigheden må antages at være forbigående. Det bestemmes dog i lov om finansiell virksomhed (§ 234, stk. 2), at en finansiell virksomhed, som ikke kan opfylde sine forpligtelser med hensyn til efterstillet kapital optaget som hybrid kernekapital eller ansvarlig lånekapital, ikke anses for at være insolvent.

Fremgangsmåden ved konkurs er behandlet i konkurslovens kapitel 3 med de modifikationer, der findes i lov om finansiell virksomhed. Ved afsigelsen af konkursdekretet mister skyldner, dvs. pengeinstituttet, rådigheden over sine midler. Når konkursdekretet er afsagt, udpeger skifteretten efter forhandling med Finanstilsynet en eller flere kuratorer. Er der udpeget flere kuratorer, tegner disse boet hver for sig, medmindre skifteretten bestemmer noget andet. En af kuratorerne skal være jurist. Kuratorerne skal ved udførelsen af deres hverv varetage boets interesser og herunder sikre boets aktiver. De skal i denne forbindelse foretage de fornødne skridt til værn mod uberettigede dispositioner over aktiverne samt repræsentere boet i enhver henseende. Kuratorerne kan for boets regning antage fagkyndig bistand. Kuratorerne skal snarest tage skridt til at registrere alle fordringer mod boet.

Skifteretten kan nedsætte et kreditorudvalg, hvis det skønnes nødvendigt. Kurator skal underrette kreditorudvalget om alle vigtige dispositioner samt om påtænkte, væsentlige dispositioner, medmindre disse ikke kan udsættes uden skade for boet. Finanstilsynet har ret til at deltage i møder i kreditorudvalget.

Skifteretten kan indkalde til skiftesamlinger, hvor fordringshaverne er repræsenteret. Indkaldelse skal ske, når kurator eller et medlem af kreditorudvalget begærer det. Finanstilsynet har ret til at deltage i skiftesamlingerne.

Et bo kan indgå i aftaler, som skyldneren har indgået. Medkontra-henter kan forlange, at boet uden ugrundet ophold tager stilling til, om det vil indtræde i aftalen.

Konkursmassen anvendes til at fyldestgøre fordringer for personer, der ved konkursdekretets afsigelse har krav mod skyldneren. Fortrinsstillingen for krav fremgår af konkursordenen, der findes i konkurslovens § 93-98. Der er følgende konkursorden: (1) forud for anden gæld betales bl.a. omkostninger ved konkursens indtræden og omkostninger ved boets behandling samt gæld, der pådrages boet under dets behandling, (2) dernæst kommer bl.a. anden gæld, som skyldneren efter fristdagen har pådraget sig med samtykke af et af skifteretten beskikket tilsyn (fristdagen defineres som den dag, hvor skifteretten modtager begæring om konkurs), herunder bl.a. gæld der stiftes under forgæves forsøg på at undgå konkursen i forbindelse med likvidation, tvangsakkord o. lign., (3) dernæst kommer bl.a. krav på løn og andet vederlag for arbejde i skyldnerens tjeneste, som er forfaldet i tidsrummet fra 6 måneder før fristdagen indtil konkursdekretets afsigelse, (4) dernæst kommer bl.a. leverandørers krav på afgift af varer, (5) alle øvrige fordringer (simple krav), samt endelig (6) bl.a. krav på renter, som påløber efter konkursdekretets afsigelse.

Konkursbehandlingen afsluttes, efter at boets aktiver er realiseret, tilgodehavenderne er inddrevet, og eventuelle tvister er endelig afgjort. Finanstilsynet kan fastsætte en tidsfrist, inden for hvilken konkursen skal være gennemført. Ved konkursens afslutning udarbejder kurator et udkast til regnskab og et forslag til endelig udlodning. Regnskabet forelægges en skiftesamling, hvor fordringshaverne har mulighed for at udtale sig. Derefter skal skifteretten stadfæste udkastet til regnskab og udlodning, hvorefter den endelige udlodning finder sted. Når konkursen er afsluttet, slettes selskabet (aktieselskabsloven § 127, stk. 2).

Ved en lovændring i juni 2007 blev der givet mulighed for, at pengeinstitutter kan finansiere boliglån gennem udstedelse af særligt dækkede obligationer. I en ny § 152a i lov om finansiel virksomhed fastsættes det, at pengeinstitutter med tilladelse til at udstede særligt dækkede obligationer skal etablere og opretholde en gruppe af aktiver, der skal holdes adskilt fra pengeinstituttets øvrige aktiver.

Det bestemmes videre i lov om finansiel virksomhed, at aktiver-

nes samlede værdi til enhver tid mindst skal svare til værdien af de udstedte særligt dækkede obligationer (§ 152a i lov om finansiell virksomhed). Aktivernes samlede værdi skal også være så stor, at aktiverne giver sikkerhed for de udstedte obligationer inden for de lånegrænser, der gælder ved udstedelsen af den pågældende type særligt dækkede obligationer. For at sikre, at der er tilstrækkelige aktiver i registret, kan pengeinstituttet eventuelt optage lån (§ 152b i lov om finansiell virksomhed). Det skal i så fald specificeres i låneaftalen, at låneprovenuets anvendelse til finansiering af supplerende sikkerhed for særligt dækkede obligationer, og det skal angives, i hvilket register lånemidlerne er blevet indskudt.

Det bestemmes i lov om finansiell virksomhed § 247a, stk. 1, at forpligtelserne i forbindelse med pengeinstituttets særligt dækkede obligationer samt registret til sikkerhed for de særligt dækkede obligationer overgår til en særlig administration, hvis enten (i) Finanstilsynet inddrager et pengeinstituts tilladelse i henhold til § 224, stk. 1 (se afsnit 6.2.1 ovenfor), (ii) pengeinstituttet eller Finanstilsynet indgiver begæring om konkurs, samt (iii) pengeinstituttet efter begæring fra andre erklæres konkurs. I dette tilfælde udnævner Finanstilsynet en administrator (som eventuelt kan udpege andre administratorer) til at overtage tilbagebetalingen til indehaverne af de særligt dækkede obligationer. Administrationsboet er under tilsyn af Finanstilsynet. Administrationsboet skal underrette låntagerne om, at betalinger fremover skal ske til administrationsboet. De registrerede aktiver til dækning for de særligt dækkede obligationer skal overdrages til administrationsboet. Aktiverne i registreret anvendes til betaling på de særligt dækkede obligationer samt til dækning af administrationsboets udgifter (§ 247d, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed). Eventuelle overskydende indtægter fra aktiverne i registret skal anvendes til at dække betalinger i forbindelse med de lån, der har været optaget for at stille supplerende sikkerhed for de særligt dækkede obligationer, der er udstedt på grundlag af det pågældende register. Hvis der ikke er tilstrækkeligt med midler til at dække betalinger på de særligt dækkede obligationer samt betalinger i forbindelse med de lån, som har været anvendt til at skaffe supplerende sikkerhed, kan administrationsboet anmelde krav på pengeinstituttets konkursbo. I dette tilfælde indgår kravene i forbindelse med de særligt dækkede obligationer samt kravene i forbindelse med lån optaget for at skaffe supplerende sikkerhed som simple fordringer på boet på linie med andre fordringer. Eventuelle overskydende midler fra administrationsboet skal overføres til konkursboet.

6.2.9. Forløbet af betalingsstandsning

Hvis de forskellige løsningsmuligheder omtalt i afsnit 6.2.2-6.2.3 samt 6.2.5-6.2.6 ovenfor kan gennemføres i løbet af en kort tidsperiode, er der ikke behov for en betalingsstandsning i pengeinstituttet. Betalingsstandsning kan imidlertid anvendes til at sikre ro for at finde en varig løsning på pengeinstituttets problemer. Hertil kommer, at der ofte kan opstå en situation med udtræk for pengeinstituttet, som umuliggør pengeinstituttets videre drift, og det kan i denne situation være hensigtsmæssigt (eller nødvendigt) at iværksætte en betalingsstandsning.

En betalingsstandsning kan også være nødvendig, hvis pengeinstitutter går i likvidation, dvs. situationen omtalt i afsnit 6.2.7 ovenfor, idet det også i denne situation vil være muligt for pengeinstituttets kreditorer at trække sig ud af pengeinstituttet. I tilfældet med en tvangsakkord er en betalingsstandsning ikke nødvendig, da pengeinstituttet under akkordforhandlingen er beskyttet mod kreditorens udtræk, jf. afsnit 6.2.4 ovenfor. Det samme gælder under konkurs, jf. afsnit 6.2.8 ovenfor.

Reglerne for betalingsstandsning findes i konkurslovens kapitel 2. Herudover er der også i lov om finansiel virksomhed bestemmelser om betalingsstandsning (§ 238 i lov om finansiel virksomhed).

Betalingsstandsning kan ifølge konkurslovens § 10, stk. 1 anmeldes af skyldnere, der har standset deres betalinger. Hertil kommer, at Finanstilsynet (i henhold til § 238 i lov om finansiel virksomhed) kan anmelde betalingsstandsning, når hensynet til indskydernes, obligationsejernes eller investorernes interesser tilsiger det.

Skifteretten beskikker efter skyldnerens anmeldelse om betalingsstandsning et tilsyn for skyldneren. Ved anmeldelsen af betalingsstandsning skal skyldneren stille forslag om, hvem der skal være tilsyn under betalingsstandsningen ledsaget af en erklæring fra vedkommende om, at han er villig til at påtage sig hvervet. Skifteretten er dog ikke bundet af skyldnerens forslag. Tilsvarende skal Finanstilsynets anmeldelse af betalingsstandsning være ledsaget af forslag om en eller flere personer, der er egnede og villige til at påtage sig hvervet som tilsyn under betalingsstandsningen.

Tilsynet med betalingsstandsningen skal være upartisk. For at støtte kreditorernes interesse kan skifteretten efter begæring nedsætte et kreditorudvalg med højst 3 medlemmer. Hvis der i skyldnerens virksomhed er beskæftiget mere end 25 ansatte, er en repræsentant for de ansatte berettiget til at indtræde i udvalget, der i så fald udgøres af højst 4 medlemmer. Tilsynet for betalingsstandsningen skal løbende

holde kreditorudvalget underrettet om betalingsstandsningens forløb. Hvis en fjerdedel af de usikrede fordringshavere gør indsigelse mod særlig væsentlige dispositioner, som tilsynet for betalingsstandsning tænker at varetage, skal tilsynet indkalde til et møde med fordringshaverne, og tilsynet må kun gennemføre dispositionen, hvis et flertal af fordringshavere ved dette møde godkender dispositionen.

Samtidig med beslutning om nedsættelse af tilsyn fastsætter skifteretten tidspunktet for et møde med fordringshaverne. Mødet skal afholdes senest tre uger efter modtagelse af anmeldelsen. Tilsynet skal senest en uge efter beskikkelsen udsende en meddelelse om betalingsstandsningen til samtlige kendte fordringshavere med genpart til skifteretten. Meddelelsen skal vedlægges skyldnerens seneste årsregnskab samt oplysning om bl.a. (i) skyldnerens vigtigste aktiver og passiver samt så vidt muligt en kreditorfortegnelse med angivelse af sikkerheder, (ii) en redegørelse for årsagerne til og formålet med betalingsstandsningen, samt (iii) oplysning om tidspunktet for mødet med fordringshaverne. I forbindelse med mødet med fordringshaverne tager skifteretten stilling til, om betalingsstandsningen kan opretholdes.

Under betalingsstandsningen må skyldneren ikke foretage dispositioner af væsentlig betydning uden tilsynets samtykke. Betaling af gæld må kun ske i overensstemmelse med konkursordenen, eller hvis betaling er nødvendig for at afværge tab. Under betalingsstandsningen er skyldneren beskyttet mod krav fra kreditorerne, idet arrest eller udlæg ikke kan foretages i skyldnerens aktiver, og skyldnerens ejendom kan ikke bruges som pant. Ansatte, der er aflønnet bagud, kan kræve betryggende sikkerhed for deres krav.

Skifteretten træffer beslutning om, at betalingsstandsningen ophører, hvis (i) betalingsstandsningen savner et rimeligt formål, (ii) skyldneren ikke samarbejder loyalt, samt (iii) hvis der i øvrigt ikke på betryggende måde arbejdes på at opnå en samlet ordning med kreditorerne. Endvidere bestemmes det i konkursloven, at betalingsstandsningen ophører, hvis (iv) skyldneren tilbagekalder anmeldelsen, (v) der åbnes forhandling om tvangsakkord, eller (vi) der er gået tre måneder fra fristdagen, dvs. den dag, da skifteretten modtog anmeldelse om betalingsstandsning. Vedrørende mulighed (iv) – dvs. skyldnerens tilbagekaldelse af anmodning om betalingsstandsning – bestemmes det i lov om finansiel virksomhed, at den forudsætter Finanstilsynets samtykke. Vedrørende (vi) bestemmes det i konkursloven, at skifteretten under særlige omstændigheder kan forlænge perioden med betalingsstandsning med tre måneder ad gangen.

Det bestemmes i lov om indskydergarantifonden, at indskydergarantifonden har pligt til at udbetale kunders indeståender i et pengeinstitut senest 7 dage efter anmeldelse af betalingsstandsning. Siden 1995 har fonden dækket indskud op til 300.000 kr. Visse indskud dækkes dog ubegrænset, således f.eks. indeståender på pensionskonti. Det skønnes, at ca. halvdelen af alle indskud i danske pengeinstitutter er dækket af fonden.⁸ Efter udbetalingen af indskuddet indtræder Indskydergarantifonden i indskyderens sted som fordringshaver på pengeinstituttet.

Hvis en virksomhed er i betalingsstandsning, kan skifteretten bestemme, at den ikke kan gå konkurs, dvs. der vil være en beskyttelse mod konkurs. Det fremgår således af § 24 i konkursloven, at skifteretten på skyldnerens begæring kan udsætte en afgørelse om konkurs, hvis skifteretten skønner, at der er en rimelig udsigt til, at der opnås en ordning med kreditorerne.

6.3. Soliditetskriser i realkreditinstitutter

6.3.1. Forløbet af soliditetskrise i realkreditinstitutter

Realkreditinstitutter er ifølge lov om finansiel virksomhed (§ 8, stk. 1) kendetegnet ved, at de som hovedaktivitet yder realkreditlån, dvs. lån mod registreret pant i fast ejendom under de betingelser, der fastsættes i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. (i det følgende benævnt realkreditloven).⁹ Til finansiering af realkreditlån kan realkreditinstitutter udstede fire typer af værdipapirer: (i) realkreditobligationer, (ii) andre værdipapirer, (iii) særligt dækkede realkreditobligationer, samt (iv) særligt dækkede obligationer. Midler fremkommet fra realkreditobligationer og andre værdipapirer samt også særligt dækkede realkreditobligationer må ifølge § 20 i realkreditloven kun anvendes til udlån mod pant i fast ejendom samt til udlån til offentlige myndigheder under de betingelser, der fremgår af realkreditloven, herunder grænser for løbetid og lånegrænser. Midlerne fra særligt dækkede obligationer udstedt af realkreditinstitutter kan både anvendes til udlån mod pant i fast ejendom under de betingelser, som er fastsat i realkreditloven, samt til udlån mod sikkerhed i en

8 Se Økonomiministeriet (1997).

9 Lov nr. 454 af 10. juni 2003 med senere ændringer.

række andre aktiver, således bl.a. udlån mod sikkerhed i obligationer udstedt af kreditinstitutter.¹⁰

Da reglerne om sikkerhedsstillelse m.v. er ens for realkreditobligationer og andre værdipapirer udstedt af et realkreditinstitut, tales der i det følgende for at lette fremstillingen kun om realkreditobligationer samt om ejere af realkreditobligationer.¹¹ Tilsvarende tales der i det følgende kun om særligt dækkede realkreditobligationer samt om ejere af særligt dækkede realkreditobligationer, da reglerne om sikkerhedsstillelse m.v. er ens for særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer udstedt af realkreditinstitutter.

Det gælder for realkreditinstitutter, at der skal opfyldes to former for kapitalkrav: (i) et krav om en mindste størrelse for reservefonde i enkelte serier, samt (ii) et krav om kapital for instituttet som helhed. I det følgende ses der først på forløbet af en situation, hvor der er mangel på kapital i en enkelt serie. Dernæst ses der på situationen, hvor realkreditinstituttet som helhed ikke opfylder kapitalkravet.

(i) Manglende opfyldelse af kapitalkrav i enkelte serier

Ifølge realkreditloven skal ydelse af realkreditlån og udstedelse af realkreditobligationer og andre værdipapirer til finansiering af realkreditlån ske i serier, jf. § 22, stk. 1. Ifølge § 22, stk. 2 i realkreditloven kan det i vilkårene for en serie bestemmes, at obligationsejerne i den pågældende serie kun retter deres krav mod serien. Eventuelt er der mulighed for solidarisk hæftelse mellem serier, således at ejere af realkreditobligationer i en serie også kan rette deres krav mod andre serier, jf. § 22, stk. 2 og § 24, stk. 4. Det bestemmes videre i realkreditloven (§ 25, stk. 1), at der i serier for realkreditobligationer, hvor obligationsejere alene kan rette deres krav mod serien, skal oprettes seriereservefonde.

10 Reglerne for særligt dækkede obligationer udstedt af realkreditinstitutter svarer til reglerne for pengeinstitutters udstedelse af særligt dækkede obligationer, bortset fra at realkreditinstitutterne ikke har adgang til at finansiere udlån med sikkerhed i pant i skibe, jf. § 33b i realkreditloven og § 152c i lov om finansiell virksomhed.

11 Frem til ændringen af realkreditloven i juni 2007 indgik det som et krav, at realkreditobligationer skulle være omsættelige massegældsbreve optaget til notering på en fondsbørs. Andre værdipapirer var herved værdipapirer anvendt af realkreditinstituttet til finansiering af udlån mod pant i fast ejendom, men som ikke havde karakter af massegældsbreve, eller som ikke var optaget til notering på en fondsbørs. Med lovændringen i juni 2007 er kravet om realkreditobligationer som massegældsbreve noteret på en fondsbørs faldet bort. Der er herved ikke længere forskel på realkreditobligationer og andre værdipapirer. Realkreditloven skelner dog fortsat mellem de to typer af værdipapirer udstedt af realkreditinstitutter.

I seriereservefondene indlægges de aktiver, der er stillet som sikkerhed for realkreditobligationerne. For realkreditobligationerne er der således i seriereservefondene indlagt de udlån mod pant i fast ejendom, som midlerne fra udstedelsen af de pågældende realkreditobligationer har været anvendt til at finansiere. Endvidere kan der i seriereservefonden være indlagt finansielle instrumenter, der bruges til at afdække risici i forbindelse med forskelle i aktiv- og passivside ved udstedelse af realkreditobligationer (realkreditlovens § 26, stk. 4). Det drejer sig i den sidste forbindelse om finansielle instrumenter, der bruges til at afdække rente- og valutarisici ved udstedelse af realkreditobligationer, således at der etableres balance mellem aktiv- og passivside.

For særligt dækkede realkreditobligationer samt særligt dækkede obligationer udstedt af realkreditinstitutter gælder det, at udstedelsen ligeledes skal foregå i serier. Endvidere bestemmes det, at der for disse serier skal oprettes seriereservefonde (realkreditlovens § 33a, stk. 2). I seriereservefonden indlægges som sikkerhed de aktiver, som udstedelsen af de særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer har været anvendt til at finansiere, dvs. udlån mod pant i fast ejendom samt eventuelle andre aktiver. Det bestemmes videre, at værdien af de aktiver, der dækker de særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer til enhver tid skal svare til mindst værdien af de udstedte særligt dækkede realkreditobligationer og obligationer, ligesom pantsikkerheden for lånegrænserne skal overholdes (realkreditlovens § 33a, stk. 3 samt § 33b, stk. 3). Hvis værdien af aktiverne i seriereservefonden ikke længere svarer til værdien af de udstedte særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer, skal realkreditinstituttet indskyde supplerende sikkerhed i fonden (realkreditlovens § 33d, stk. 1). Som supplerende sikkerhed er det kun tilladt at indskyde bestemte former for aktiver, bl.a. statsobligationer og obligationer udstedt af kreditinstitutter (realkreditlovens § 33d, stk. 1). Hvis et realkreditinstitut ikke indskyder supplerende sikkerhed, mister obligationerne i den pågældende serie betegnelsen særligt dækkede realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer (realkreditlovens § 33d, stk. 2).

Det bestemmes i realkreditlovens § 23, stk. 1, at låntagerne kun hæfter for lånet. Der kan således som udgangspunkt ikke gøres krav gældende mod låntagere udover lånets hovedstol. Der er imidlertid mulighed for at gøre solidarisk hæftelse gældende mellem låntagerne i de enkelte serier. Ifølge § 24, stk. 1 i realkreditloven kan det således i vilkårene for en serie fastsættes, at låntagerne ud over lånet hæfter

solidarisk over for serien med et beløb svarende til en nærmere fastsat andel af pantebrevets hovedstol med fradrag af en forholdsmæssig andel af seriereservefondens midler. Der er altså i disse serier mulighed for solidarisk hæftelse, men kun op til en bestemt andel af pantebrevets hovedstol. I praksis viser den solidariske hæftelse sig ved, at realkreditinstituttet har mulighed for at opkræve ekstraordinære bidrag til seriens reservefond.

Det er kun i de ældste serier med seriereservefonde, at der er solidarisk hæftelse mellem serierne, mens obligationsejerne i de senere serier med reservefonde kun kan rette krav mod fonden i den pågældende serie. Tilsvarende har realkreditinstitutterne for nyere serier opgivet den solidariske hæftelse mellem låntagerne inden for en serie. Siden midten af 1990'erne er nogle realkreditinstitutterne ophørt med at udstede serier med reservefonde. Obligationsejerne kan herved alene rette deres krav mod realkreditinstituttet i øvrigt.

Det bestemmes i § 124, stk. 8 i lov om finansiell virksomhed, at solvenskravet i serier med seriereservefonde skal være opfyldt i de enkelte serier, dvs. at kravet om en basiskapital på 8 pct. af de risikovægtede aktiver skal være opfyldt i hver enkelt serie.

Det bestemmes i realkreditlovens § 26, stk. 2, at der skal ske overførsel af midler til en seriereservefond fra realkreditinstituttet i øvrigt, hvis dette er nødvendigt for at opfylde solvenskravet til en serie. En manglende opfyldelse af solvenskravet i en enkelt serie må derfor ventes løst gennem en overførsel af midler fra realkreditinstituttet. Hvis der er solidarisk hæftelse mellem obligationsserier, kan manglende opfyldelse af solvenskravet i en enkelt serie også løses gennem overførsel af midler fra andre seriereservefonde, hvor der er overdækning i forhold til solvenskravet.

En overførsel af midler fra realkreditinstituttet til en enkelt serie kan imidlertid kun finde sted, hvis realkreditinstituttet selv opfylder solvenskravet. Det bestemmes i realkreditlovens § 26, stk. 1, at midlerne i de enkelte reservefonde skal holdes adskilt fra de øvrige midler i realkreditinstituttet. Der åbnes imidlertid i § 26, stk. 3 mulighed for, at et realkreditinstitut i sine vedtægter eller i lånevilkårene kan fastsætte, at der skal overføres midler fra en serie eller gruppe af serier med reservefond til realkreditinstituttet i øvrigt, såfremt seriereservefonden er eller bliver større end krævet i henhold til solvenskravet.

Hvis der derfor er tale om en manglende opfyldelse af solvenskravet i en enkelt serie, må det ventes, at realkreditinstituttet vil søge kapitalmanglen dækket enten gennem overførsel fra realkreditinstituttet

i øvrigt eller gennem overførsel fra serier med overskydende midler. Hvis realkreditinstituttet ikke selv har overskydende midler i forhold til solvenskravet, kan realkreditinstituttet – hvis der er mulighed for det i vedtægterne eller i serievilkårene – overføre midler fra serier med overskydende midler til realkreditinstituttet. Herfra kan midlerne overføres til den eller de serier, hvor solvenskravet ikke er opfyldt. I praksis bliver der herved solidarisk hæftelse mellem serierne.

(ii) Manglende opfyldelse af kapitalkravet for instituttet som helhed

Kravene til mindstekapital for realkreditinstituttet som helhed fremgår af § 124, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed og svarer til kravene for pengeinstitutter, dvs. at instituttet skal opfylde et krav om en basiskapital, der svarer til 8 pct. af de risikovægtede aktiver (solvenskravet). Kapitalen skal dog mindst udgøre 8 mill. euro. (minimumskapitalkravet).

Ved en manglende opfyldelse af kapitalkravet i et realkreditinstitut skal der følges samme procedure som for pengeinstitutter. Det følger således af § 225, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed, at Finanstilsynet i det tilfælde, at et realkreditinstitut ikke opfylder kravene til mindstekapital, skal give det pågældende institut en frist til at opfylde kravene. En solvenskrise i et realkreditinstitut kan derfor håndteres på samme måde som en solvenskrise i et pengeinstitut, dvs. gennem (i) tilførsel af ny kapital til dækning af solvenskravet, (ii) ændringer i aktivsammensætningen, (iii) nedskrivning af gæld, (iv) sammenlægning med et andet realkreditinstitut, (v) frasalg af realkreditvirksomheden helt eller delvist, (v) afvikling gennem likvidation, samt (vi) afvikling gennem konkurs.

Herudover kan et realkreditinstitut som en yderligere mulighed skaffe kapital gennem forhøjelse af bidragene fra låntagerne. Denne løsning forudsætter, at Finanstilsynet i tilfælde af en solvenskrise i et realkreditinstitut stiller en så lang tidsfrist, at der bliver mulighed for at forhøje bidragene og derved øge kapitalen. Hvis solvensproblemerne kun optræder i enkelte realkreditinstitutter, eller er større i nogle institutter i forhold til andre, må det ventes, at forhøjelsen af bidragene fører til en negativ udvikling, hvor de mest solide låntagere opsiger deres lån og søger over i andre institutter. Dette kan føre til en selvforstærkende proces, hvor et realkreditinstitut står tilbage med de dårligste låntagere og til sidst må anvende en af mulighederne (i)-(vi) for at komme over solvenskrisen.

Da realkreditinstituttets aktiver i hovedsagen består af realkreditlån, vil der kun være begrænset mulighed for at løse solvenskrisen gennem

ændringer i aktivsammensætningen, dvs. løsningsmodel (ii) kan kun anvendes i begrænset omfang.

Det må ventes, at der ved udsigten til en krise i et realkreditinstitut vil ske et fald i kursen på instituttets obligationer. Investorerne på obligationsmarkederne vil kræve et risikotillæg i forventning om, at det med en vis sandsynlighed kommer til en situation, hvor obligationsejerne lider et tab, nemlig hvis krisen i realkreditinstituttet fører til en nedskrivning af værdien af realkreditobligationerne, dvs. mulighed (iii) ovenfor, eller hvis realkreditinstituttet afvikles gennem likvidation eller konkurs, dvs. mulighed (v) og (vi) ovenfor. Et sådant fald i kursen på de udstedte obligationer gør det svært for realkreditinstituttet at yde nye lån, idet instituttets finansieringsomkostninger vil komme til at ligge højere end for andre realkreditinstitutter.

Faldet i kursen på realkreditobligationer vil skabe et pres for at finde en hurtig løsning på krisen i realkreditinstitutter. For det første kan det være, at forventningen om tab i et realkreditinstitut kan skabe en forventning om, at der også er tab i andre realkreditinstitutter, hvorved kursen på andre realkreditobligationer også vil falde. Der bliver herved tale om en generel forhøjelse af finansieringsomkostningerne i forbindelse med boliglån. For det andet vil faldet i kursen på instituttets realkreditobligationer medføre, at nye realkreditlån vil blive optaget gennem andre realkreditinstitutter. Det kan eventuelt være svært for andre realkreditinstitutter og andre udstedere af boliglån med kort varsel at udvide mængden af boliglån.

På grund af fortrinsstillingen for obligationsejerne vil forløbet af en likvidation eller konkurs i et realkreditinstitut blive anderledes end for et pengeinstitut. Forløbet af en likvidation i et realkreditinstitut beskrives nedenfor i afsnit 6.3.2, mens konkurs beskrives i afsnit 6.3.3.

6.3.2. Likvidation i realkreditinstitutter

Hvis realkreditinstituttet ikke efter udløbet af Finanstilsynets tidsfrist opfylder solvenskravet, er det en mulighed, at Finanstilsynet kræver, at selskabet træder i likvidation. Dette svarer til de regler, der gælder for et pengeinstitut, og der er tale om den samme fremgangsmåde som for pengeinstitutter (se afsnit 6.2.7).

Det er sandsynligt, at der samtidig med beslutning om likvidation af et realkreditinstitut sker en betalingsstandsning, idet kreditorer vil gøre forsøg på at trække deres tilgodehavender ud af instituttet. I § 32, stk. 1 i realkreditloven bestemmes det, at et realkreditinstitut

i tilfælde af betalingsstandsning i videst muligt omfang fortsat skal betale på realkreditobligationer og andre værdipapirer udstedt af realkreditinstituttet, medmindre det beskikkede tilsyn bestemmer andet. Tilsvarende gælder det, at realkreditinstitutter under likvidation også skal betale på særligt dækkede realkreditinstitutter og særligt dækkede obligationer udstedt af realkreditinstituttet. Instituttet kan eventuelt optage lån under betalingsstandsningen for at dække obligationsejerne (realkreditlovens § 32, stk. 1).

6.3.3. Konkurs i realkreditinstitutter

Under konkursbehandlingen er det målet så vidt muligt at fortsætte med de aftalte betalinger i forbindelse med realkreditlån og de udstedte obligationer.¹² Det bestemmes således i § 28, stk. 1 i realkreditloven, at obligationsejerne i tilfælde af realkreditinstituttets konkurs ikke kan kræve førtidig indfrielse. Tilsvarende bestemmes det i § 32, stk. 2 i realkreditloven, at konkursboet i videst muligt omfang skal fortsætte med honoreringen af realkreditinstitutternes forpligtelser i form af renter og afdrag. I det tilfælde, hvor betalingerne til obligationsejerne har været afbrudt, skal konkursboet så vidt muligt genoptage betalingerne til obligationsejerne. Det bestemmes i § 29, stk. 1, at konkursboet ikke må foretage ydelser til obligationsejerne på et tidligere tidspunkt, end realkreditinstituttet var berettiget til forud for konkursen. Konkursboet kan heller ikke opsiges låneaftaler sikret ved pant i fast ejendom på et tidligere tidspunkt, end realkreditinstituttet var berettiget til. I det omfang der ikke er tilstrækkelige midler, betales renter, mens afdrag udskydes, jf. realkreditlovens § 32, stk. 2.

I henhold til § 27, stk. 1 og stk. 2 i realkreditloven har obligationsejerne i en konkurssituation separatiststilling i forhold til seriens midler. Obligationsejerne har derfor krav på at blive dækket forud for realkreditinstituttets øvrige kreditorer med de midler, der findes i realkreditinstituttet. Denne særstilling for obligationsejerne går forud for alle krav i konkursboet, dog undtaget udgifter til konkursboets behandling som f.eks. udgifter til kurator og personale.

Realkreditinstituttet kan have optaget lån for at kunne indskyde supplerende sikkerhed for særligt dækkede realkreditobligationer og

12 I afsnittet anvendes obligationer som et samlet betegnelse for de værdipapirer, der er udstedt af realkreditinstituttet, nemlig realkreditobligationer, andre værdipapirer, særligt dækkede realkreditobligationer samt særligt dækkede obligationer.

særligt dækkede obligationer. Det bestemmes i realkreditlovens § 27b, at långiverne i dette tilfælde har fortrinsret til overskydende midler fra konkursboet i realkreditinstituttet.

For yderligere at skabe sikkerhed omkring realkreditinstituttets udstedte obligationer bestemmes det i § 33 i realkreditloven, at der efter afsigelse af konkursdekret ikke kan ske overførsel af midler mellem seriereservefonde og realkreditinstituttet i øvrigt. Samtidig bestemmes det, at seriernes midler efter fradrag af udgifter til konkursboet skal anvendes til betaling på obligationerne i den pågældende serie. Midlerne i en serie kan dog under konkursbehandlingen anvendes til betalinger i andre serier, over for hvilke der er solidarisk hæftelse. Obligationsserierne kobles således fra det øvrige institut under konkursbehandlingen.

Det bestemmes i realkreditlovens § 27, stk. 1, at overskydende midler i de enkelte serier først indgår i boets aktiver, når indehaverne af realkreditinstituttets udstedte obligationer har opnået dækning (realkreditloven § 27, stk. 1). Dette medfører, at konkursbehandlingen af et institut varer, indtil den sidste obligation med seriereservefond er blevet tilbagebetalt. Da særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer kan udstedes med uendelig løbetid, betyder dette, at konkursbehandlingen i et realkreditinstitut kan trække ud i det uendelige.

Det øger sikkerheden for realkreditinstituttets udstedte obligationer, at konkursboet i henhold til § 32, stk. 2 i realkreditloven kan optage lån til at fortsætte betalingerne på obligationerne. Konkursboet kan stille sikkerhed i boets aktiver. Dette indebærer, at der bliver en dækning til obligationsejerne, så længe der er aktiver i konkursboet. I modsætning til den sædvanlige konkursbehandling kan der altså blive tale om en situation, hvor aktiver i konkursboet i stigende grad kan blive unddraget de almindelige kreditorer, der herved gradvist kan opleve en forringelse af sikkerheden for deres krav.

Det bestemmes i realkreditlovens § 29, stk. 3, at det ikke er muligt at ændre bidrag under konkursbehandlingen. Umiddelbart synes den manglende mulighed for at hæve reservefondsbidragene under konkursbehandlingen at forringe sikkerheden for de udstedte realkreditobligationer. En forhøjelse af reservefondsbidragene kan imidlertid – som beskrevet ovenfor i afsnit 6.3.1 – medføre en negativ udvikling for realkreditinstituttet, hvor de mest solide låntagere vil opsiges deres lån, og hvor det derfor kan blive svært at fortsætte realkreditvirksomheden.

6.4. Soliditetskriser i skadesforsikringsselskaber

En soliditetskrise kan opstå i et skadesforsikringsselskab i to situationer, nemlig (i) hvis der ikke er tilstrækkelige midler til at dække selskabets forsikringsmæssige hensættelser, samt (ii) hvis selskabet ikke lever op til kapitalkravene i loven. Situationen (i) med manglende opfyldelse af kravet om forsikringsmæssige hensættelser beskrives i *afsnit 6.4.1* nedenfor, mens situationen (ii) med manglende opfyldelse af kapitalkrav beskrives i *afsnit 6.4.2* nedenfor. En række af de foranstaltninger, der kan komme på tale i situationerne (i)-(ii), svarer til de foranstaltninger, der kan tænkes gennemført også for pengeinstitutter. I tilfældet med skadesforsikringsselskaber har myndighederne yderligere den mulighed at stille krav om, at forsikringsbestanden skal overdrages til et andet selskab. I *afsnit 6.4.3* er der en beskrivelse af proceduren ved en sådan overdragelse af forsikringsbestanden til et andet selskab. I *afsnit 6.4.4* er der en beskrivelse af de regler, der gælder i forbindelse med likvidationen af et skadesforsikringsselskab, mens der i *afsnit 6.4.5* er en beskrivelse af fremgangsmåden i forbindelse med et skadesforsikringsselskabs konkurs.

6.4.1. Manglende dækning for forsikringsmæssige hensættelser

Det bestemmes i lov om finansiell virksomhed § 159, stk. 1, at forsikringsselskaber og pensionskasser skal have en gruppe af aktiver, hvis samlede værdi til enhver tid mindst svarer til værdien af selskabets samlede forsikringsmæssige hensættelser. De forsikringsmæssige hensættelser svarer til værdien af de forpligtelser, som selskabet har påtaget sig i forbindelse med forventede forsikringsudbetalinger. Det bestemmes i § 167, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at der skal føres et register over aktiverne, som tjener til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser. Det bestemmes videre, at de registrerede aktiver udelukkende tjener til fyldestgørelse for de forsikrede, dvs. at de i tilfælde af selskabets konkurs i første række anvendes til opfyldelse af forsikringsmæssige forpligtelser.

Der kan opstå tvivl om forsikringsselskabets mulighed for at opfylde sine forpligtelser, hvis værdien af de registrerede aktiver ikke svarer til selskabets forsikringsmæssige hensættelser. Der kan f.eks. være sket et stort fald i prisen på bestemte aktiver, f.eks. på fast ejendom eller i kursen på værdipapirer, således at midlerne til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser ikke længere er tilstrækkelige.

Det er også muligt, at der sker en stor begivenhed, som normalt kun indtræder med lille sandsynlighed, og hvor forsikringsselskabet derfor ikke i tilstrækkelig grad har foretaget genforsikring. F.eks. gav stormen i december 1999 anledning til en meget stor uventet udgift i danske forsikringsselskaber. Sammenlagt medførte stormen skader for 13,1 mia. kr., hvoraf en stor del dog blev dækket af genforsikringen. I visse tilfælde kan der også fremkomme helt nye typer af skader, som selskabet ikke kunne forudse ved tegning af forsikring. Et eksempel er skadeudgifterne i forbindelse med asbest.

Svarende til systemet for livsforsikringsselskaber (se afsnit 6.5.1) er skadesforsikringsselskaber forpligtet til at indberette de såkaldte "trafiklysoplysninger" til Finanstilsynet, hvor man beregner effekten af kursfald på værdipapirer og andre aktiver. Finanstilsynet vil drøfte situationen med selskabet, hvis selskabet ikke er i stand til at opfylde kravet om dækning for de forsikringsmæssige hensættelser og kapitalkravet ved en negativ kursudvikling (det såkaldte røde scenario). Under drøftelsen vil det blive vurderet, om der er behov for egentlige foranstaltninger.

Det bestemmes i § 250, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed, at Finanstilsynet skal påbyde et skadesforsikringsselskab at træffe de foranstaltninger, der anses for nødvendige, hvis et selskab ikke opfylder lovkravet om tilstrækkelige forsikringsmæssige hensættelser. Foranstaltningerne skal ifølge § 250, stk. 2 være gennemført inden for en tidsfrist, der fastsættes af Finanstilsynet.

Hvis forsikringsselskabet ikke lever op til krav om forsikringsmæssige hensættelser, og der ikke er mulighed for at overføre midler fra selskabets egenkapital til dækning for de forsikringsmæssige hensættelser, kan der tænkes en række muligheder: (i) tilførsel af finansielle midler i form af aktiekapital eller i form af lån, (ii) sammenlægning med et andet selskab, (iii) hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden, samt (iv) tvangsakkord.

Tilførsel af finansielle midler kan – svarende til situationen for pengeinstitutter – ske gennem tilførsel af ny egenkapital. Der er herudover mulighed for at opfylde kravet om sikkerhed for de forsikringsmæssige hensættelser gennem lån. Låntagningen kan eventuelt have form af ansvarlig lånekapital eller hybrid kernekapital. Proceduren omkring selskabets beslutning om udvidelse af aktiekapitalen svarer til fremgangsmåden beskrevet i aktieselskabsloven. Denne fremgangsmåde blev beskrevet i afsnit 6.2.2 ovenfor.

Der kan skabes dækning for de forsikringsmæssige hensættelser ved,

at selskabet sammenlægges med et andet selskab. Proceduren følger i dette tilfælde fremgangsmåden, der anvendes for pengeinstitutter, og som blev beskrevet i afsnit 6.2.5 ovenfor. Ligesom for pengeinstitutter kræver en sammenlægning med et andet forsikringsselskab økonomi- og erhvervsministerens tilladelse, jf. § 204, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed. Fusionsplaner for forsikringsselskaber skal indsendes til Finanstilsynet senest fire uger efter underskrivelse, jf. lov om finansiel virksomhed § 204, stk. 7. Tilsvarende skal også vurderingsmændenes erklæring om fusionen indsendes senest fire uger efter underskrivelsen.

Som en tredje mulighed kan der tænkes en hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden til et andet forsikringsselskab. Forudsætningen er, at et andet forsikringsselskab er villigt til at overtage bestanden. Fremgangsmåden i forbindelse med en hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden er beskrevet nedenfor i afsnit 6.6.3. Endelig som en fjerde mulighed kan der tænkes en tvangsakkord. Fremgangsmåden beskrives i afsnit 6.6.4 nedenfor.

Som et led i de nødvendige foranstaltninger kan Finanstilsynet i henhold til § 251 i lov om finansiel virksomhed forbyde selskabet helt eller delvist at råde over sine aktiver. I § 167, stk. 6, beskrives fremgangsmåden ved en sådan hel eller delvis begrænsning af et selskabs rådighed over dets aktiver. Begrænsningen af råderetten omfatter de aktiver, der tjener til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser. Hvis det drejer sig om fondsaktiver, der er registreret i en værdipapircentral, skal Finanstilsynet registreres som berettiget. Der skal ske en håndpant sætning til fordel for Finanstilsynet af de øvrige aktiver, der tjener til dækning af de forsikringsmæssige forpligtelser.

Hvis et selskab undlader at træffe de påbudte foranstaltninger inden for den fastsatte tidsfrist, og hvis der er fare for de forsikrede, kan Finanstilsynet kræve, at selskabet går i likvidation, jf. § 250, stk. 2 i lov om finansiel virksomhed (se afsnit 6.6.5 nedenfor).

I tilfældet med arbejdsulykkesforsikring kan Finanstilsynet tilbagekalde tilladelsen til at drive arbejdsulykkesforsikring, hvorefter bestanden tages under administration af Arbejdsskadestyrelsen.¹³ Det bestemmes i § 54 i lov om arbejdsskadesforsikring, at selskabets aktiver reserveret til dækning af arbejdsskader i dette tilfælde skal overføres til Arbejdsskadestyrelsen, der også overtager udbetalingen af skades-

13 Lovbestemmelserne findes i lov om arbejdsskadesikring (lovbekendtgørelse nr. 154 af 07/03/2006).

erstatninger. Udgifterne fordeles på de forsikringsselskaber, der tegner arbejds-skadeforsikring.

6.4.2. Manglende opfyldelse af kapitalkrav

Kapitalkravene for skadesforsikringsselskaber fremgår af § 126 i lov om finansiell virksomhed. Som det vigtigste minimumskrav bestemmes det, at skadesforsikringsselskaber skal have en basiskapital, der mindst svarer til 18 pct. af de risikovægtede bruttopræmier (16 pct. for bruttopræmieindtægter ud over 53,1 mill. euro), samt 26 pct. af de risikovægtede erstatningsudgifter over de seneste tre regnskabsår.¹⁴

Det har normalt ikke skabt problemer for de danske skadesforsikringsselskaber at opfylde disse mindstekrav. I 2006 var kapitalen i danske skadesforsikringsselskaber således i gennemsnit 4,1 gange større end den krævede kapital, dvs. der var en meget stor overdækning i forhold til det lovmæssige krav.

Med en lovændring i juni 2007 er der imidlertid lagt op til, at der fremover skal ske en individuel fastsættelse af basiskapitalen i det enkelte selskab under hensyn til den risiko, som findes i selskabet.¹⁵ Ved lovændringen i juni 2007 er der indsat en ny bestemmelse i lov om finansiell virksomhed (§ 126, stk. 1), som fastsætter, at forsikringsselskaber skal have en tilstrækkelig basiskapital og råde over interne procedurer til risikomåling og risikostyring for at kunne opretholde en basiskapital af en sådan størrelse, type og fordeling, som er passende for at dække virksomhedens risici. Lovændringen er en konsekvens af det arbejde, der foregår i EU, hvor det er målet at indføre kapitalkrav, kendt som "solvency 2", der svarer til selskabernes individuelle risici. Det ventes, at de nye – for det enkelte selskab individuelt fastsatte – kapitalkrav vil føre til højere kapitalkrav i skadesforsikringsselskaberne.

Det bestemmes i § 248, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet skal kræve, at et forsikringsselskab udarbejder en plan for genopretning af selskabets økonomiske stilling, hvis selskabets basiskapital er mindre end kapitalkravet. Det bestemmes videre i § 248, stk. 3, at genopretningen af den økonomiske stilling skal finde sted over et kortere tidsrum, hvis basiskapitalen eller kernekapitalelementer

14 Kapitalkravene fremgår af § 126, stk. 2 i lov om finansiell virksomhed som ændret ved lov nr. 576 af 6. juni 2007.

15 Lov om ændring af lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love (lov nr. 577 af 6. juni 2007).

er faldet under bestemte kritiske grænser, der nærmere er specificeret i § 248, stk. 3. Genopretningen skal således bl.a. finde sted over en kortere tidsperiode, hvis basiskapitalen er faldet til under en tredjedel af solvenskravet. I det tilfælde, at genopretningen i henhold til § 248, stk. 3 skal ske inden for et kortere tidsrum, skal Finanstilsynet fastsætte dette tidsrum.

Det fremgår af lov om finansiel virksomhed § 248, stk. 1, at Finanstilsynet skal bedømme, om genopretningsplanen indeholder de foranstaltninger, der er nødvendige. Finanstilsynet skal fastsætte nærmere bestemmelser om de oplysninger, som genopretningsplanen skal indeholde, og om den tidsperiode, inden for hvilken genopretningen skal være sket. Disse regler fremgår af bekendtgørelse om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber.¹⁶ Det bestemmes her, at genopretningsplanen mindst skal omfatte de tre følgende regnskabsår, og at planen som et minimum skal indeholde: (i) anslåede administrationsomkostninger, (ii) forventede udgifter og indtægter i forbindelse med direkte forsikringsvirksomhed samt overtagelse og afgivelse af genforsikring, (iii) en forventet balance, (iv) den forventede investeringspolitik, (v) skøn over størrelsen af kapitalkravet og basiskapitalen, samt (vi) redegørelse for påtænkte genforsikringsprogrammer og kreditværdighed.

Det præciseres ikke i lov om finansiel virksomhed, hvad der sker, hvis en plan for økonomisk genopretning ikke fører til den ønskede forbedring af selskabets økonomiske situation. I § 251 bestemmes det, at Finanstilsynet kan forbyde selskabet at råde over sine aktiver eller kan begrænse selskabets rådighed over aktiverne, hvis selskabets kapital er faldet under de kritiske mindstegrænser, der er fastsat i § 248, stk. 3.

6.4.3. Overdragelse af forsikringsbestanden

En hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden til et andet selskab kan tænkes gennemført, hvis et skadesforsikringsselskab efter udløbet af Finanstilsynets tidsfrist ikke har opfyldt kravet om nødvendige foranstaltninger for at skabe sikkerhed for de forsikringsmæssige hensættelser, og Finanstilsynet derfor har truffet beslutning om selskabets likvidation i henhold til § 250, stk. 1 i lov om finansiel

16 Bekendtgørelse om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber (bekendtgørelse nr. 1399 af 13/12/2004).

virksomhed (se afsnit 6.6.1 ovenfor). Det bestemmes således i § 252, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet snarest muligt efter, at likvidation er indtrådt i henhold til § 250, stk. 1, i samråd med likvidatorerne skal undersøge, om det vil være hensigtsmæssigt at søge forsikringsbestanden helt eller delvist overdraget til et eller flere forsikringsselskaber. Hvis et andet forsikringsselskab tilbyder at overtage forsikringsbestanden, skal Finanstilsynet udarbejde en redegørelse om overdragelsen og et forslag til aftale med det pågældende selskab.

En hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden kan tænkes også at indgå som en af de nødvendige foranstaltninger, som påbydes af Finanstilsynet for at sikre en opfyldelse af kravene til forsikringsmæssige hensættelser, jf. § 250, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed (se afsnit 6.6.1 ovenfor). Endelig må det antages, at en hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden kan tænkes at indgå som en af de foranstaltninger, der indgår i et skadesforsikringsselskabs plan for genopretning af dets økonomiske stilling, jf. § 248, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed (beskrevet i afsnit 6.6.2 ovenfor).

Fremgangsmåden ved en overdragelse af forsikringsbestanden er beskrevet i § 204, stk. 2-5 i lov om finansiell virksomhed. Økonomi- og erhvervsministeren kan nægte, at en overdragelse finder sted. Forud for en overdragelse skal Finanstilsynet offentliggøre en redegørelse om overdragelsen i Statstidende samt i et landsdækkende dagblad. I redegørelsen opfordres forsikringstagere, hvis forsikringer er omfattet af overdragelsen, til skriftligt at gøre indsigelse over for Finanstilsynet. Der er en tidsfrist på 3 måneder for indsigelser, regnet efter redegørelsen af Finanstilsynets redegørelse. Forsikringsselskabet skal sende en meddelelse om overdragelsen vedlagt Finanstilsynets redegørelse til de forsikringstagere, hvis adresser kendes. Efter at have fået forelagt indsigelser, træffer økonomi- og erhvervsministeren efter udløbet af tidsfristen endelig beslutning om godkendelse af overdragelsen. Ved overdragelse til et andet selskab frigøres et selskab for sine forpligtelser over for forsikringstagerne. Overdragelse kan ikke anvendes af forsikringstagerne som grundlag for at hæve forsikringsaftalen.

6.4.4. Tvangsakkord

I henhold til lov om finansiell virksomhed § 239, stk. 1, kan tvangsakkord anvendes på skadesforsikringsselskaber med tilladelse fra Finanstilsynet. Generelt finder konkurslovens regler om tvangsakkord anvendelse også på skadesforsikringsselskaber. For genforsikringssels-

skaber bestemmes det dog i lov om finansiel virksomhed, at der skal anvendes en anden procedure end den, som fastsættes i konkursloven. Ifølge konkurslovens regler for tvangsakkord er det således nødvendigt med tiltrædelseserklæringer for at åbne for forhandlinger om tvangsakkord. I tilfældet med genforsikringsselskaber er det alene tilstrækkeligt med Finanstilsynets tilladelse for, at der kan åbnes forhandlinger om tvangsakkord. Endvidere bestemmes det, at skifteretten efter forhandling med Finanstilsynet kan udpege en uvildig aktuar til at foretage opgørelsen af kravene mod genforsikringsselskabet (§ 239, stk. 2), samt at kravene på genforsikringsselskabet udelukkende opgøres i forhold til de fremmødte og anmeldte krav (§ 239, stk. 3).

6.4.5. Likvidation af skadesforsikringsselskaber

Finanstilsynet kan træffe beslutning om likvidation i to tilfælde. For det første bestemmes det i § 226, stk. 3, at Finanstilsynet, efter at have inddraget selskabets tilladelse, skal træffe beslutning om, hvordan virksomheden skal afvikles. For det andet bestemmes det i § 250, stk. 2, at Finanstilsynet kan træffe beslutning om, at et skadesforsikringsselskab skal træde i likvidation, hvis der er fare for de forsikrede, og selskabet ikke har truffet de foranstaltninger, der er påbudt af Finanstilsynet for at sikre selskabets efterlevelse af kravene fastsat i § 250, stk. 1, dvs. kravene om tilstrækkelige forsikringsmæssige reserver, betryggende placering af de forsikringsmæssige reserver samt overholdelse af andre lovkrav.

Ved forsikringsselskabets likvidation følges de regler, der findes i aktieselskabsloven. I lov om finansiel virksomhed er der dog en række modifikationer af den procedure, der følges for ikke-finansielle aktieselskaber. Det fremgår således af § 231, stk. 2, at økonomi- og erhvervsministeren kan udnævne en likvidator sammen med de likvidatorer, der udpeges af generalforsamlingen. Dette gælder dog kun, når hensynet til forsikringstagere, aktionærer, garantier eller kreditorer taler til fordel for økonomi- og erhvervsministerens udnævnelse af en sådan likvidator og kun, når selskabet selv har truffet beslutning om likvidation. Hvis Finanstilsynet har truffet beslutning om forsikringsselskabets likvidation, skal skifteretten udpege likvidatorerne efter forhandling med Finanstilsynet, jf. lov om finansiel virksomhed § 231, stk. 3. En af disse likvidatorer skal være jurist. Endvidere fastsættes det i lov om finansiel virksomhed, at Finanstilsynet under likvidationen kan suspendere selskabets vedtægter, jf. § 232, stk. 1. Det bestemmes i lov

om finansiell virksomhed, at der ved likvidation i et gensidigt selskab skal følges en procedure, der svarer til bestemmelserne i aktieselskabslovens kapitel 14, jf. § 241 i lov om finansiell virksomhed.

Det bestemmes i § 230 i finansiell virksomhed, at et selskab, der driver arbejdsulykkesforsikring, ikke kan opløses, før det har overdraget sin bestand af arbejdsulykkesforsikringer til et andet selskab, eller bestanden af arbejdsulykkesforsikringer er blevet taget under administration af Arbejdsskadestyrelsen efter reglerne i lov om Arbejdsskade-forsikring. Proceduren omkring administrationen er beskrevet i afsnit 6.4.1 ovenfor.

6.4.6. Konkurs i skadesforsikringsselskaber

Hvis selskabet er insolvent, skal selskabet afvikles efter reglerne for konkurs. Proceduren følger reglerne i konkursloven, idet dog lov om finansiell virksomhed indeholder bestemmelser om en række modifikationer. Det fremgår således af § 234, stk. 1, at Finanstilsynet kan indgive en konkursbegæring, når forsikringsselskabet bliver insolvent. Det følger af § 234, st. 4 i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet ved et skadesforsikringsselskabs konkurs udnævner den eller de kuratorer, der står for konkursbehandlingen.¹⁷ Finanstilsynet skal også inddrage virksomhedens tilladelse til at drive virksomhed.¹⁸ I henhold til § 235 i lov om finansiell virksomhed har Finanstilsynet ret til at deltage i møder i kreditorudvalg og i skiftesamlinger. Udkast til endeligt regnskab og slutudlodning i konkursboet forelægges af kurator til udtalelse, inden kurator sender det til skifteretten (§ 235 i lov om finansiell virksomhed). Økonomi- og erhvervsministeren kan bestemme, at kurator på boets regning skal underrette forsikringstagerne om forsikringsselskabets afvikling og om de heraf følgende konsekvenser (§ 237, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed). Økonomi- og erhvervsministeren kan fastsætte nærmere regler om, hvordan denne underretning af forsikringstagerne skal udformes (§ 237, stk. 2 i lov om finansiell virksomhed). I tilfældet med gensidige forsikringsselskaber skal kurator give meddelelse til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen samt til Finanstilsynet om konkursens begyndelse og slutning (§ 236 i lov om finansiell virksomhed).

17 Dette svarer til fremgangsmåden, når et livsforsikringsselskab sættes under administration, jf. § 253, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed.

18 Dette svarer til fremgangsmåden, når et livsforsikringsselskab sættes under administration, jf. § 253, stk. 2 i lov om finansiell virksomhed.

I tilfælde af et skadesforsikringsselskabs konkurs kan forsikrings-tagerne få dækket deres krav om erstatninger i henhold til lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber.¹⁹ Loven blev gennemført efter konkursen i skadesforsikringsselskabet Plus Forsikring, hvor forsikringstagerne fik dækket deres erstatningskrav af de øvrige forsikringsselskaber gennem brancheorganisationen Forsikring & Pension. Loven trådte i kraft fra 2006. Ifølge loven er der oprettet en garantifond for skadesforsikringsselskaber, der skal træde til for at dække erstatningskrav, når et direkte tegnende skadesforsikringsselskab går konkurs. Alle direkte tegnende skadesforsikringsselskaber skal være omfattet af garantiordningen og yde bidrag til fonden. Bidraget fastsættes af Finanstilsynet. Fonden træder til for at dække erstatningskrav i forbindelse med skadesforsikring i fem tilfælde: (i) erstatningskrav fra forsikringstagere, der har tegnet privatforsikringer (forbrugerforsikringer), (ii) erstatningskrav fra tredjemænd, der er sikret mod person- eller tingskade ifølge motoransvarsforsikringer, (iii) erstatningskrav fra tredjemænd, der er sikret mod personskade ifølge andre former for ansvarsforsikring, (iv) erstatningskrav i forbindelse med kollektive forsikringer, i det omfang en forsikring efter sin art svarer til de omfattede individuelle forsikringer, samt (v) erstatningskrav i forbindelse med brandskader. Kategori (i), dvs. privatforsikringer, omfatter bl.a. familieforsikring, grundejerforsikring, forsikring af fritidshuse samt forsikring ved ejerskifte. Kategori (iv) omfatter f.eks. ulykkesforsikring, der er tegnet kollektivt for medarbejderne på en arbejdsplads. Udover erstatningskrav bestemmes det, at forsikringstagere har krav på at få dækket udgifter i forbindelse med præmier, der er indbetalt før konkursdekretets vedtagelse, dog med en selvrisiko på 1.000 kr. pr. police. Selv om det ikke præciseres i loven, må man gå ud fra, at det drejer sig om forudbetalte præmier.

For at opnå dækning i henhold til lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, skal erstatningskravet enten være anmeldt til selskabet før konkursen eller være anmeldt til fonden senest 6 måneder efter, at konkursdekretet er afsagt, dvs. konkursbehandlingen er indledt. Finanstilsynet skal umiddelbart efter afsigelsen af et konkursdekret indrykke meddelelse i dagspressen om konkursen samt om forsikringstageres mulighed for at anmelde erstatningskrav. Udbetalinger fra fonden skal finde sted snarest muligt og senest tre måneder efter,

19 Lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber (lovbekendtgørelse nr. 419 af 01/05/2007).

at kravet er blevet anmeldt. Efter at have ydet dækning indtræder fonden i forsikringstagerens eller den sikredes sted i kravene over for forsikringsselskabet.

6.5. Soliditetskriser i livsforsikringsselskaber

En soliditetskrise kan opstå i et livsforsikringsselskab, hvis selskabet ikke kan leve op til enten de forsikringsmæssige forpligtelser eller til kapitalkravene i loven. Situationen ved manglende opfyldelse af kravet om sikkerhed for de forsikringsmæssige hensættelser beskrives i *afsnit 6.5.1*, mens situationen ved manglende opfyldelse af kapitalkrav beskrives i *afsnit 6.5.2*. Hvis et livsforsikringsselskab ikke inden for en tidsfrist fastsat af Finanstilsynet kan leve op til de forsikringsmæssige forpligtelser, skal forsikringsbestanden i henhold til lov om finansiell virksomhed tages under administration. Forløbet omkring administration af et livsforsikringsselskab beskrives i *afsnit 6.5.3*. Da reglerne for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er sammenfaldende, henvises der i det følgende – for at lette fremstillingen – gennemgående til livsforsikringsselskaber.

6.5.1. Manglende dækning for forsikringsmæssige hensættelser

Bestemmelserne i lov om finansiell virksomhed vedrørende forsikringsmæssige hensættelser gælder både for skadesforsikringsselskaber samt for livsforsikringsselskaber og pensionskasser. Svarende til regelsættet for skadesforsikringsselskaber skal livsforsikringsselskaber og pensionskasser derfor have en gruppe af aktiver, hvis samlede værdi til enhver tid mindst svarer til værdien af selskabets samlede forsikringsmæssige hensættelser (§ 159, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed). Det bestemmes videre i § 167, stk. 1, at der skal føres et register over aktiverne, der tjener til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser.

En soliditetskrise i livsforsikringsselskaber og pensionskasser kan i første række finde sted, hvis der sker et fald i kursen eller i prisen på de registrerede aktiver, således at der er en risiko for, at selskabet ikke kan leve op til f.eks. løfter om fremtidige pensionsudbetalinger. Der kan f.eks. ske et stort fald i prisen på bestemte aktiver, f.eks. på fast ejendom eller i kursen på værdipapirer, således at der ikke længere er dækning for de forsikringsmæssige hensættelser.

Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er forpligtet

til at beregne konsekvenserne af forskellige negative scenarier, der opstilles af Finanstilsynet for udviklingen i kurserne på obligationer og aktier samt for andre aktivpriser. Oplysningerne er kendt som "trafiklysoplysninger". Finanstilsynet opererer med to scenarier: (i) et rødt scenario, der indebærer en negativ markedsudvikling, og (ii) et gult scenario, der indebærer en meget negativ markedsudvikling. Hvis et selskab eller pensionskasse ikke kan opfylde kravet om dækning for de forsikringsmæssige hensættelser i tilfældet med et rødt scenario, vil Finanstilsynet drøfte situationen med det pågældende institut og herunder også vurdere, om der er behov for foranstaltninger.

Det bestemmes i lov om finansiel virksomhed § 249, stk. 1, at Finanstilsynet inden for en fastsat frist skal påbyde et livsforsikringsselskab at træffe de fornødne foranstaltninger, hvis det viser sig, enten (i) at der ikke er betryggende dækning for selskabets forsikringsmæssige forpligtelser, eller (ii) at selskabets økonomiske stilling er således forringet, at de forsikredes interesser er udsat for fare.

Det specificeres ikke i lov om finansiel virksomhed, hvilke foranstaltninger der kan tænkes truffet. Hvis selskabets økonomiske stilling er blevet stærkt forringet, er der næppe mulighed for at tilføre reserver fra selskabets frie midler. En oplagt mulighed er, at der tilføres ny kapital enten i form af aktiekapital eller i form af anden basiskapital. I givet fald følges proceduren beskrevet i afsnit 6.2.2. Hvis forringelsen af selskabets økonomiske stilling skyldes en dårlig forretningsmæssig ledelse, er det sandsynligt, at andre forsikringsselskaber kan drive forsikringsvirksomheden mere effektivt, og det vil i dette tilfælde skabe større sikkerhed for forsikringstagerne, hvis der gennemføres en sammenlægning med et andet forsikringsselskab eller et helt eller delvist frasalg af forsikringsbestanden. Ifølge § 239, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed kan der ikke gennemføres gældsnedskrivning i et livsforsikringsselskab på grundlag af reglerne om tvangsakkord i aktieselskabsselskabet.

Det bestemmes i lov om finansiel virksomhed (§ 251), at Finanstilsynet kan beslutte at begrænse selskabets rådighed over aktiverne i det tidsrum, selskabet har til at træffe de nødvendige foranstaltninger i tilfælde af, at de forsikredes interesser er i fare.

Hvis livsforsikringsselskabet ikke inden for den fastsatte frist har skabt dækning for de forsikringsmæssige hensættelser, skal forsikringsbestanden ifølge lov om finansiel virksomhed, § 249, stk. 3, tages under administration. Herefter følges proceduren beskrevet nedenfor i afsnit 6.5.3. Forsikringsbestanden kan også tages under administration,

hvis selskabet ikke har truffet de nødvendige foranstaltninger, og de forsikredes interesser herved er bragt i fare, jf. § 249, stk. 2.

6.5.2. Manglende opfyldelse af kapitalkrav

Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er underkastet kapitalkrav, som fremgår af § 126 i lov om finansiell virksomhed. Det vigtigste mindstekrav er, at selskaber skal have en basiskapital, der mindst udgør 4 pct. af hensættelserne til de livsforsikringer, hvor selskabet har en investeringsrisiko, mens der for livsforsikring, hvor der ikke er investeringsrisiko, skal være en basiskapital svarende til mindst 1 pct. af hensættelserne.²⁰ Selskaberne har hidtil haft en betydelig overdækning i forhold til disse krav. Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er imidlertid – svarende til skadesforsikringsselskaber – omfattet af lovændringen i juni 2007, der indebærer, at der i fremtiden skal fastsættes et individuelt kapitalkrav i de enkelte selskaber.²¹ De individuelle kapitalkrav skal fastsættes på grundlag af den risiko, som selskabet løber. Der henvises til afsnit 6.4.2.

Situationen med manglende opfyldelse af kapitalkrav håndteres efter samme regler som for skadesforsikringsselskaber, idet § 248 i lov om finansiell virksomhed gælder for både livsforsikringsselskaber og skadesforsikringsselskaber. Der henvises derfor til beskrivelsen i afsnit 6.4.2 ovenfor.

6.5.3. Administration af livsforsikringsbestand

Lov om finansiell virksomhed (§ 249, stk. 2) fastsætter, at selskabets forsikringsbestand kan tages under administration, hvis de forsikredes interesser er i fare, og hvis selskabet ikke har truffet de påbudte foranstaltninger inden for tidsfristen. Selskabets forsikringsbestand skal ifølge § 249, stk. 3 også tages under administration, hvis det viser sig, at selskabet ikke inden for tidsfristen har fremskaffet tilstrækkelige midler til at dække de forsikringsmæssige hensættelser. Endelig skal selskabets forsikringsbestand ifølge lov om finansiell virksomhed tages

20 Kapitalkravene fremgår af § 126, stk. 2 i lov om finansiell virksomhed som ændret ved lov nr. 576 af 6. juni 2007.

21 Lov om ændring af lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love (lov nr. 577 af 6. juni 2007).

under administration, hvis selskabet træder i likvidation (§ 249, stk. 3), eller hvis det erklæres konkurs (§ 254, stk. 2).

Ved opgørelsen af de forsikringsmæssige hensættelser er det spørgsmålet, hvilke krav forsikringstagerne har på fremtidige forsikringsydelser fra selskabet. Det er omdiskuteret, om forsikringstagere har et retskrav på at modtage en bestemt rente eller ydelse. En sandsynlig fortolkning er, at det afhænger af de specifikke vilkår ved indgåelse af forsikringsaftalen, om de forsikrede har et retskrav.²² I august 1999 fremkom Forsikringsrådet med en udtalelse om garantiernes retlige indhold. Rådet fandt det uklart, hvilken forrentning der tilkommer medlemmer med forskellige grundlagsrenter. I en konkurssituation må der ske en afvejning mellem på den ene side kontributionsprincippet og på den anden side princippet om lighedhandling af kreditorer i konkurslovgivningen.²³

Lov om finansiel virksomhed bestemmer fremgangsmåden, der skal følges, når et livsforsikringsselskab tages under administration. De registrerede aktiver, der tjener til dækning for de forsikringsmæssige forpligtelser, skal overlades til administrationsboet, der bliver berettiget til at råde over aktiverne (lov om finansiel virksomhed, § 254, stk. 1). Administrator i administrationsboet udnævnes af Finanstilsynet (§ 253, stk. 1).

Finanstilsynet skal tilbagekalde livsforsikringsselskabets tilladelse til at drive virksomhed, når selskabet tages under administration (§ 253, stk. 2). Endvidere skal Finanstilsynet overveje, om selskabet skal opløses (§ 249, stk. 5). Forsikringstagere har krav på udbetalinger af forsikringer, der var forfaldne eller anmeldt forud for administrationens begyndelse efter de regler, som gjaldt på dette tidspunkt (§ 256, stk. 2). Forsikringer, som forfalder senere, skal foreløbig kun udbetales med et så stort beløb, at det skønnes forsvareligt (§ 256, stk. 2). Der må ikke under administrationen ske genkøb af forsikringer (§ 255).

Efter at selskabet er taget under administration, skal administrator sørge for, at der sker en gennemgang af selskabets økonomiske situation. De forsikringsmæssige hensættelser skal i denne forbindelse opgøres under anvendelse af det for selskabet anmeldte beregningsgrundlag,

22 Der henvises til diskussionen i Krunke (2006).

23 For en diskussion se Visholm (2006). I et responsum fra advokat Bent Unmarck Larsen konkluderes det, at arbejdsmarkedspensionskasser ikke er bundet af rente- eller ydelsesgarantier, og at bestyrelsen i en situation, hvor reserveerne er utilstrækkelige, kan nedsætte de pensioner, der oplyses i pensionsoversigter, hvis det er nødvendigt for at give samme rente til medlemmerne af pensionskassen.

medmindre administrator finder det nødvendigt at anvende et andet beregningsgrundlag (§ 256, stk. 4). Viser det sig efter den fornyede gennemgang, at der mangler midler til at dække de forsikringsmæssige hensættelser, skal administrator over for livsforsikringsselskabet kræve et beløb, der mangler for at skabe dækning for forpligtelserne (§ 254, stk. 4).

Endvidere kan administrator foretage en ny fastsættelse af forsikringsbeløbene. Denne nye fastsættelse skal foretages enten på grundlag af det oprindelige beregningsgrundlag for selskabet eller på grundlag af det beregningsgrundlag, som administrator finder det nødvendigt at anvende, jf. § 256, stk. 6. Endvidere skal nye forsikringsbeløb fastsættes "efter en fordeling af selskabets aktiver, der i det enkelte tilfælde må anses for rimelig under hensyn til forholdene i forsikringsbestanden, herunder indholdet af forsikringsaftalerne" (§ 256, stk. 4). Bestemmelsen må opfattes således, at administrator – på grundlag af værdien af aktiverne i administrationsboet – må tildele nogle nye forsikringsretigheder, der virker rimelig på baggrund af de løfter, forsikringstagerne tidligere har modtaget.

Efter at administrator har foretaget en opgørelse over aktiverne og fastsat forsikringsbeløbene, skal administrator indhente tilbud fra et eller flere andre selskaber om at overtage forsikringsbestanden (§ 257). På grundlag af disse tilbud skal administrator afslutte en overenskomst med et selskab om at overtage forsikringsbestanden. Overenskomsten må indeholde vilkår for forsikringstagerne i det overtagende selskab.

Administrator ansøger derefter økonomiministeren om tilladelse til overdragelsen.²⁴ Til brug for økonomiministerens vurdering skal ansøgningen være ledsaget af de nødvendige oplysninger, herunder oplysninger om en eventuel nedsættelse af forsikringsbeløbene eller af forsikringsvilkårene, herunder af bonusreglerne. Hvis økonomi- og erhvervsministeren ikke på det foreliggende grundlag nægter tilladelse til overdragelsen, skal Finanstilsynet offentliggøre en redegørelse om overdragelsen, herunder om de eventuelle ændringer i forsikringsvilkårene. Redegørelsen skal også sendes direkte til de forsikrede, der får en frist til at gøre indsigelser. Derefter træffer økonomi- og erhvervsministeren endelig beslutning om overdragelsen. Overdragelsen kan ikke af de forsikrede benyttes som grund til at hæve aftalen.

Hvis det viser sig, at det ikke er muligt at overdrage forsikringsbestanden til et andet selskab, skal administrationsboet søge at danne et

24 Bestemmelserne findes i lov om finansiel virksomhed § 257, stk. 2 og 3.

nyt gensidigt selskab med forsikringstagerne som medlemmer. Hvis dette ikke lykkes, fortsætter administrationen af forsikringsbestanden.

Som omtalt ovenfor skal tilladelsen til at drive virksomhed indtages for livsforsikringsselskabet eller den tværgående pensionskasse, efter at forsikringsbestanden er taget under administration. Det bestemmes i lov om finansiell virksomhed, at selskabet herefter skal afvikles. Fremgangsmåden ved selskabets likvidation eller konkurs svarer til proceduren i aktieselskabsloven med de ændringer, som følger af lov om finansiell virksomhed. Det fastslås i lov om finansiell virksomhed (§ 241), at likvidation og konkurs for også gensidige selskaber og tværgående pensionskasser skal gennemføres efter proceduren i aktieselskabslovens kapitel 16. Proceduren svarer til fremgangsmåden for pengeinstitutter beskrevet i afsnit 6.2.7 og afsnit 6.2.8.

6.6. Håndtering af likviditetskriser

Da løbetiden af aktiver i et pengeinstitut gennemsnitlig er kortere end løbetiden af passiver, vil et pengeinstitut få vanskeligt ved at klare sine betalinger, hvis indskydere trækker indskud ud af pengeinstituttet. Der bliver i dette tilfælde tale om en likviditetskrise. Ofte vil indskydere trække indskud ud af pengeinstituttet på grund af rygter om insolvens, f.eks. i forbindelse med tab på udlån, men det er muligt, at der er tale om ubegrundede rygter, og at pengeinstituttet er grundlæggende solidt. En likviditetskrise kan således opstå, også når pengeinstituttet er solvent.

Indskydere vil trække deres indskud ud af et pengeinstitut, når de er usikre på, om der er dækning for indskuddene, hvis alle fordringshavere trækker sig ud af pengeinstituttet. De fordringshavere, der kommer først med udtræk, får derved dækket deres fordringer fuldt ud, mens fordringshavere, som foretager udtræk senere, oplever en situation, hvor pengeinstituttet ikke har mulighed for at dække udtrækkene. Der vil herved være en tilskyndelse til for indskydere at være først med udtræk for herved at være sikre på dækning.

Omfanget af en likviditetskrise afhænger af den dækning, der gives i kraft af indskydergarantiordningen. Indskydere, der er dækket af indskydergaranti, har ikke grund til at trække indskud ud af et pengeinstitut, idet de er sikre på at få dækket deres indskud gennem garantiordningen. Hvis en stor del af pengeinstituttets indskud derfor er omfattet af en indskydergarantordning, vil størrelsen af udtræk fra

pengeinstituttet blive mindre. Samtidig vil der blive en mindre sandsynlighed for en likviditetskrise. I det tilfælde, at en del af indskyderne på grund af indskydergarantien ikke har en interesse i at trække deres indskud ud, vil de indskydere, der ikke er dækket af garantiordningen, have en mindre interesse i at trække midler ud af pengeinstituttet, idet de vil være mere sikre på at få dækket deres indskud.

Der er flere muligheder for at imødegå en likviditetskrise i et pengeinstitut. En mulighed er, at centralbanken låner pengeinstituttet likvide midler. Centralbanken vil herved fungere som lender of last resort. En anden mulighed er, at myndighederne udsteder en garanti til indskyderne om, at deres indskud er sikre. En sådan garanti kan eventuelt udvides til også at gælde andre kreditorer. En tredje mulighed er, at pengeinstituttet træder i betalingsstandsning, dvs. at løsningen omtalt ovenfor i afsnit 6.2.9 anvendes.

Balanceprincippet for realkreditinstitutter har hidtil hindret en likviditetskrise, idet det i realkreditloven har været fastsat, at de forventede fremtidige indbetalinger skal svare til de forventede fremtidige udbetalinger. I tilfældet med skadesforsikringsselskaber, livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser er likviditetskriser ligeledes usandsynlige, da gælden i selskaberne kun udgør en meget lille del af aktiverne. I skadesforsikringsselskaberne udgjorde gæld således kun 7,1 pct. som procent af aktiverne i 2005, mens det for livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser drejede sig om henholdsvis 2,1 pct. og 1,0 pct.

6.7. Kriseforebyggende foranstaltninger

Lov om finansiell virksomhed samt lovene om garantifonde giver myndighederne mulighed for at skride ind over for finansielle virksomheder, der kunne være på vej mod en krise, enten fordi den finansielle virksomhed ikke opfylder lovkrav, eller fordi den finansielle virksomhed har dårlige økonomiske resultater. I det følgende er der en beskrivelse af disse lovbestemmelser. For alle finansielle virksomheder gælder det, at Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen i tilfælde af grove eller gentagne lovovertrædelser samt i tilfælde af, at den finansielle virksomhed ikke opfylder kravene, der blev stillet ved virksomhedens etablering. En beskrivelse er givet i *afsnit 6.7.1* nedenfor. Herudover er der for skadesforsikringsselskaber og livsforsikringsselskaber mere vidtgående bestemmelser, som giver mulighed for at skride ind over for en overtrædelse af bredere lovkrav samt ved ringe økonomiske

resultater. Disse bestemmelser beskrives henholdsvis i *afsnit* 6.7.2 og *afsnit* 6.7.3. Endelig er der mulighed for at inddrage tilladelsen til finansielle virksomheder, der ikke overholder lovgivningen om garantifonde. Dette beskrives i *afsnit* 6.7.4.

6.7.1. Mulighed for at tilbagekalde tilladelse til finansiell virksomhed

Det bestemmes imidlertid i § 224, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet kan inddrage en tilladelse til at drive finansiell virksomhed, hvis enten (i) den finansielle virksomhed gør sig skyldig i grove eller gentagne overtrædelser af lov om finansiell virksomhed, eller (ii) hvis den finansielle virksomhed ikke opfylder de krav, der opstilles i kapitel 3 i lov om finansiell virksomhed. Hertil kommer ifølge § 224, stk. 1, at Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen, hvis en nyetableret finansiell virksomhed ikke har påbegyndt sin virksomhed senest 12 måneder efter at have modtaget tilladelse, samt hvis et selskab ikke har udøvet finansiell virksomhed i over 6 måneder.

I kapitel 3 i lov om finansiell virksomhed opstilles der en række krav, som må være opfyldte for at en finansiell virksomhed kan påbegynde virksomhed. § 224, stk. 1 giver således Finanstilsynet mulighed for at inddrage en finansiell virksomheds tilladelse til at drive virksomhed, hvis virksomheden ikke længere opfylder kravene. Blandt de generelle krav for finansielle virksomheder i kapitel 3 kan nævnes, at der kun må udføres bestemte aktiviteter, samt krav om, at ejere af kvalificerede ejerandele ikke må modvirke en forsvarlig og fornuftig forvaltning af den finansielle virksomhed.²⁵ For livsforsikringsselskaber er der herudover bl.a. et krav om forsigtighed ved beregningen af forsikringspræmier, ligesom det bestemmes, at præmierne for nytegnede forsikringer skal være tilstrækkelige til, at forsikringsselskabet kan

25 Det bestemmes i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet kan inddrage tilladelsen, hvis den finansielle virksomhed ikke opfylder kravene i lovens kapitel 3. I kapitel 3 indgår en række krav, således (i) det finansielle institut må kun udføre bestemte aktiviteter (lov om finansiell virksomhed, § 7, stk. 1 og 2, samt lov om finansiell virksomhed, § 8, stk. 1 og 2), (ii) ejere af kvalificerede ejerandele må ikke modvirke en forsvarlig og fornuftig forvaltning af den finansielle virksomhed (lov om finansiell virksomhed, § 14, stk. 1, nr. 3), (iii) der må ikke foreligge snævre forbindelser mellem ejerne af det finansielle institut og andre virksomheder eller personer, der vil kunne vanskeliggøre varetagelsen af tilsynets opgaver (lov om finansiell virksomhed, § 16., stk. 1, nr. 4), samt (iv) det finansielle instituts forretningsgange og administrative forhold er forsvarlige (lov om finansiell virksomhed, § 14, stk. 1, nr. 6).

opfylde alle sine forpligtelser, således at der ikke vil være behov for systematisk og permanent tilførsel af andre midler.²⁶

Det fastsættes i § 226, stk. 1, at et pengeinstitut eller et realkreditinstitut – efter at Finanstilsynet har inddraget tilladelsen – skal afvikle den virksomhed, som der ikke længere er tilladelse til. Finanstilsynet kan fastsætte en tidsfrist, inden for hvilken den pågældende virksomhed skal være afviklet (lov om finansiell virksomhed, § 226, stk. 2). Afvikling kan i henhold til § 227 ske ved (i) likvidation, (ii) konkurs eller (iii) ved sammenlægning. Hvis afviklingen sker på anden måde, kræves Finanstilsynets tilladelse.

Hvis Finanstilsynet har valgt at inddrage et forsikringsselskabs tilladelse i henhold til § 224, stk. 1, skal Finanstilsynet træffe beslutning om, hvorvidt selskabet skal søge at overdrage sin forsikringsbestand, eller om selskabet på anden måde skal afvikle sin forsikringsvirksomhed (lov om finansiell virksomhed § 226, stk. 3).

6.7.2. Yderligere krav til skadesforsikringsselskaber

Udover bestemmelsen i § 224, stk. 1 (beskrevet i afsnit 6.7.1 ovenfor), beskrives der i lov om finansiell virksomhed to situationer, hvor myndighederne kan skride ind med krav eller foranstaltninger over for skadesforsikringsselskaber: (i) selskabet opfylder ikke krav om betryggende anbringelse af midler samt andre krav, der følger af lovgivningen, samt (ii) den økonomiske udvikling i et nyetableret selskab viser sig ikke at leve op til de forventninger, der fremgår af selskabets driftsplan.

(i) Manglende opfyldelse af krav om anbringelse af midler samt andre lovkrav

Det bestemmes i § 250, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, at Finanstilsynet skal påbyde et skadesforsikringsselskab at træffe de foranstaltninger, der anses for nødvendige, hvis et selskab ikke opfylder (i) kravet om betryggende anbringelse af selskabets midler, eller (ii) mere generelt ikke overholder bestemmelserne i lov om finansiell virksomhed. Finanstilsynet skal fastsætte en tidsfrist for selskabets gennemførelse af de påbudte foranstaltninger.

Set ud fra hensynet til at undgå en krise i et skadesforsikringsselskab er det vigtigste krav formentlig, at midlerne er anbragt betryggende.

26 Bestemmelserne findes i lov om finansiell virksomhed, § 21, stk. 3 og 6.

Det bestemmes i lov om finansiel virksomhed § 158, at de midler, et forsikringsselskab råder over, skal investeres på en hensigtsmæssig og for de forsikrede tjenlig måde, således at der er betryggende sikkerhed for, at selskabet til enhver tid kan opfylde sine forpligtelser. Særlig i § 162 samt også i § 183 er der bestemmelser om typen af de aktiver, hvor de forsikringsmæssige hensættelser må anbringes. I § 159, stk. 2 bestemmes det, at aktiverne til dækning af disse forsikringsmæssige hensættelser skal være udvalgt således, at de set i forhold til selskabets forsikringer med hensyn til sikkerhed, afkast og likviditet er af en sådan art og en sådan sammensætning, at de er egnede til at sikre, at de forsikrede kan fyldestgøres. Der må ikke være en uforholdsmæssig afhængighed af en bestemt kategori af aktiver, et bestemt investeringsmarked eller en bestemt investering.

Det må antages, at forsikringsselskaber i tilfældet med en ikke-betryggende anbringelse af midler eller ved anden ikke-opfyldelse af lovkrav kan bringe de pågældende forhold i orden. Hvis et forsikringsselskab f.eks. ikke har anbragt midler betryggende, kan forsikringsselskabet sælge de pågældende "usikre" aktiver for i stedet at placere i aktiver, der anses for mere sikre. Eventuelt kan dette dog kun ske over en vis tidsperiode, f.eks. kan det være nødvendigt med en vis tidsperiode, før et forsikringsselskab kan realisere en "usikker" fast ejendom uden et betydeligt tab. Tilsvarende kan det også tage tid, før andre lovkrav kan opfyldes. Finanstilsynet kan f.eks. mene, at selskabet ikke beregner forsikringspræmierne forsigtigt.²⁷

I § 251 i lov om finansiel virksomhed åbnes der mulighed for, at Finanstilsynet som led i de påbudte foranstaltninger kan forbyde selskabet at råde over aktiverne eller begrænse selskabets rådighed over aktiverne. Det må antages, at denne bestemmelse vil blive udnyttet, hvis der er mistillid til, at selskabets ledelse har evne til at bringe det pågældende forhold i orden.

Det bestemmes i lov om finansiel virksomhed § 250, stk. 2, at Finanstilsynet kan bestemme, at skadesforsikringsselskabet skal træde i likvidation, hvis de påbudte foranstaltninger ikke er truffet inden for tidsfrist, og hvis undladelsen skønnes at medføre risiko for de forsikrede. For arbejdsulykkesforsikring kan Finanstilsynet tilbagekalde selskabets tilladelse til at drive virksomhed, jf. afsnit 6.6.1.

27 Kravet findes i lov om finansiel virksomhed § 21, stk. 6.

(ii) Manglende opfyldelse af driftsplan

Det bestemmes i § 18, stk. 1 i finansiell virksomhed, at forsikrings-selskaber ved ansøgning om tilladelse skal udarbejde en driftsplan. Finanstilsynet har i Bekendtgørelse om solvens og driftsplaner for forsikringsselskaber bestemt, at driftsplanen skal indeholde følgende oplysninger, så vidt muligt opgjort kvartalsvist: (i) en åbningsbalance, som den forventes at blive efter afholdelse af stiftelsesomkostninger, (ii) forventede regnskabsresultater, (iii) skøn over omkostninger, (iv) redegørelse for påtænkte genforsikringsprogrammer og kreditværdighed, (v) oplysning om arten af risici, som forsikringsselskabet har til hensigt at dække, (vi) en redegørelse for forventede præmieindtægter i forhold til erstatningsudgifter, (vii) redegørelse for selskabets investeringspolitik, (viii) beregning af forventede kapitalkrav og basiskapital ved udgangen af kvartaler, (ix) oplysning om udstyr, som forsikrings-selskabet råder over til brug for virksomhed omfattet af forsikrings-klasse 18, dvs. til assistance, (x) en vurdering af sandsynligheden for, at selskabet inden for det første år ikke vil opfylde kapitalkravet, og (xi) en vurdering af sandsynligheden for, at selskabet inden for det første år taber hele basiskapitalen. Finanstilsynet kan kræve de oplysninger, der skønnes nødvendige til bedømmelse af, om oplysningerne i driftsplanen kan anses for sandsynlige.

Finanstilsynet kan i henhold til § 248, stk. 4 i lov om finansiell virksomhed bestemme, at et selskab skal fremlægge en ny driftsplan i det tilfælde, hvor der er sket en forringelse af selskabets økonomiske stilling i forhold til driftsplanen. Endvidere kan Finanstilsynet bestemme, at selskabet skal træffe de nødvendige foranstaltninger.

6.7.3. Yderligere krav til livsforsikringsselskaber

Det bestemmes i lov om finansiell virksomhed § 20, stk. 1, at et livsforsikringsselskab skal drives på et grundlag, der bl.a. specificerer (i) grundlaget for beregning af forsikringspræmier, tilbagekøbsværdier og fripolicer, (ii) selskabets principper for genforsikring, samt (iii) grundlaget for beregning af livsforsikringshensættelser. Grundlaget skal anmeldes til Finanstilsynet.

Ifølge § 249, stk. 1 kan Finanstilsynet påbyde et livsforsikringsselskab at træffe de nødvendige foranstaltninger inden for en af Finanstilsynet fastsat tidsfrist, hvis enten (1) selskabet ikke overholder lov om finansiell virksomhed, (2) selskabet afviger fra grundlaget for sin virksomhed, eller (3) selskabets grundlag eller selskabets anbringelse

af midler ikke er betryggende. Hvis selskabet ikke træffer de påbudte foranstaltninger inden for tidsfristen, og det skønnes, at der er fare for de forsikrede, kan Finanstilsynet i henhold til § 249, stk. 2 bestemme, at forsikringsbestanden skal tages under administration. Endvidere kan Finanstilsynet – efter at forsikringsbestanden er sat under administration – træffe beslutning om, at selskabet skal opløses, jf. § 249, stk. 3 i lov om finansiel virksomhed.

6.7.4. Manglende opfyldelse af lovgivning om garantifonde

Det bestemmes i lov om indskydergarantier i lov om garantifond for indskydere og investorer, at Finanstilsynet kan tilbagekalde et instituts tilladelse til at drive virksomhed, hvis instituttet ikke overholder reglerne i loven, regler udstedt i medfør af loven samt bestemmelser i garantifondens vedtægter (§ 8, stk. 2). En tilsvarende bestemmelse findes i lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber (§ 14, stk. 2). Der er således mulighed for at inddrage tilladelsen til en finansiel virksomhed, hvis selskabet f.eks. ikke betaler til en garantifond.

6.8. **Det private beredskab til afvikling af nødlidende pengeinstitutter**

I lov om indskydergarantifond var der frem til juni 2007 en mulighed for, at indskydergarantifonden yder et tilskud til håndteringen af pengeinstitutkriser. Loven blev ændret, da det skønnedes, at den var i modstrid i EU's regelsæt, idet den ville indebære, at danske pengeinstitutter gennem det lovpligtige medlemskab af indskydergarantifonden kunne komme til at bidrage til at støtte et pengeinstituts overtagelse af et andet institut. Dette kunne ses som statsstøtte til en finansiel virksomhed.

I juni 2007 etablerede Finansrådet en forening *Det Private Beredskab til Afvikling af Nødlidende Banker, Sparekasser og Andelskasser*, som har til formål at lette muligheden for, at andre pengeinstitutter overtager nødlidende pengeinstitutter.²⁸ Foreningen kan tilføre et beløb eller stille garanti i forbindelse med et pengeinstituts overtagelse af aktiver eller passiver fra en nødlidende virksomhed, hvis følgende betingelser er opfyldt: (i) hvis Finanstilsynet har inddraget det pågældende penge-

28 Beskrivelsen er baseret på foreningens vedtægter den 13. juni 2007.

instituts tilladelse, (ii) at det pågældende pengeinstitut afvikles, samt (iii) at kun den nødlidende virksomheds ikke-efterstillede kreditorer opnår dækning for deres krav.

Størrelsen af de tilførte midler må ikke overstige det tab, som indskydergarantifonden vil lide, hvis den pågældende virksomhed tages under konkursbehandling. Som medlemmer af foreningen kan optages pengeinstitutter, der er medlemmer af indskydergarantifonden. Det er en forudsætning for foreningens eksistens, at mindst 95 pct. af Finansrådets medlemmer er medlemmer af foreningen, samt at mindst 95 pct. af den samlede minimumskapital for Finansrådets medlemmer skal være repræsenteret. Medlemmerne har forpligtet sig til at indskyde midler i foreningen, i det omfang der bliver behov for det. Foreningen kan dog højst råde over et beløb på 750 mio. kr., medmindre andet fastsættes af foreningens repræsentantskab med enstemmighed. Foreningens repræsentantskab udgøres af Finansrådets bestyrelse.

6.9. Sammenfatning og konklusion

Der har i kapitlet været givet en oversigt over de muligheder, som foreligger i henhold til dansk lovgivning, når en finansiell virksomhed kommer i krise, dvs. en situation, hvor virksomheden ikke kan opfylde sine forpligtelser.

I tilfælde af, at et pengeinstituts eller realkreditinstituts basiskapital falder under mindstekravet indeholdt i lov om finansiell virksomhed, skal Finanstilsynet give pengeinstituttet en frist til at opfylde kapitalkravet, hvilket kan ske ved: (i) tilførsel af ny kapital gennem en udvidelse af aktiekapitalen (for sparekasser garantikapitalen) eller gennem tilførsel af andre former for kapital, der kan anvendes til dækning af kapitalkravet, i første række hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital, (ii) ændring af aktivsammensætningen hen mod poster, der kræver mindre basiskapital, (iii) nedskrivning af gælden, eventuelt ved anvendelse af reglerne om tvangsakkord, (iv) sammenlægning med et andet pengeinstitut, samt (v) frasalg af den samlede pengeinstitut- eller realkreditvirksomhed. Hvis penge- eller realkreditinstituttet ikke har opfyldt kapitalkravet inden for Finanstilsynets tidsfrist, skal Finanstilsynet inddrage instituttets tilladelse, hvilket betyder, at instituttet skal afvikles. En sådan afvikling kan finde sted på følgende måder: (1) sammenlægning med et andet penge- eller realkreditinstitut, (2) afvikling gennem frasalg af pengeinstitut- eller realkreditvirksomhed,

samt (3) afvikling gennem likvidation (hvis det finansielle institut er solvent) eller gennem konkursbehandling (hvis det finansielle institut er insolvent). Udover modellerne nævnt ovenfor, er der for realkreditinstitutter den yderligere mulighed at få tilført ny kapital gennem en forhøjelse af reservefondsbidragene.

For skadesforsikringsselskaber vil en krise særlig kunne opstå i det tilfælde, hvor et selskab ikke er i stand til at opfylde kravet om midler til at dække selskabets forsikringsmæssige hensættelser. Finanstilsynet skal i dette tilfælde påbyde selskabet at træffe de foranstaltninger, der anses for nødvendige for at opfylde kravet om dækning for de forsikringsmæssige hensættelser. Der kan i dette tilfælde tænkes en række muligheder: (i) tilførsel af finansielle midler i form af aktiekapital eller i form af lån, (ii) sammenlægning med et andet selskab, (iii) hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden til et andet forsikringsselskab, samt (iv) tvangsakkord. Hvis selskabet ikke har truffet de nødvendige foranstaltninger, og der er fare for de forsikrede, kan Finanstilsynet træffe beslutning om, at selskabet skal likvideres. I forbindelse med likvidationen skal det undersøges, om det vil være hensigtsmæssigt at søge forsikringsbestanden helt eller delvist overdraget til et andet selskab. Hvis et skadesforsikringsselskab er insolvent, kan Finanstilsynet indgive konkursbegæring. Hvis et skadesforsikringsselskab ikke opfylder kravet om mindste kapital, skal der udarbejdes en genopretningsplan, som over en tidsperiode skal bringe kapitalen op på mindsteniveauet.

Hvis livsforsikringsselskaber eller tværgående pensionskasser ikke kan opfylde kravet om sikkerhed for de forsikringsmæssige forpligtelser, skal Finanstilsynet fastsætte en tidsfrist, inden for hvilket selskabet kan søge at opnå dækning for de forsikringsmæssige forpligtelser. Der kan i denne forbindelse tænkes flere muligheder: (i) tilførsel af finansielle midler i form af aktiekapital eller i form af lån, (ii) sammenlægning med et andet selskab, samt (iii) hel eller delvis overdragelse af forsikringsbestanden til et andet forsikringsselskab. Hvis der ikke opnås dækning, bestemmes det i lov om finansiell virksomhed, at forsikringsbestanden skal sættes under administration. Det er målet for denne administration at søge at overdrage forsikringsbestanden til et andet selskab, hvilket eventuelt kan muliggøres gennem en nedskrivning af forsikringskravene. Hvis et livsforsikringsselskab ikke opfylder kravet om mindste kapital, skal der – svarende til reglerne for skadesforsikringsselskaber – udarbejdes en genopretningsplan, som over en tidsperiode skal bringe kapitalen op på mindsteniveauet.

Pengeinstitutter kan på grund af en forskellig løbetid for aktiver og passiver blive udsat for en likviditetskrise, dvs. en situation, hvor indskyderne trækker indskud ud af instituttet. En likviditetskrise kan løses gennem tilførsel af likviditet fra Nationalbanken eller gennem en garanti fra myndighederne om, at myndighederne vil opfylde pengeinstituttets forpligtelser. En betalingsstandsning kan også anvendes under en likviditetskrise.

Under en række nærmere betingelser kan Finanstilsynet på grundlag af lov om finansiell virksomhed inddrage tilladelsen til at drive finansiell virksomhed og herved forebygge kriser. Finanstilsynet har de mest vidtgående beføjelser over for livsforsikringsselskaber, hvor forsikringsbestanden kan sættes under administration, bl.a. hvis selskabet ikke driver virksomhed i overensstemmelse med sit grundlag, eller midlerne ikke er anbragt betryggende.

EU-regler vedrørende håndtering af finansielle kriser

7.1. Indledning

Der er ikke inden for rammerne af EU vedtaget regler, som fastlægger nationale myndigheders fremgangsmåde ved håndtering af kriser i finansielle virksomheder. Der findes imidlertid i EU's finansielle direktiver – i første række det konsoliderede bankdirektiv og det konsoliderede livsforsikringsdirektiv samt tredje skadesforsikringsdirektiv – bestemmelser, som peger i retning af en ansvarsfordeling, hvor hjemlandets myndigheder får hovedansvaret ved håndteringen af finansielle kriser. Endvidere er der i EU vedtaget direktiver om fremgangsmåden ved sanering og likvidation af kreditinstitutter og forsikringsselskaber. Kapitlet beskriver de bestemmelser i EU's regelsæt for finansielle virksomheder, som har betydning for nationale myndigheders håndtering af finansielle kriser.

På flere andre områder begrænser EU's regelsæt de handlemuligheder, som nationale myndigheder råder over ved håndteringen af kriser i finansielle virksomheder. F.eks. kan EU's regler om fusioner og tilbud om virksomhedsovertagelse lægge hindringer i vejen for at gennemføre en hurtig sammenlægning mellem finansielle virksomheder. Tilsvarende kan EU's statsstøttere regler lægge hindringer i vejen for offentlige subsidier til løsning af kriser. Kapitlet beskriver EU's regelsæt med hensyn til fusioner og virksomhedsovertagelser samt EU's regler på statsstøtteområdet. Endvidere er der en beskrivelse af EU-Kommissionens praksis med hensyn til forvaltningen af kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser samt med hensyn til statsstøtte.

Endelig er der i kapitlet en diskussion af overvejelser, som har fundet sted i EU omkring håndteringen af finansielle kriser. Spørgsmålet har bl.a. været behandlet i den såkaldte Brouwer-rapport (fremlagt i 2001), som har været drøftet i rådet af økonomi- og finansministre.

Kapitlet indeholder udelukkende en beskrivelse af det gældende regelsæt samt af Kommissionens praksis ved administration af regelsættet. En vurdering af, i hvilket omfang EU-reglerne indebærer en begrænsning af nationale myndigheders handlemuligheder under finansielle kriser, findes i kapitel 8.

Afsnit 7.2 ser på reglerne i EU's finansielle direktiver, som sigter mod håndtering af kriser i finansielle institutter. *Afsnit 7.3* omhandler reglerne om overtagelse og fusioner, mens *afsnit 7.4* beskriver reglerne om statsstøtte. *Afsnit 7.5* ser på Kommissionens praksis ved anvendelse af statsstøttereglerne. *Afsnit 7.6* beskriver overvejelser, der har været i EU omkring håndtering af finansielle kriser. *Afsnit 7.7* giver en sammenfatning og konklusion.

7.2. Regelsættet i EU's finansielle direktiver

Der rejser sig tre spørgsmål i forbindelse med kriser i finansielle virksomheder, som har aktiviteter i flere lande: (i) ansvaret for krisehåndtering, dvs. hvilket lands myndigheder træffer beslutninger om, hvordan finansielle kriser skal håndteres, (ii) midlerne til håndtering af finansielle kriser, dvs. hvilke foranstaltninger er der mulighed for at træffe over for finansielle virksomheder i krise, samt (iii) valg af lovregler ved krisehåndtering, dvs. hvilket lands regelsæt skal anvendes ved foranstaltninger over for finansielle virksomheder i krise. I det følgende er der en beskrivelse af de regler, som er vedtaget i EU-regi, og som har betydning for disse tre forhold.

7.2.1. Ansvar for krisehåndtering

Der findes ikke eksplicitte bestemmelser i EU's regelsæt, som placerer ansvaret for håndtering af kriser i finansielle virksomheder hos myndighederne i bestemte medlemsstater, hvor en finansiell virksomhed øver virksomhed.

Det fremgår af det konsoliderede direktiv for kreditinstitutter (det konsoliderede bankdirektiv), at det er hjemlandets myndigheder, som har ansvaret for tilsyn med kreditinstitutter (artikel 40, stk. 1).¹ Tilsvarende fastsættes der også i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv

1 Europa-Parlamentets og Rådets Direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut (omarbejdning). Den Europæiske Unions Tidende af 30. juni 2006, L 177, 1-200 (det konsoliderede bankdirektiv).

(artikel 10, stk. 1) samt i tredje skadesforsikring (artikel 9, stk. 1) et princip om hjemlandstilsyn.² Princippet om hjemlandstilsyn gør det sværere for andre end hjemlandets myndigheder at varetage ansvaret for krisehåndtering, idet det er hjemlandets myndigheder, som har den information, der giver mulighed for at vurdere de foranstaltninger, som er bedst egnede til at imødegå en krise i et finansielt institut. Ligeledes må det antages, at hjemlandets myndigheder har større kontrol med et finansielt institut, idet der i de konsoliderede bank- og livsforsikringsdirektiver samt i første skadesforsikringsdirektiv er krav om, at finansielle institutter har hovedkontor i det land, hvor de er meddelt tilladelse, dvs. i hjemlandet.³ Herudover fastsættes det i de finansielle direktiver, at hjemlandets myndigheder råder over flere af de instrumenter, som kan anvendes under finansielle kriser, bl.a. adgangen til at inddrage tilladelsen, jf. afsnit 7.2.2. Endelig vil dækning af tab til indskydere ske på grundlag af hjemlandets regler for indskydergarantiordning.⁴ Da indgreb over for et kreditinstitut må ses i sammenhæng med den skade, der fremkommer for indskyderne, er det naturligt, at ansvaret for håndtering af kriser i kreditinstitutter placeres samme sted som ansvaret for indskydergarantiordninger, dvs. i hjemlandet.

Det udelukkes imidlertid ikke i det konsoliderede bankdirektiv, at værtslandets myndigheder kan gribe ind over for en filial af et kreditinstitut med hjemsted i et andet EU-land. Det bestemmes således i artikel 33 i det konsoliderede bankdirektiv, at værtslandets kompetente myndigheder i særligt hastende tilfælde kan træffe nødvendige retsbevarende foranstaltninger for at beskytte indlåneres og investorers interesser samt interesserne for andre, der modtager tjenesteydelser. Hvis der opstår en situation med store udtræk fra en filial af en bank med hjemsted i et andet EU-land, åbner artikel 33 i det konsoliderede bankdirektiv således mulighed for, at værtslandets myndigheder

-
- 2 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/83/EF af 5. november 2002 om livsforsikring. EF-Tidende, L 345 af 19. december 2002, 1-51 (det konsoliderede livsforsikringsdirektiv); samt Rådets direktiv 92/49/EØF af 18. juni 1992 om samordning af love og administrative bestemmelser vedrørende direkte forsikringsvirksomhed bortset fra livsforsikring og om ændring af direktiv 73/239/EØF og 88/357/EØF, EF-Tidende, L 228 1992, 1-23 (tredje skadesforsikringsdirektiv).
 - 3 Det konsoliderede bankdirektiv, art. 11, stk. 2; og det konsoliderede livsforsikringsdirektiv, art. 6, stk. 3. Bestemmelsen blev indføjet i første skadesforsikringsdirektiv ved en ændring i 1995 (*EF-Tidende*, L 168 1995, 7-13).
 - 4 Bestemmelserne om indskydergarantiordninger findes i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 94/19/EF af 30. maj 1994 om indskudsgarantiordninger. EF-tidende, L 135 1994, 5-14.

f.eks. lukker bankfilialen for at hindre yderligere panik eller eventuelt overtager kontrollen med bankfilialens aktiver. Det fremgår endvidere af artikel 41 i det konsoliderede bankdirektiv, at værtslandets myndigheder har ansvaret for tilsyn med likviditeten i et kreditinstituts filialer, indtil yderligere koordinering har fundet sted. Hvis der således opstår store og pludselige udtræk fra en udenlandsk filial, vil det være værtslandets ansvar eventuelt at lukke filialen, hvis der ikke er tilstrækkelig likviditet.

Med hensyn til ansvaret for garantiordninger for forsikringstagere i skadesforsikringsselskaber placeres det i værtslandet, hvilket eventuelt kunne give værtslandet en interesse i at skride ind over for kriser i skadesforsikringsselskaber. Det fremhæves således i artikel 42, stk. 2 i tredje skadesforsikringsdirektiv, at en medlemsstat kan kræve, at selskaber, som udøver virksomhed på medlemsstatens område, på samme vilkår som hjemlandets selskaber skal være medlem af og deltage i ordninger, der skal garantere forsikringstagere eller skadelidte tredjemænd betaling af erstatningsydelser.

Grænseoverskridende finansiell virksomhed rejser yderligere problemet om ansvaret for kriser i finansielle koncerner, hvor der i koncernen indgår selskaber med hjemsted i forskellige lande. Grænseoverskridende virksomhed kan gøre det svært at overskue soliditeten i en finansiell koncern og kan derved øge sandsynligheden for en krise. Hertil kommer, at der kan tænkes et kapløb mellem fordringshavere i forskellige lande om at sikre sig de aktiver, som findes i forskellige selskaber i den finansielle koncern. Det fremgår af det konsoliderede bankdirektiv (artikel 129, stk. 1), at der i koncerner med et kreditinstitut skal udpeges et konsolideret tilsyn, som bl.a. skal stå for indsamling af oplysninger samt planlægge og koordinere tilsynsfunktionen i nødsituationer. Tilsvarende bestemmes det i artikel 11, stk. 1 i direktivet om supplerende tilsyn i finansielle konglomerater (i hovedsagen selskabsgrupper med institutter fra flere forskellige finansielle sektorer), at der skal udpeges et konsolideret tilsyn, som udover indsamling af oplysninger også skal planlægge og koordinere tilsynsaktiviteter i krisesituationer i samarbejde med de relevante kompetente myndigheder.¹ Det må på denne baggrund antages, at ansvaret for håndtering

1 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/87/EF af 16. december 2002 om supplerende tilsyn med kreditinstitutter, forsikringsselskaber og investeringsselskaber i et finansielt konglomerat og om ændring af Rådets direktiv 73/239/EØF, 79/267/EØF, 92/49/EØF, 92/96/EØF, 93/6/EØF og 93/22/EØF samt Europa-Parlamentets

af finansielle kriser i en finansiell virksomhed, der er datterselskab i en finansiell koncern, ikke alene vil falde på myndighederne i det land, hvor datterselskabet har sit hjemsted, men også på de myndigheder, der udfører det konsoliderede tilsyn i den koncern, hvor det finansielle institut indgår. Det fremgår da også af artikel 132, stk. 3 i det konsoliderede bankdirektiv, at kompetente myndigheder skal rådføre sig med hinanden, inden de træffer afgørelser, som indebærer større sanktioner og ekstraordinære foranstaltninger over for et kreditinstitut. Dog kan de kompetente myndigheder ifølge artikel 132, stk. 3 undlade at foretage konsultation, når der er tale om nødsituationer, eller man herved bringer effektiviteten af afgørelserne i fare.

7.2.2. Fremgangsmåden ved håndtering af finansielle kriser

Der er ikke i EU-regelsættet detaljerede bestemmelser, som beskriver, hvilken fremgangsmåde et lands myndigheder skal følge for at imødegå kriser i finansielle virksomheder.

I det konsoliderede bankdirektiv fastsættes det i artikel 136, at de kompetente myndigheder skal kræve, at et kreditinstitut på et tidligt tidspunkt tager de nødvendige foranstaltninger for at korrigere en situation, hvor kreditinstituttet ikke opfylder kravene i direktivet. Det nævnes som muligheder, at der kan stilles krav om ekstra kapital, eller at der sker en begrænsning af forretningsområdet og omfanget af transaktioner og netværk. Med hensyn til muligheden for at inddrage et kreditinstituts tilladelse fastsættes det i artikel 17, stk. 1 i det konsoliderede bankdirektiv, at tilladelsen kun må inddrages under en række nærmere specificerede betingelser, herunder at kreditinstituttet ikke længere har en tilstrækkelig egenkapital eller ikke længere frembyder garanti for at kunne opfylde sine forpligtelser over for sine kreditorer, og især ikke længere frembyder sikkerhed for de midler, som er blevet det betroet.

I direktivet om indskudsgarantiordninger bestemmes det, at kreditinstitutter skal være omfattet af en indskudsgarantiordning, der både dækker kreditinstituttets indskud i hjemlandet samt de indskud, der er foretaget i kreditinstituttets filialer i andre EU-lande. Hvis ordningen i kreditinstituttets hjemland giver en ringere dækning end de ordninger, som gælder i det land, hvor der er filialvirksomhed, skal et

og Rådets direktiv 98/78/EF og 2000/12/EF. Den Europæiske Unions Tidende, L 35.2003, 1-27.

kreditinstitut have mulighed for gennem tilslutning til værtslandets ordning at give sine indskydere den samme dækning som gælder for de andre kreditinstitutter i værtslandet.

I det konsoliderede livsforsikringselskab samt i tredje skadesforsikringsdirektiv bestemmes det, at myndighederne i selskabets hjemland kan forbyde selskabet at råde over aktiverne, hvis der ikke er aktiver til dækning af de forsikringsmæssige hensættelser.² Hvis et selskab ikke længere opfylder solvenskravene, bestemmes det i artikel 37, stk. 2 og 4 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv samt i artikel 13, stk. 2 i tredje skadesforsikringsdirektiv, at der skal udarbejdes en genopretningsplan, som skal godkendes af de kompetente myndigheder. Genopretningsplanen skal indeholde bl.a. en oversigt over forventede indtægter og udgifter i de kommende år.³ Myndighederne kan også stille krav om en finansiell genopretningsplan, hvis forsikringstagernes rettigheder er i fare, ligesom myndighederne i denne situation også kan stille krav om en højere solvensmargin.⁴ Hvis selskabets kapital er faldet så langt ned, at den ikke længere opfylder kravene til en mindste garantifond, skal der udarbejdes en kortfristet finansieringsplan.⁵ Herudover kan de kompetente myndigheder træffe alle egnede foranstaltninger til beskyttelse af forsikringstagernes rettigheder.⁶ Myndighederne kan tilbagekalde en tilladelse, hvis selskabet ikke længere opfylder betingelserne for at påbegynde virksomhed eller ikke inden for de opstillede tidsfrister har gennemført de foranstaltninger, der er fastsat i en genopretningsplan eller i en kortfristet finansieringsplan.⁷

I det tilfælde, hvor en finansiell virksomhed indgår som et selskab i en koncern med virksomheder i forskellige lande, kan der tænkes en situation, hvor midler overføres til selskaber i andre lande og derved

2 Artikel 37, stk. 1 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Artikel 13, stk. 1 i tredje skadesforsikringsdirektiv.

3 Artikel 38, stk. 1 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Artikel 20a i første skadesforsikringsdirektiv indføjet ved Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2002/239/EF af 5. marts 2002 om ændring af Rådets direktiv 73/239/EØF for så vidt angår kravene til solvensmargenen for forsikringselskaber (EF-Tidende, L 77 2002, 17-22).

4 Artikel 38, stk. 1 og 2 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Artikel 13, stk. 2 i tredje skadesforsikringsdirektiv.

5 Artikel 37, stk. 3 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Artikel 13, stk. 3 i tredje skadesforsikringsdirektiv.

6 Artikel 37, stk. 4 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Artikel 13, stk. 4 tredje skadesforsikringsdirektiv.

7 Artikel 39, stk. 1 i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv. Artikel 14 i tredje skadesforsikringsdirektiv.

unddrages kreditorforfølgning i det land, hvor den finansielle virksomhed har sit hjemsted. Det bestemmes i det konsoliderede bankdirektiv (artikel 138, stk. 2), at medlemsstaterne skal have procedurer for at registrere og rapportere transaktioner mellem et kreditinstitut og andre selskaber i koncernen, hvis koncernen ledes af et blandet holding-selskab. Hvis det viser sig, at de pågældende transaktioner udgør en trussel mod et kreditinstituts finansielle situation, træffer den kompetente myndighed de nødvendige foranstaltninger. Det må antages, at denne bestemmelse kan anvendes som grundlag for en medlemsstats myndigheder til i en krisesituation at hindre overførsler til andre selskaber i koncernen. Bestemmelsen finder imidlertid kun anvendelse på en situation med et blandet holdingselskab, dvs. en situation, hvor koncernen ikke ledes af et kreditinstitut eller finansieringsinstitut og ikke udgør et finansielt konglomerat. Der er ikke i de finansielle direktiver tilsvarende bestemmelser, der giver grundlag for at hindre overførsler mellem f.eks. to kreditinstitutter, hvor det ene institut ejer det andet. Det følger imidlertid direkte af artikel 58 i EF-traktaten, at medlemsstaterne har ret til at gribe ind i de frie kapitalbevægelser for at hindre overtrædelser af deres nationale ret og forskrifter, herunder i forbindelse med tilsynet med finansielle institutioner. Det må således antages, at medlemsstaterne direkte på grundlag af EF-traktaten kan hindre overførsler fra en finansiell virksomhed til selskaber i andre lande, hvis disse overførsler truer med at undergrave soliditeten i den finansielle virksomhed. Hertil kommer, at EF-Domstolen har anlagt den retspraksis, at medlemsstater kan fravige princippet om fri kapitalbevægelighed, hvis det er begrundet i tvingende almene hensyn.⁸

8 Spørgsmålet diskuteres i "Meddelelse fra Kommissionen – EU-interne investeringer i sektoren for finansielle tjenesteydelser" (EU-Tidende, C 293 2005, 2-7). Kommissionen henviser i denne forbindelse bl.a. til EF-Domstolens dom i sagen Kommissionen mod Spanien (C-463/00), hvor det i præmis 68 fremhæves: "The free movement of capital, as a fundamental principle of the Treaty, may be restricted only by national rules which are justified by reasons referred to in Article 58(1) EC or by overriding requirements of the general interest. Furthermore, in order to be so justified, the national legislation must be suitable for securing the objective which it pursues and must not go beyond what is necessary in order to attain it, so as to accord with the principle of proportionality".

7.2.3. Valg af lovregler ved sanering og likvidation

I to direktiver fra 2001 er der fastlagt nogle krav til forløbet af sanering og likvidation af kreditinstitutter og forsikringsselskaber i EU.⁹ Saneringsforanstaltninger defineres i direktiverne som foranstaltninger, der har til formål at bevare eller genoprette et kreditinstituts finansielle situation, og som vil kunne berøre tredjemands bestående rettigheder, herunder foranstaltninger, der indebærer mulighed for betalingsstandsning, udsættelse af tvangsfuldbyrdsforanstaltninger eller nedbringelse af fordringer.¹⁰ Likvidationsprocedurer defineres som kollektive procedurer, der indledes og kontrolleres af de administrative eller retslige myndigheder i en medlemsstat med henblik på at realisere formuegenstande under disse myndigheders tilsyn, herunder når denne procedure afsluttes med en tvangsakkord eller en anden tilsvarende foranstaltning.¹¹ Direktivet om sanering og likvidation af forsikringsselskaber omfatter både skadesforsikringsselskaber og livsforsikringsselskaber, herunder tværgående pensionskasser.

Hovedindholdet i de to direktiver om sanering og likvidation kan opsummeres i seks hovedpunkter.

For det første bestemmes det i direktiverne, at det kun er de administrative og retlige myndigheder i hjemlandet, som kan indlede procedurer med henblik på sanering og likvidation af kreditinstitutter og forsikringsselskaber.¹² Selv om et kreditinstitut eller et forsikringsselskab således har aktiviteter i en række lande – enten i form af filialvirksomhed eller grænseoverskridende virksomhed – er det kun muligt for hjemlandets myndigheder at gennemføre en sanering eller en likvidation. Herved udelukkes en situation, hvor likvidationsprocedurer indledes i en række forskellige EU-lande på samme tid. Der

9 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF af 4. april 2001 om sanering og likvidation af kreditinstitutter, De Europæiske Fællesskabers Tidende, L125 2001, 15-23. Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/17/EF af 19. marts 2001 om sanering og likvidation af forsikringsselskaber, De Europæiske Fællesskabers Tidende, L110 2001, 28-39.

10 Artikel 2 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 2 i direktiv 2001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

11 Artikel 2 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 2 i direktiv 2001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

12 Artikel 3, stk. 1 (saneringsforanstaltninger) og artikel 9, stk. 1 (likvidation) i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 4, stk. 1 (saneringsforanstaltninger) og artikel 8, stk. 1 (likvidation) i direktiv 2001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

bliver herved lagt et grundlag for et ordnet forløb af en sanering eller likvidation.

For det andet fastsættes det, at saneringen eller likvidationen som hovedregel skal følge de regler, der gælder i hjemlandet for sanering eller likvidation, samt at disse regler umiddelbart får retsvirkning også i forhold til fordringshavere, der befinder sig i andre EU-lande.¹³ Fordringshavere bosat i et andet EU-land end det finansielle instituts hjemland kan således f.eks. ikke påberåbe sig, at de vil blive bedre behandlet i henhold til deres eget lands regler end i henhold til de regler, der gælder i det finansielle instituts hjemland. Der fastsættes dog samtidig i direktivet en række regler, som giver fordringshaverne rettigheder på grundlag af andre EU-landes lovgivning, jf. nedenfor.

For det tredje opstilles der i direktiverne en række nærmere specificerede krav til indholdet af de likvidationsprocedurer, der fastlægges i medlemsstaternes lovgivning. Bl.a. skal det specificeres i reglerne for likvidation, hvilke aktiver der indgår i boet, ligesom der skal være regler for udlodning af provenuet ved salg af aktiver og for fordringernes rangorden. Der skal også være regler for omkostninger i forbindelse med likvidationen.¹⁴ I tilfældet med forsikringsselskaber skal medlemsstaterne sikre, at forsikringskrav har forrang for andre fordringer, hvilket kan sikres enten (a) ved at der henlægges bestemte aktiver som sikkerhed for de forsikringsmæssige krav, eller (b) ved at de forsikringsmæssige krav har forrang frem for andre krav på forsikringsselskabet, dog undtaget fordringer fra arbejdstagere, skattekrav, fordringer fra sociale sikringsordninger samt fordringer vedrørende aktiver, som er omfattet af en tingslig rettighed.¹⁵

For det fjerde bestemmes det, at kreditinstituttets eller forsikringsselskabets tilladelse til at drive virksomhed skal inddrages, hvis der indledes procedure om likvidation. Det er dog fortsat muligt under likvidationen at videreføre visse af instituttets aktiviteter, hvis det skønnes nødvendigt eller hensigtsmæssigt under likvidationen.¹⁶

13 Artikel 3, stk. 2 (saneringsforanstaltninger) samt artikel 9, stk. 1 og art. 10, stk. 1 (likvidation) i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 4, stk. 2 og 3 (saneringsforanstaltninger) samt artikel 9, stk. 1 (likvidation) i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

14 Artikel 10 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 9 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

15 Artikel 10 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

16 Artikel 12 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 13 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

For det femte er der i direktiverne bestemmelser vedrørende underretning af fordringshavere, som har bopæl i andre EU-lande end det finansielle instituts hjemland. Myndighederne skal således sørge for at offentliggøre beslutningen om sanering og likvidation i andre medlemslande.¹⁷ Endvidere skal der ske skriftlig underretning til de fordringshavere, der er bosat i andre medlemslande, og hvis bopæl er kendt.¹⁸

Endelig for det sjette bestemmes det, at en række retskrav under saneringen eller likvidationen skal behandles efter andre retsregler end de regler, der gælder i det finansielle instituts hjemland. F.eks. gælder det med hensyn til arbejdsaftaler, at det er retsreglerne i det land, hvor arbejdsaftalen er indgået, som finder anvendelse.¹⁹ Det samme gælder et selskabs rettigheder til fast ejendom, der er noteret i et register, idet det i dette tilfælde er retsreglerne i det land, hvor registret føres, som finder anvendelse.²⁰ Tredjemands tinglige rettigheder – dvs. bl.a. rettigheder med pantsikkerhed i fast ejendom eller løsøre – skal ligeledes afgøres efter de retsregler, der gælder for de pågældende rettigheder.²¹ Tilsvarende gælder det for transaktioner, der foretages på regulerede markeder, dvs. bl.a. børser, at det er lovgivningen for det pågældende regulerede marked, som finder anvendelse på de pågældende transaktioner.²² Endelig fastsættes der med hensyn til instrumenter registreret i et særligt register, på en konto eller i en værdipapircentral et princip om *lex rei sitae*, dvs. at retsreglerne følger det land, hvor registret, kontoen eller værdipapircentralen er beliggende.²³

17 Artikel 6, stk. 1 (saneringsforanstaltninger) og artikel 13 (likvidation) i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 6, stk. 1 (saneringsforanstaltninger) og artikel 14, stk. 1 (likvidation) i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

18 Artikel 7, stk. 1 (saneringsforanstaltninger) og artikel 14, stk. 1 (likvidation) i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 7, stk. 1 (saneringsforanstaltninger) og artikel 15, stk. 1 (likvidation) i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

19 Artikel 20 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 19 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

20 Artikel 20 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 19 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

21 Artikel 21 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 20 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

22 Artikel 27 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 23 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

23 Artikel 24 i direktiv 2001/24/EF om sanering og likvidation af kreditinstitutter. Artikel 25 i direktiv 1001/17/EF om sanering og likvidation af forsikringsselskaber.

7.3. Regelsættet om fusioner og virksomhedsovertagelser

7.3.1. Fremgangsmåden ved fusioner og overtagelsestilbud

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF indeholder en række minimumsbetingelser, der skal opfyldes ved afgivelse af et overtagelsestilbud på selskaber, hvis kapitalandele er optaget til notering på et reguleret marked, herunder børsnoterede aktieselskaber.²⁴ En person eller selskab, som ønsker at afgive et tilbud med henblik på at opnå kontrol med et selskab, skal således udarbejde et tilbudsdokument, der angiver en række nærmere oplysninger om tilbuddet, herunder købsvilkårene. Selskabets aktionærer skal have en frist på mindst to uger og højst 10 uger til at overveje tilbuddet. Fristen regnes fra tidspunktet for offentliggørelsen af tilbudsdokumentet. En aktionær, der opnår kontrol med et selskab, skal afgive et tilbud til mindretalsaktionærerne om køb af deres aktier til en rimelig pris.

EU-regler vedrørende fusioner findes i direktivet om fusioner af aktieselskaber.²⁵ Det fastsættes, at der ved fusioner skal udarbejdes en skriftlig fusionsplan. Fusionsplanen skal fremlægges mindst en måned før den generalforsamling, hvor beslutning skal træffes. Beslutning om fusionen kræver samtykke fra generalforsamlingerne i begge de to selskaber, der skal træffe beslutning med et stemmeflertal, der ikke må være mindre end to tredjedele af de stemmer, der er knyttet til enten de repræsenterede aktier eller den repræsenterede tegnede kapital. Fusionen skal undersøges af en eller flere sagkyndige, der skal udarbejde en skriftlig beretning til aktionærerne og herunder bl.a. vurdere, hvorvidt ombytningsforholdet er rimeligt og sagligt begrundet.

7.3.2. Godkendelse af fusioner og overtagelser

I rådsforordningen vedrørende kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser bestemmes det, at Kommissionen skal godkende alle

24 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud. Den Europæiske Unions Tidende, L 142 2004, 12-23.

25 Rådets tredje direktiv af 9. oktober 1978 med hjemmel i traktatens artikel 54, stk. 3, litra g), om fusioner af aktieselskaber (78/855/EØF). EF-Tidende, L 295 1978, 36-48.

større virksomhedsovertagelser og fusioner.²⁶ Kommissionen skal tage stilling, om den pågældende overtagelse eller fusion er i overensstemmelse med fællesmarkedet, idet en virksomhedssammenslutning, der i væsentlig grad hindrer en effektiv konkurrence på fællesmarkedet eller i en væsentlig del af fællesmarkedet, anses for uforenelig med fællesmarkedet.

Det er kun virksomheder med en fællesskabsdimension, som falder ind under Kommissionens kontrol i henhold til forordningen. Det fremgår af artikel 1, stk. 2, at der er tale om en fællesskabsdimension ved en fusion eller overtagelse mellem to virksomheder, hvis: (i) den kombinerede verdensomspændende omsætning af virksomhederne er på mere end 5 mia. euro, samt (ii) fællesskabsomsætningen for hver af de to virksomheder er på mere end 250 mio. euro. Undtaget fra at have en fællesskabsdimension er dog tilfælde, hvor hver af de involverede virksomheder har mere end to tredjedele af deres samlede omsætning i en og samme medlemsstat. Det fremgår videre af artikel 1, stk. 3, at der yderligere er tale om en fællesskabsdimension, hvis (a) hver af virksomhederne har en samlet omsætning på verdensplan på mere end 2,5 mia. euro, (b) de deltagende selskaber tilsammen har en omsætning på mindst 100 mio. euro i mindst tre medlemsstater, samt (c) hvert af selskaberne i disse tre medlemsstater har en omsætning på mere end 25 mill. euro. Undtaget fra at have en fællesskabsdimension er dog tilfælde, hvor hver af de involverede virksomheder får mere end to tredjedele af deres samlede omsætning i en og samme medlemsstat. Det bestemmes i artikel 5, stk. 3, at der for kreditinstitutter i stedet for omsætning skal ses på summen af kreditinstituttets: (1) renteindkomst o. lign., (2) indkomst fra værdipapirer i form af indkomst fra aktier, (3) modtagne gebyrindtægter, (4) nettofortjeneste på finansielle transaktioner, samt (5) anden ordinær indkomst. For forsikringselskaber skal der ifølge artikel 5, stk. 3 ses på bruttopræmieindtægten, inklusive udgående genforsikringspræmier, og efter fradrag af skatter.

Ifølge artikel 7, stk. 1 i fusionsforordningen må en virksomhedsovertagelse eller fusion ikke gennemføres, før Kommissionen har truffet beslutning om, hvorvidt den er forenelig med fællesmarkedet. Inden for en frist af 25 dage skal Kommissionen træffe afgørelse med hensyn til, hvorvidt der er tvivl om, at en virksomhedsovertagelse/

26 Rådets forordning (EF) nr. 139/2004 af 20. januar 2004 om kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser (fusionsforordningen). Den Europæiske Unions Tidende, L 24 2004, 1-22.

fusion er i overensstemmelse med fællesmarkedet. Hvis der er tvivl, har Kommissionen yderligere en frist på 90 dage til at afgøre, om virksomhedsovertagelsen eller fusionen er i overensstemmelse med fællesmarkedet.²⁷ Ifølge artikel 8, stk. 1 kan Kommissionen knytte betingelser til en beslutning om, at en virksomhedsovertagelse eller fusion er forenelig med fællesmarkedet.

Blandt de danske finansielle virksomheder er det kun Danske Bank samt formentlig også Tryg Vesta-koncernen, som har mere end to tredjedele af indkomsten fra andre lande end Danmark.²⁸ Dette er klart også tilfældet for Nordea. Det gælder herved, at fusioner og virksomhedsovertagelser, der involverer danske finansielle virksomheder, vil falde uden for fusionskontrollen på grund af reglen om, at to tredjedele af indtægten ikke må komme fra samme medlemsstat, medmindre Danske Bank, Tryg Vesta, Nordea eller en anden udenlandskejet finansiell koncern er involveret.

I 2006 havde Nordea ordinære indtægter på 7,4 mia. euro, mens Danske Bank (inklusive Sampo) havde samlede indtægter på 5,8 mia. euro og Tryg Vesta bruttopræmieindtægter på 2,2 mia. euro. Blandt de øvrige danske kreditinstitutter havde Nykredit i 2006 en basisindtægt på 1,0 mia. euro, Jyske Bank på 0,7 mia. euro, Sydbank på 0,5 mia. euro og Spar Nord på 0,2 mia., mens Topdanmark havde en bruttopræmieindtægt på 1,4 mia. euro. Det fremgår således, at alle fusioner og virksomhedsovertagelser, der involverer Danske Bank og Nordea vil falde ind under fusionskontrollen alene på grund af størrelsen. Derimod vil andre fusioner og virksomhedsovertagelser mellem danske finansielle koncerner ikke kunne opfylde kravet om en samlet omsætning på mindst 5 mia. euro og vil derved falde uden for fusionskontrollen. De vil heller ikke kunne falde ind under betingelserne i fusionsforordningens artikel 1, stk. 3, hvor det kræves, at hver virksomhed skal have en omsætning på mindst 2,5 mia. euro.

EU-Kommissionen har fremlagt nogle retningslinier for sin politik med hensyn til at godkende fusioner og virksomhedsovertagelser i

27 Artikel 10, stk. 1 i fusionsforordningen.

28 Hvis Sampo i 2006 havde været en del af Danske Bank-koncernen, ville 33 pct. af Danske Bank-koncernens indtægter stamme fra udenlandske datterselskaber. Da Danske Bank også har udenlandsk indtægt fra grænseoverskridende virksomhed, vil mere end to tredjedele af Danske Bank-koncernens indtægter herved komme fra andre lande end Danmark. For Tryg Vesta gælder det, at en stor del af indtjeningen kommer fra Norge.

henhold til fusionsforordningen.²⁹ Det fremgår, at Kommissionen ikke på forhånd stiller sig afvisende over for fusioner og virksomhedsovertagelser, der kan ses som et middel til omstrukturering af virksomheder. Fusioner og virksomhedsovertagelser kan i visse tilfælde bidrage til at forbedre erhvervslivets konkurrenceevne, hvilket kan forbedre vækstbetingelserne og højne levestandarden. Det er herved muligt, at de effektivitetsgevinster, som en fusion medfører, opvejer de negative virkninger på konkurrencen og især den potentielle skade for forbrugerne, som ellers vil optræde. Kommissionen kan beslutte, at en ellers problematisk fusion alligevel er forenelig med fællesmarkedet, hvis en af fusionspartnerne er en nødlidende virksomhed, der under alle omstændigheder vil blive tvunget ud af markedet.

Tabel 7.1a og b samt tabel 7.2 giver en oversigt over Kommissionens praksis ved godkendelse af henholdsvis virksomhedsovertagelser og fusioner mellem finansielle virksomheder. Det fremgår, at Kommissionen i alle de foreliggende tilfælde har godkendt overtagelsen eller fusionen. Kommissionen har i de enkelte tilfælde givet en række begrundelser for sin godkendelse. I flere tilfælde har det drejet sig om selskaber med relativt små markedsandele. I andre tilfælde har Kommissionen begrundet en godkendelse med, at virksomhederne opererer i forskellige markeder, hvorved konkurrencen ikke formindskes gennem en sammenlægning. I tilfælde af sammenlægninger mellem store virksomheder er det et gennemgående synspunkt, at den større koncentration ikke vil føre til en styrkelse af en dominerende markedsposition, da EU's liberalisering af finansielle tjenester har skabt stor konkurrence. F.eks. blev fusionen i 1997 mellem de østrigske banker Bank Austria og Creditanstalt-Bankverein godkendt med den begrundelse, at den nye bank kun vil blive den 30. største i EU, selv om der ved fusionen blev skabt en bank, som på det østrigske marked var fem gange større end den næststørste bank. Da den italienske bank UniCredito i 2005 overtog den tyske HVB (HypoVereinsBank), konkluderede Kommissionen tilsvarende, at konkurrencen ikke ville blive reduceret på det polske marked, hvor begge banker havde en stor markedsandel, da der fortsat ville være andre internationale bankgrupper repræsenteret på dette marked. I tilfældet med det franske forsikringselskab AXAs overtagelse af det schweiziske selskab Winterthur i 2006 konclu-

29 Retningslinier for vurdering af horisontale fusioner efter Rådets forordning om kontrol med fusioner og virksomheder. Den Europæiske Unions Tidende, C 31 2004, 5-18.

derede Kommissionen, at overtagelsen ville medføre en væsentlig indskrænkning af konkurrencen særlig på det belgiske marked for skadesforsikring samt på det luxembourgske marked for autoforsikring, men fandt ikke dette bekymrende, da der på begge markeder er let adgang til indtrængen. I tilfældet med Fortis' overtagelse af Générale de Banque i Belgien i 1998 indtager Kommissionen det synspunkt, at der nok med overtagelsen vil blive skabt en stærk koncentration på dele af det belgiske finansielle marked, men at der fortsat er stærke konkurrenter på belgiske marked, ligesom den europæiske monetære union vil føre til stærkere konkurrence.

I visse tilfælde har EU-Kommissionen stillet betingelser for at godkende en fusion eller virksomhedsovertagelse. I tilfældet med Allianz's overtagelse af Assurances Générales og dets datterselskab Coface i 1998 bliver der skabt en stærk koncentration på markedet for forsikring af eksportkredit, og her er overtagelsen betinget af, at selskaberne Assurances Générales og Coface fremover bliver drevet som selvstændige enheder. I 1999 bliver der med Generalis overtagelse af INA skabt en dominerende stilling på dele af det italienske forsikringsmarked. Her bliver overtagelsen gjort betinget af, at Generali sælger sine aktieposter i forsikringsselskabet Fondiaria og i tre datterselskaber inden for livsforsikring, mens INA skal afvikle aktieposter i livsforsikringsselskaber Bnl Vita og i banken Banco di Napoli. Ved Allianz's overtagelse af Dresdner Bank i 2001 bliver tilladelsen givet på betingelse af, at gruppen nedbringer sin ejerandel i det konkurrerende selskab Münchener Re. Nordeas overtagelse af den svenske postgiro i 2001 er betinget af, at Nordea samtidig nedbringer sin ejerandel i den konkurrerende Bankgirot til 10 pct.

Tabel 7.1a. EU-Kommissionens behandling af sager med virksomhedsovertagelser (1996-99)¹

År	Overtagende virksomhed	Overtaget virksomhed	Kommissionens Afgørelse
1996	Allianz AG (Tyskland)	Vereinte Holding AG (Tyskland)	Godkendt
1996	AXA (Frankrig)	Union des assurances de Paris (UAP)	Godkendt
1997	Bank Austria AG (Østrig)	Creditanstalt-Bankverein (Østrig)	Godkendt
1997	Bacob Banque (Belgien)	Banque Paribas Belgique (Belgien)	Godkendt
1997	Fortis (Belgien/Holland)	ASKL-CER Bank (Belgien)	Godkendt
1997	Nordbanken (Sverige)	Merita (Finland)	Godkendt
1997	Crédit Suisse First Boston (Schweiz)	Barclays de Zoete Wedd (UK)	Godkendt
1997	Merrill Lynch (USA)	Mercury Asset Management (UK)	Godkendt
1998	ING Group (Holland)	Banque Bruxelles Lambert (Belgien)	Godkendt
1998	Banque Paribas Belgique (Belgien)	Banque Paribas Nederland (Holland)	Godkendt
1998	Société Generale (Frankrig)	Hambros Bank (UK)	Godkendt
1998	Generali (Italien)	Aachener und Münchener Beteiligungs-gesellschaft (AMB) (Tyskland)	Godkendt
1998	Generali (Italien)	Athéna Assurance – GPA (Frankrig)	Godkendt
1998	Generali (Italien)	Proxima (Frankrig)	Godkendt
1998	Allianz (Tyskland)	Assurances Générales (Frankrig)	Godkendt
1998	Fortis (Belgien/Holland)	Générale de Banque (Belgien)	Godkendt
1998	ING Group (Holland)	BHF-Bank (Tyskland)	Godkendt
1999	Deutsche Bank (Tyskland)	Crédit Lyonnais Belgium (Belgien)	Godkendt
1999	Deutsche Bank (Tyskland)	Bankers Trust (USA)	Godkendt
1999	Banco Santander Central Hispano (Spanien)	Champalimaud (Portugal)	Godkendt
1999	Aegon (Holland)	Guardian Royal Exchange (livsfor-sikring) (UK)	Godkendt
1999	Skandinaviska Enskilda Banken (Sverige)	BfG Bank (Tyskland)	Godkendt

1. Tabellen angiver Kommissionens behandling af virksomhedsovertagelser på grundlag af rådsforordningen vedrørende kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser. Kilde: Bulletin for De Europæiske Fællesskaber/Bulletin for Den Europæiske Union.

Tabel 7.1b. EU-Kommissionens behandling af sager med virksomhedsovertagelser (2000-06)¹

År	Overtagende virksomhed	Overtaget virksomhed	Kommissionens Afgørelse
2000	Generali (Italien)	INA (Italien)	Godkendt
2000	MeritaNordbanken (Sverige)	UniDanmark (Danmark)	Godkendt
2000	HypoVereinsbank (Tyskland)	Bank Austria (Østrig)	Godkendt
2001	Allianz (Tyskland)	Dresdner Bank (Tyskland)	Godkendt
2001	GE Capital (USA)	Heller Financial (USA)	Godkendt
2001	Nordea (Sverige)	Postgirot (Sverige)	Godkendt
2002	Natexis Banques Populaires (Frankrig)	Coface (Frankrig)	Godkendt
2002	Fortis (Belgien/Holland)	Bernheim-Comofi (Belgien)	Godkendt
2003	State Street Corporation (USA)	Deutsche Bank (global securities services)	Godkendt
2005	UniCredito (Italien)	Bayerische Hypo- und Vereinsbank (HVB) (Tyskland)	Godkendt
2006	Ark Life Assurance (Irland)	Aviva (UK)	Godkendt
2006	BNP Paribas (BNPP) (Frankrig)	Banca Nazionale del Lavoro (Italien)	Godkendt
2006	AXA (Frankrig)	Winterthur (Schweiz)	Godkendt
2006	Deutsche Bank (Tyskland)	Berliner Bank (Tyskland)	Godkendt
2007	Danske Bank (Danmark)	Sampo Bank (Finland)	Godkendt

1. Tabellen angiver Kommissionens behandling af virksomhedsovertagelser på grundlag af rådsforordningen vedrørende kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser. Kilde: Bulletin for De Europæiske Fællesskaber/Bulletin for Den Europæiske Union.

Tabel 7.2. EU-Kommissionens behandling af fusioner¹

År	Virksomheder involveret i fusionen	Kommissionens afgørelse
1997	Crédit Suisse Group (Schweiz)/Winterthur (Schweiz)	Godkendt
1998	Kredietbank (Belgien)/CERA (Belgien)	Godkendt
1998	Fidelitas (Belgien)/ABB (Belgien)	Godkendt
1998	BankAmerica (USA)/ NationsBank (USA)	Godkendt

1. Tabellen angiver Kommissionens behandling af fusioner på grundlag af rådsforordningen vedrørende kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser. Kilde: Bulletin for De Europæiske Fællesskaber/Bulletin for Den Europæiske Union.

7.4. Reglerne om statsstøtte

7.4.1. Bestemmelserne i EF-traktaten

Det fremgår af EF-traktaten, at der som udgangspunkt er et forbud mod statsstøtte, som fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencen, og som påvirker samhandlen mellem medlemslandene. Hovedbestemmelsen findes i artikel 87, stk. 1 i EF-traktaten, hvor det hedder: "Bortset fra de i denne traktat hjemlede bestemmelser er statsstøtte eller støtte, som ydes ved hjælp af statsmidler under enhver tænkelig form, og som fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene ved at begunstige visse virksomheder eller visse produktioner, uforenelig med fællesmarkedet i det omfang, den påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne".

Forbuddet mod statsstøtte i EF-traktaten er ikke ubetinget. Således bestemmes det i artikel 87, stk. 2, at visse former for statsstøtte er forenelige med fællesmarkedet, herunder støtte, hvis formål er at råde bod på skader, der er forårsaget af naturkatastrofer eller af andre usædvanlige begivenheder. I artikel 87, stk. 3 bestemmes det, at en række former for statsstøtte kan betragtes som forenelige med fællesmarkedet, herunder bl.a. (i) støtte, der kan afhjælpe en alvorlig forstyrrelse i en medlemsstats økonomi, (ii) støtte til fremme af udviklingen af visse erhvervsgrene eller økonomiske regioner, når den ikke ændrer samhandelsvilkårene på en måde, der strider mod den fælles interesse, samt (iii) andre former for støtte, hvorom Rådet på forslag af Kommissionen træffer beslutning med kvalificeret flertal.

I artikel 88, stk. 2 og 3 i EF-traktaten fastsættes der regler for fremgangsmåden ved håndhævelsen af EU's regler om statsstøtte. Kommissionen skal underrettes så tidligt om enhver påtænkt foranstaltning eller ændring af støtteforanstaltninger, at den kan fremsætte sine bemærkninger hertil. Hvis Kommissionen – efter at have givet de interesserede parter en frist til at fremsætte deres bemærkninger – finder, at en støtte, som ydes af en stat eller med statsmidler, ifølge artikel 87 ikke er forenelig med fællesmarkedet, eller at denne støtte misbruges, træffer den beslutning om, at den pågældende stat skal ophæve eller ændre støtteforanstaltningen inden for en tidsfrist, som fastsættes af Kommissionen. Såfremt den pågældende stat ikke retter sig efter Kommissionens beslutning inden udløbet af tidsfristen, kan Kommissionen eller en anden interesseret stat indbringe sagen direkte for Domstolen.

Det fremgår af proceduren beskrevet i artikel 88, stk. 2 og 3, at

det i hovedsagen er op til EU-Kommissionen at fortolke og håndhæve indholdet af EF-traktatens bestemmelser om statsstøtte. Det bestemmes dog i artikel 89 i EF-traktaten, at Rådet med kvalificeret flertal kan udstede de fornødne forordninger med henblik på anvendelsen af artikel 87 og 88, herunder vedrørende de former for støtte, som skal være undtaget fra Kommissionens vurdering. Det fremgår ligeledes af artikel 88, stk. 2, at Rådet – på begæring af en medlemsstat – med enstemmighed kan beslutte, at en af denne stat ydet eller planlagt støtte betragtes som forenelig med fællesmarkedet, hvis ganske særlige omstændigheder berettiger en sådan beslutning. Kommissionens behandling af sagen udsættes, indtil Rådet har taget stilling. Kommissionen træffer dog beslutning, hvis Rådet ikke har taget stilling senest tre måneder efter, at medlemsstaten har fremsat sin begæring.

7.4.2. Rammebestemmelser for støtte til kriseramte virksomheder

I en meddelelse fra 2004 har EU-Kommissionen opstillet nogle rammebestemmelser for statsstøtte til redning og omstrukturering af kriseramte virksomheder.³⁰ Meddelelsen indeholder nogle betingelser vedrørende støtte til kriseramte virksomheder, som skal være opfyldt, hvis Kommissionen skal betragte støtten som forenelig med fællesmarkedet i henhold til artikel 87, stk. 3 i EF-traktaten.

Det er Kommissionens opfattelse, at støtte til kriseramte virksomheder kan falde ind under undtagelsesbestemmelsen i artikel 87, stk. 3, litra c), hvoraf det fremgår, at statsstøtte kan betragtes som forenelig med fællesmarkedet, hvis det drejer sig om støtte til fremme af udviklingen af visse erhvervsgrene eller økonomiske regioner, når den ikke ændrer samhandelsvilkårene på en måde, der strider mod den fælles interesse. Dette kan efter Kommissionens opfattelse f.eks. være tilfældet, hvis støtten er nødvendig for at korrigere skævheder forårsaget af markedssvigt eller for at sikre økonomisk og social samhørighed. Det fremgår af meddelelsen, at støtte til kriseramte banker kan falde ind under rammebestemmelserne.

I rammebestemmelserne anlægges der en bred fortolkning af, hvad

30 Meddelelse fra Kommissionen: Fællesskabets rammebestemmelser for statsstøtte til redning og omstrukturering af kriseramte virksomheder. Den Europæiske Unions Tidende, C 244 2004, 2-17. Meddelelsen fra 2004 afløser tidligere rammebestemmelser. Tidligere meddelelser om rammebestemmelser for statsstøtte til kriseramte virksomheder blev fremlagt i 1994 og i 1999.

der forstås ved en kriseramte virksomhed. En virksomhed defineres således som kriseramte, hvis den f.eks. i løbet af kort tid har lidt store tab, hvis den opfylder betingelserne for konkursbehandling, og/eller hvis der er andre tegn på krise, f.eks. voksende underskud.

Det er generelt Kommissionens opfattelse, at der skal udvises stor tilbageholdenhed ved støtte til kriserammede virksomheder. Det fremhæves således i rammebestemmelserne, at støtte til kriserammede virksomheder må betragtes som en af de mest konkurrencefordrejende former for statsstøtte. Lukning af ineffektive virksomheder er ifølge Kommissionens vurdering et normalt fænomen på et frit marked, og det kan derfor ikke være reglen, at en virksomhed, som kommer i vanskeligheder, reddes af staten. Det generelle princip i traktaten om forbud mod statsstøtte bør derfor være hovedreglen, og undtagelser fra denne regel bør begrænses mest muligt.

I rammebestemmelserne om støtte til kriserammede virksomheder opstilles der en række betingelser, som skal være opfyldt, for at Kommissionen vil anse støtten for at være i overensstemmelse med fællesmarkedet. Der skelnes i denne forbindelse mellem redningsstøtte og omstrukturingsstøtte.

Redningsstøtte defineres som statsstøtte, der gives i en kortvarig periode for at sætte virksomheden i stand til at overleve, indtil der kan udarbejdes en plan, som kan sikre virksomhedens langsigtede rentabilitet, jf. nedenfor. Kommissionen opstiller fire betingelser for at godkende redningsstøtte: (i) den skal bestå af likviditetsstøtte i form af lån eller lånegarantier, (ii) den skal være begrundet i alvorlige sociale vanskeligheder, og den må ikke få alvorlige negative spillover-effekter i andre medlemsstater, (iii) medlemsstaten skal give tilsagn om senest seks måneder efter Kommissionens godkendelse af redningsstøtten enten at tilsende Kommissionen en omstrukturingsplan eller at have fået lånet tilbagebetalt, samt (iv) redningsstøtten skal være begrænset til, hvad der er nødvendigt for at opretholde virksomheden i den periode, som støtten er godkendt for. Vedrørende betingelse (i) præciseres det i rammebestemmelserne, at lån skal ydes til en rentesats, der mindst gælder for lån til sunde virksomheder og til en referencesats, der fastsættes af Kommissionen. Lånet skal være tilbagebetalt senest efter seks måneder. Ved støtte til kriserammede banker åbner Kommissionen dog mulighed for, at redningsstøtten kan have anden form end lån. Kommissionen præciserer i rammebestemmelserne, at redningsstøtten skal have karakter af engangsstøtte, dvs. der er ikke mulighed for en yderligere forlængelse af støtten udover

seks-måneders-perioden, ligesom der heller ikke bør bevilges ny støtte i løbet af seks-måneders-perioden.

Omstruktureringsstøtte er støtte, der gør det muligt at genetablere virksomhedens langsigtede rentabilitet. Det er en forudsætning for Kommissionens godkendelse af omstruktureringsstøtte, at det godtgøres, at den ikke strider mod Fællesskabets interesse, og at fordelene ved at holde virksomheden i live opvejer omkostningerne i forbindelse med den konkurrencefordrejning, som støtten giver anledning til. Omstruktureringsstøtte skal herudover opfylde fire betingelser for at blive godkendt af Kommissionen: (i) virksomheden skal være kriseram, jf. ovenfor, (ii) der skal gennemføres en omstruktureringsplan, som på grundlag af realistiske forudsætninger over kortest mulig tid skal genoprette virksomhedens fremtidige rentabilitet, (iii) der skal som en integreret del af virksomhedens omstruktureringsplan være indlagt kompenserende modtydelser, som skal sikre, at de skadelige virkninger på samhandelsvilkårene af støtten begrænses mest muligt, samt (iv) støtten skal begrænses til et minimum, der er nødvendig for at gennemføre omstrukturen.

Det fastslås i rammebestemmelserne, at Kommissionen herudover kan fastsætte yderligere betingelser, som den måtte anse for nødvendige for ikke at fordreje konkurrencen mere end højst nødvendigt, f.eks. ved at pålægge den støttemodtagende virksomhed forpligtelser.

Vedrørende betingelse (ii) ved omstruktureringsstøtte, dvs. kravet om en omstruktureringsplan, bestemmes det, at Kommissionen skal godkende omstruktureringsplanen. Omstruktureringsplanen skal indeholde foranstaltninger, der gør virksomheden mere konkurrencedygtig. Der kan herudover også være tale om finansielle tiltag i form af kapitaltilførsel, gældsreduktion el. lign., som bedrer virksomhedens overlevelsesmuligheder. Der må imidlertid ikke udelukkende gives finansiell støtte, idet der også skal gennemføres foranstaltninger, som imødegår årsagerne til virksomhedens krise. Vedrørende betingelse (iii), dvs. kravet om kompenserende modtydelser, fastslås det i Kommissionens rammebestemmelser, at det er målet med modtydelserne at minimere støttens konsekvenser for virksomhedens konkurrenter. Samtidig fastslås det, at modtydelserne skal stå i et rimeligt forhold til støttens konkurrencefordrejende konsekvenser. Som kompenserende modtydelse kan det f.eks. tænkes, at virksomheden reducerer sine aktiviteter på bestemte områder, idet dog nedskæringer, som er nødvendige for at genoprette virksomhedens rentabilitet, ikke vil blive betragtet som en del af modtydelserne. Der vil normalt ikke blive

krævet modydelser ved omstrukturingsstøtte til små og mellemstore virksomheder. Vedrørende betingelse (iv), dvs. kravet om begrænsning af støtten til et minimum, fastslås det i rammebestemmelserne, at støttemodtagerne selv skal bidrage til omstruktureringen af egne midler, enten ved at indskyde midler eller ved at optage finansiering på markedsvilkår. Støtten må ikke være så stor, at den giver virksomheden et likviditetsoverskud, der kan udnyttes til f.eks. nye markedstiltag. Støtten skal på den anden side være tilstrækkelig til at gennemføre omstruktureringen, dvs. støtten skal have en-gangs karakter, således at der ikke påny bevilges støtte.

7.4.3. Vurdering af statsstøtte i forbindelse med privatisering

Ved privatiseringer af statsejede virksomheder er der en risiko for statsstøtte, idet de statsejede virksomheder kan overgå til privat ejerskab til en kunstig lav pris. I den 23. beretning om konkurrencepolitikken beskriver EU-Kommissionen en række principper, som den anvender for at vurdere, om der ved privatiseringer er tale om statsstøtte.³¹

Hvis privatiseringen gennemføres ved salg af aktier over børsen, antages det normalt, at der ikke foreligger støtte, idet salget herved sker på markedsbetingelser. Hvis selskabet ikke privatiseres ved salg af aktier på børsen, skal følgende betingelser overholdes, for at det uden yderligere undersøgelser kan antages, at der ikke foreligger statsstøtte: (i) der skal finde en offentlig licitation sted, som er åben for alle, gennemsigtig og ikke betinget af anden aktivitet, f.eks. erhvervelse af andre aktiver end dem, der bydes på, eller fortsat drift af bestemte virksomheder, (ii) selskabet skal sælges til den højstbydende, samt (iii) der skal stilles tilstrækkelig tid og tilstrækkelige oplysninger til rådighed for de bydende, således at der kan foretages en grundig vurdering, inden der bydes. Der må i intet tilfælde diskrimineres på grundlag af de potentielle køberes nationalitet.

Kommissionen fremhæver, at aktiesalg på børsen eller ved offentlig licitation på de beskrevne betingelser ikke skal anmeldes til Kommissionen på forhånd med henblik på at få Kommissionens vurdering af, om der foreligger statsstøtte. Hvis betingelserne imidlertid ikke overholdes, skal der ske en anmeldelse, hvorefter Kommissionen vil tage stilling til, om der er tale om støtte, og om den i givet fald er forenelig med fællesmarkedet, jf. afsnit 7.4.1.

31 EU-Kommissionen (1993), s. 252-253.

7.5. Kommissionens praksis ved støtte til kriseramte finansielle institutter

EU-Kommissionen har i en række tilfælde taget stilling vedrørende offentlig støtte til kriseramte banker og forsikringsselskaber. I *afsnit 7.5.1* nedenfor gives der en oversigt over sagerne. I hovedparten af sagerne er Kommissionen nået frem til, at der foreligger statsstøtte, som falder ind under EF-Traktatens regler om statsstøtte, men at støtten er forenelig med fællesmarkedet, hvis bestemte betingelser bliver opfyldt. På grundlag af Kommissionens praksis ved behandlingen af sagerne diskuteres i det følgende fire spørgsmål: (i) Kommissionens begrundelse for at anse foranstaltningerne for statsstøtte (*afsnit 7.5.2*), (ii) Kommissionens begrundelse for, at støtten falder ind under EF-traktatens regler om statsstøtte (*afsnit 7.5.3*), (iii) det juridiske grundlag for at undtage fra traktatens generelle forbud mod statsstøtte (*afsnit 7.5.4*), samt (iv) betingelserne for godkendelse af statsstøtten (*afsnit 7.5.5*).

7.5.1. Sager om statsstøtte til kriseramte finansielle institutter

I perioden 1990-2007 har Kommissionen truffet afgørelser i sammenlagt 12 sager med støtte til kriseramte banker eller forsikringsselskaber. En oversigt findes i *tabel 7.3* og *tabel 7.4*. De 12 sager involverer fem franske banker (Comptoir des Entrepreneurs, Crédit Lyonnais, Société de Banque Occidentale, Société Marseillaise de Crédit, Crédit Foncier de France), en fransk finansiell koncern med blandet forsikrings- og bankvirksomhed (GAN), to italienske banker (Banco di Napoli og Banco di Sicilia), en tysk bank (Bankgesellschaft Berlin), en østrigsk bank (Bank Burgenland), en ungarsk bank (Postabank) samt et britisk realkreditinstitut (Northern Rock).

Der verserer sager om en tjekkisk bank (Agrobanka Praha) samt en østrigsk bank, nemlig Bank Burgenland. I tilfældet med Bank Burgenland har Kommissionen i første omgang godkendt statsstøtte i forbindelse med en omstrukturering, men Kommissionen har på ny taget sagen op, fordi den mener, at betingelserne for den oprindelige godkendelse af statsstøtte er blevet tilsidesat. I ét tilfælde (Dornbirger Sparkasse) har de østrigske myndigheder trukket en anmeldelse af statsstøtte tilbage.

I en sag – nemlig en italiensk ordning for skattelettelser til kriseramte banker – er Kommissionen nået frem til den vurdering, at der

ikke er tale om støtte til at hjælpe banker ud af en krise, men derimod om skattelettelser, som efterfølgende er givet til banker, der har lidt betydelige tab. Sagen er således uinteressant ved en vurdering af, i hvilket omfang EUs regelsæt rummer en begrænsning af nationale myndigheders handlemuligheder i en krisesituation.

Det fremgår af proceduren for behandling af sager med statsstøtte, at ordningerne forudgående skal anmeldes til Kommissionen, inden de kan sættes i kraft (se afsnit 7.4.1 ovenfor). Det kan konstateres, at dette – med undtagelse af Dornbirger Sparkasse – ikke er blevet overholdt af de nationale myndigheder, da de traf beslutning om støtte til de kriseramte institutter.

Sagerne har i de fleste tilfælde omhandlet omstruktureringsstøtte. I tilfældet med Crédit Lyonnais, hvor de franske myndigheder greb ind hurtigt for at undgå en nedgradering af ratingen også for andre franske institutter, blev støtte dog godkendt som redningsstøtte. Det samme var tilfældet med den kapital, som delstaten Berlin i maj 2001 indskød i Bankgesellschaft Berlin for at bringe kapitalen op over solvensgrænsen. Endelig godkendte Kommissionen i december 2007 de britiske myndigheders støtte til Northern Rock som redningsstøtte. I overensstemmelse med retningslinierne for redningsstøtte (se afsnit 7.4.2 ovenfor) er støtten til Northern Rock godkendt for en periode af 6 måneder, dvs. frem til 17. marts 2008. En forlængelse af støtten ud over denne dato skal godkendes af Kommissionen som omstruktureringsstøtte.

7.5.2. Definitionen af statsstøtte

I en række tilfælde kan der ved intervention til støtte for en kriseramt finansiell virksomhed være tvivl, hvorvidt der foreligger statsstøtte, således at interventionen falder ind under artikel 87 i EF-traktaten.

I 1995-afgørelsen om statsstøtte til Crédit Lyonnais fremfører EU-Kommissionen nogle mere principielle betragtninger vedrørende støtte specielt til banksektoren. Kommissionen erkender i afgørelsen, at banksektoren har nogle særlige karakteristika. Hvis en bank ikke overholder kravene i den finansielle lovgivning, har tilsynsmyndighederne flere muligheder for at genskabe normale vilkår for bankens virksomhed. Ifølge Kommissionen kan foranstaltningerne spænde fra advarsler til en tilbagekaldelse af tilladelsen til at øve virksomhed som kreditinstitut. Tilsynsmyndighederne "... kan også anmode aktionærerne om at yde støtte for at bringe banken på fode igen, især hvis

dens konkurs kan få uønskede virkninger på indskydernes tillid og eventuelt på de finansielle markeder. Disse virkninger kan være særdeles betydelige og stå i et helt urimeligt forhold til den pågældende banks vanskeligheder. Hvis aktionærene ikke vil indskyde kapital i banken, eller den ikke kan overtages af et andet institut, er der flere mulige løsninger, nemlig enten en konkursbegæring, en kontrolleret likvidation, salg i blokke eller solidarisk indgriben fra flere andre bankers side for at forhindre de uønskede negative virkninger, der er nævnt ovenfor. Hvis den private sektor yder et væsentligt finansielt bidrag til redningsaktionen uden at være tvunget dertil, kan det konkluderes, at der ikke foreligger statsstøtte ... Hvis det derimod er staten, der yder det største eller det eneste bidrag, må Kommissionen, selv om det sker på tilsynsmyndighedernes opfordring, tage stilling til, om de statslige foranstaltninger indebærer et støtteelement. I sin vurdering af statslige foranstaltninger anvender Kommissionen normalt det markedsøkonomiske investorprincip, som den opstillede i sin meddelelse om offentlige virksomheder ...".³² Det fremgår således, at der ikke foreligger statsstøtte, hvis den private sektor selv yder et væsentligt bidrag til interventionen, også selv om det sker på opfordring af f.eks. tilsynsmyndighederne.

Det fremhæves i Kommissionens 1995-afgørelse om statsstøtte til Crédit Lyonnais, at Kommissionen ved vurderingen af offentlig intervention anvender det såkaldte "markedsøkonomiske investorprincip", der er beskrevet i Kommissionens meddelelse om anvendelse af statsstøttereglerne på offentlige virksomheder i fremstillingssektoren.³³ Det følger af princippet, at der er tale om støtte i forbindelse med en transaktion, hvis en tilsvarende privat investor, der arbejder under normale markedsøkonomiske betingelser, ikke ville have foretaget transaktionen. Med hensyn til offentlige indskud af kapital anlægges det synspunkt, at en privat investor ikke ville have foretaget en sådan transaktion, og at der derfor foreligger en formodning om støtte, hvis selskabets finansielle situation er sådan, at en genskabelse af et normalt afkast (i form af udbytte eller kapitalgevinst) af den investerede kapital ikke kan sikres inden for en rimelig frist.

Det markedsøkonomiske investorprincip har været anvendt i en

32 EF-Tidende, L 308 1995, s. 96.

33 Meddelelse til medlemsstaterne om anvendelse af traktatens artikel 92 og 93 og artikel 5 i Kommissionens direktiv 80/723/EØF på offentlige virksomheder i fremstillingssektoren (EF-tidende, C 307 1993, 3).

række sager om statsstøtte til finansielle virksomheder.³⁴ Princippet har også fundet støtte i EF-Domstolens retspraksis.³⁵

I sagen om Northern Rock når Kommissionen frem til, at der ikke foreligger statsstøtte, når der ydes lån til et kriseramt institut, hvis lånet ydes til markedsrente, og hvis lånet er sikret med fuld sikkerhed i gode aktiver. Den likviditetsstøtte, der på disse betingelser ydes af Bank of England til Northern Rock, anses således ikke som statsstøtte.

Med hensyn til offentlige garantier foreligger der formodning om statsstøtte, hvis der ikke betales for garantien, eller hvis betalingen må betragtes som utilstrækkelig på baggrund af risici, der er særlig høje eller strækker sig over for langt et tidsrum. Dette svarer til indholdet i Kommissionens meddelelse om statsstøtte i form af garantier.³⁶

Under krisen i den franske bank *Crédit Foncier de France* (CFF) gav den franske økonomi- og finansminister i april 1996 samt senere i juli 1996 tilsagn om, at de franske myndigheder ville træde til med en dækning af alle selskabets forpligtelser i form af rente- og afdragsbetalinger. Kommissionen mente, at der i dette tilfælde var tale om statsstøtte, idet en sådan garanti ikke ville have været stillet af en investor, der opererer på markedsmæssige vilkår, og idet garantien udgør en indirekte støtte til bankens kreditorer. Tilsvarende var der tale om statsstøtte, da de franske myndigheder i april 1996 meddelte, at de ville sikre bankens fortsatte drift og overholdelse af solvenskravet. I tilfældet med Northern Rock fandt Kommissionen, at de britiske myndigheders ubegrænsede garanti mod tab på indskud har karakter af statsstøtte.

I sagen om Banco di Napoli anlægger Kommissionen den vurdering, at der kan være tale om statsstøtte i de tilfælde, hvor en bank samlet sælger et antal aktiver og passiver, f.eks. til et afviklingsselskab. Det er synspunktet, at udskillelsen af aktiver og passiver fra bankens balance kan være konkurrenceforvridende, idet der herved ydes en støtte til bankens fortsatte eksistens. Kommissionen tilkendegiver,

34 Princippet anvendes også i sagerne om *Crédit Foncier de France*, GAN-koncernen og Banco di Napoli.

35 Princippet støttes i dom fra EF-Domstolen i sagerne C-278/92, C-279/92 og C-280/92 (Spanien mod Kommissionen), hvor det i præmis 21 fremføres: "... For at kunne afgøre, om sådanne foranstaltninger udgør statsstøtte, må det undersøges, om en privat investor af en størrelse, der kan sammenlignes med organer, som forestår forvaltningen af den offentlige sektor, under tilsvarende omstændigheder kunne tænkes at ville have indskudt en kapital af den omhandlede størrelse ...".

36 Meddelelse fra Kommissionen om anvendelsen af EF-traktatens artikel 87 og 88 angående statsstøtte i form af garantier (EF-Tidende, C 71 2000, 14-18).

at den fremover ønsker underretning om alle tilfælde, hvor der sker et en bloc-salg af aktiver og passiver i et kreditinstitut, der er trådt i likvidation.³⁷

Med hensyn til kapitalindskud fra indskydergarantifonde finder Kommissionen i sagen om Banco di Sicilia, at et kapitalindskud fra den italienske bankfinansierede indskydergarantifond (FITD) ikke skal regnes som statsstøtte, idet de private italienske banker har flertal i bestyrelsen, der træffer afgørelse om kapitalindskuddet, og beslutningen i øvrigt er enstemmig. Tilsvarende gør Kommissionen heller ikke indsigelse mod et lån, der ydes af Italiens syv største banker til støtte for Banco di Sicilia. Med hensyn til trækningsrettigheder stillet til rådighed af en indskydergarantifond er Kommissionen nået frem til det resultat, at der ikke foreligger statsstøtte, i det omfang midlerne stilles til rådighed på betingelser, der normalt ville gælde på et marked. Dette gælder således i afgørelsen om statsstøtte til Crédit Foncier de France (CFF) i 1996.

Under forhandlinger med de danske myndigheder om den danske lov om indskydergarantifond er det blevet tilkendegivet fra Kommissionen, at det vil blive anset for statsstøtte, hvis et kreditinstitut overtages af en garantifond, hvor bestyrelsesmedlemmerne er offentligt udpegede, og hvor bidrag til garantifonden fastsættes på grundlag af lovgivning. Som en konsekvens af Kommissionens betænkeligheder blev den danske lov om en garantifond for indskydere ændret i juni 2007, således at der ikke længere er mulighed for, at fonden kan yde støtte ved pengeinstitutkriser.

7.5.3. Grundlaget for anvendelse af EU's regler om statsstøtte

Statsstøtte falder kun ind under EF-traktatens forbud mod statsstøtte, i det omfang den fordrejer eller truer med at fordreje konkurrencevilkårene, jf. artikel 87, stk. 1 i EF-traktaten. Generelt har Kommissionen i de foreliggende sager anvendt en bred fortolkning af, hvad der forstås ved konkurrenceforvridning. I alle de 12 behandlede sager er Kommissionen således nået frem til, at der foreligger konkurrenceforvridning. Det er synspunktet, at støtten til de finansielle virksomheder bidrager til at fastholde de pågældende virksomheder på markedet og derved indebærer en fordrejning af konkurrencen.

37 EF-Tidende, L 116 1999, s. 43-44.

Det gælder endvidere i henhold til artikel 87, stk. 1 i EF-traktaten, at statsstøtte kun falder ind under traktatens forbud mod statsstøtte, i det omfang den påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne. Kommissionen er i alle de behandlede sager nået frem til den konklusion, at der er tale om en påvirkning af samhandelen. Dette gælder også, selv om støtten – som det er tilfældet med den østrigske Bank Burgenland eller den franske Société Marseillaise de Crédit – har været givet til forholdsvis små banker, der næsten udelukkende har regionale aktiviteter.

Kommissionen har i mange af afgørelserne henvist til, at liberaliseringen af finansielle tjenester inden for EU samt etableringen af EUs monetære union har skabt et fælles marked for finansielle tjenester, hvorved støtte til én virksomhed på dette integrerede marked får konsekvenser for de andre virksomheder, der opererer på EUs integrerede marked. I afgørelsen om godkendelsen af støtten til Société Marseillaise de Crédit i 1998 fremføres det således: "... Liberaliseringen af finansielle tjenesteydelser og integreringen af finansmarkeder har bevirket, at samhandelen mellem medlemsstaterne er blevet stadig mere sårbar over for konkurrencefordrejninger. Selv om bankerne i princippet kan udøve deres virksomhed, som hovedsagelig består i at modtage indlån og yde lån, på tværs af grænserne, vanskeliggøres deres ekspansion i udlandet af forskellige hindringer. Disse hindringer hænger ofte sammen med de indenlandske bankers solide lokale fodfæste, der gør det mere bekosteligt for udenlandske banker at komme ind på markedet. Liberaliseringen har i stigende grad givet bankerne mulighed for at tilbyde deres tjenesteydelser i andre medlemsstater, således som f.eks. Crédit Lyonnais, Deutsche Bank og Westdeutsche Landesbank har gjort det, men enhver statsstøtte ydet til en lokal bank kan lægge hindringer i vejen for denne udvikling. Desuden vil konkurrencen mellem pengeinstitutter inden for Fællesskabet blive væsentligt skærpet i takt med gennemførelsen af den økonomiske og monetære union. Med indførelsen af en fælleseuropæisk valuta vil samhandelen inden for Fællesskabet kunne foregå uden nogen risiko eller kursomkostninger, og netop derfor vil konkurrencefordrejninger forårsaget af statsstøtte, hvis virkninger tidligere stort set kun gjorde sig gældende på de nationale markeder i medlemsstaterne, skabe større problemer end hidtil. Når der ydes statsstøtte for at sikre den fortsatte beståen af en indenlandsk bank med regionalt virkefelt, til trods for denne banks utilstrækkelige rentabilitet og manglende evne til at klare sig i konkurrencen, således som det var tilfældet med støtten til SMC

[Société Marseillaise de Crédit], er der risiko for konkurrencefordrejninger på EF-plan, fordi støtten gør det vanskeligere for udenlandske banker at trænge ind på de regionale franske bankmarkeder ...".³⁸

I afgørelsen om statsstøtte til den østrigske Bank Burgenland henviser Kommissionen til dommen fra EF-Domstolen i sagerne C-278/92, C-279/92 og C-280/92 (Spanien mod Kommissionen), hvor det fremhæves i præmis 40, at en økonomisk støtte, som ydes af en stat, må antages at påvirke samhandelen, idet den styrker en virksomheds stilling i forhold til andre virksomheder, som den konkurrerer med i samhandelen inden for Fællesskabet. Dette gælder også, selv om en virksomhed ikke selv har udenrigshandel. Herudover fastslås det i præmis 41, at den omstændighed, at en støtte er forholdsvis ubetydelig, eller at den støttemodtagende virksomhed er af beskeden størrelse, ikke på forhånd udelukker, at samhandelen mellem medlemsstaterne kan være påvirket.

7.5.4. Grundlaget for undtagelse fra forbuddet mod statsstøtte

Alle tilfældene med støtte til kriseramte banker og forsikringsselskaber har været behandlet på grundlag af Kommissionens rammebestemmelser for statsstøtte til kriseramte virksomheder, hvor støtte kan anses som forenelig med fællesmarkedet, hvis der er tale om støtte til fremme af udviklingen af visse erhvervsgrene eller økonomiske regioner, dvs. på grundlag af artikel 87, stk. 3, litra c) i EF-traktaten.

Der har således ikke været forsøg på at henhøre krisestøtte til banker under artikel 87, stk. 2 (støtte hvis formål er at råde bod på skader, der er forårsaget af naturkatastrofer eller af andre usædvanlige begivenheder), hvorved krisestøtten måtte opfattes som umiddelbart forenelig med fællesmarkedet.

Der har heller ikke været forsøg på at henhøre støtten til kriseramte finansielle virksomheder under artikel 87, stk. 3, litra b) i EF-traktaten, hvoraf det fremgår, at statsstøtte kan betragtes som forenelig med fællesmarkedet, hvis støtten afhjælper en alvorlig forstyrrelse i en medlemsstats økonomi. Det fremgår af Kommissionens afgørelser vedrørende støtte til kriseramte finansielle virksomheder, at en undtagelse på grundlag af artikel 87, stk. 3, litra b) i EF-Traktaten

38 EF-Tidende, L 198 1999, s. 5. Tilsvarende tilkendegivelser findes i afgørelsen om statsstøtte til Crédit Foncier de France, Banco di Sicilia og Bankgesellschaft Berlin.

ikke kan ske med henvisning til en krise i en enkelt finansiell virksomhed, selv hvis det drejer sig om en stor bank.³⁹ I flere af afgørelserne om statsstøtte fremhæves det af Kommissionen, at støtten til en bank ikke kan begrundes med, at det herved bliver muligt at hindre en generel bankkrise, idet den kriseramte bank selv er skyld i sine problemer.⁴⁰ Endelig fremføres det i Kommissionens 1995-afgørelse om statsstøtte til Crédit Lyonnais, at støtte på grundlag af artikel 87, stk. 3, litra b) til afhjælpning af en alvorlig forstyrrelse i en medlemsstats økonomi kun er forenelig med fællesmarkedet, hvis den set i forhold til konkurrencen i den pågældende stat ydes neutralt til hele banksystemet og uden at overstige det strengt nødvendige. Kommissionen synes altså at have den opfattelse, at et indgreb, hvor staten f.eks. stiller en garanti for alle bankindskud i et land, kan falde ind under EF-traktatens bestemmelser om afhjælpning af en alvorlig forstyrrelse i en medlemsstats økonomi, mens derimod støtte til en enkelt bank for at imødegå dens vanskeligheder ikke falder ind under bestemmelsen.

I sagen om GAN-koncernen fremføres det af de franske myndigheder, at en likvidation af GANs datterbank CIC ville have sendt en chokbølge gennem det franske kapitalmarked på grund af CICs store indlån (over 287 mia. francs ultimo 1996) og store interbankrefinansieringslinjer (193 mia. francs ultimo 1996). Ved godkendelsen af statsstøtten til GAN-koncernen afviser Kommissionen imidlertid at se på eventuelle sociale og samfundsmæssige omkostninger i forbindelse med en likvidation af virksomheden. Ifølge Kommissionen bør vurderingen af, om der foreligger statsstøtte, udelukkende vurderes ud fra de betragtninger, som ville blive anlagt af en privat investor.

I afgørelsen om Crédit Lyonnais (1995) fremhæver Kommissionen, at statsstøtte i tilfælde af en krise i et stort finansielt institut kan være nødvendig for at hindre virkninger i andre dele af det finansielle system.⁴¹ Kommissionen er inde på, at der i sådanne tilfælde må kræves

39 Dette fremhæves i afgørelserne vedrørende Crédit Foncier de France, Banco di Napoli og GAN-koncernen.

40 I sagen om støtte til Crédit Foncier de France fremføres det, at støtten ikke kan have til formål at imødegå en systemisk krise, da bankens problemer skyldes en fejlslagen udlånspolitik, og at banken ikke i tilstrækkelig grad har gennemført en effektiv risikostyring.

41 Det fremføres: "... I princippet vil det ikke nødvendigvis føre til en tillidskrise inden for hele systemet, hvis blot én eller et par banker kommer i vanskeligheder. Men hvis en bank af en vis størrelse går konkurs, også selv om det skyldtes fejl i den interne administration, kan det bringe andre kreditinstitutter, som er finansielt forbundet

særlig store modydelser i form af reduktion i det pågældende instituts aktivitet for at opveje den konkurrenceforvridende virkning. Det fremføres: "... Hvis en statslig intervention anses for nødvendig af årsager, der ikke blot vedrører det støttemodtagende institut, foreligger der stadig en forpligtelse til at undersøge, om man har valgt den løsning, der medfører færrest mulige fordrejninger; hvis en større konkurrencefordrejning er uundgåelig, må der kræves betydelige modydelser, der kommer de øvrige virksomheder inden for den pågældende sektor til gode, for at opveje de negative virkninger samt de begrænsede muligheder for en mere radikal, men undertiden uundgåelig, løsning, som man ville have anvendt i industrien, der er mindre følsom over for en enkelt virksomheds vanskeligheder ...".⁴²

Kommissionens synspunkt om, at støtte til enkelte kriseramte virksomheder ikke bør falde ind under bestemmelserne om at imødegå forstyrrelser i et medlemslands økonomi støttes i Brouwer-gruppens rapport (se afsnit 7.6 nedenfor), hvor det fremhæves, at bestemmelsen i EF-traktaten om statsstøtte til afhjælpning af forstyrrelser i et lands økonomi kun kan tænkes anvendt i en situation, hvor der er risiko for stabiliteten i det samlede finansielle system, og hvor regeringen derfor foretager intervention til støtte af det samlede banksystem.⁴³

7.5.5. Betingelser i forbindelse med støtte til kriseramte virksomheder

Det fremgår af rammebestemmelserne for statsstøtte til kriseramte virksomheder, at støtten kun kan godkendes, hvis en række nærmere specificerede betingelser er opfyldt, jf. beskrivelsen i afsnit 7.4.2. Ved behandlingen af sagerne om støtte til de kriseramte finansielle institutter lægger Kommissionen vægt på, at tre betingelser er opfyldt, for at Kommissionen kan godkende statsstøtten: (i) der skal gennemføres en omstruktureringsplan, som er baseret på realistiske hypoteser, og som inden for en rimelig tid vil kunne genoprette en rentabilitet,

med den, i vanskeligheder, og dermed føre til en krise af større omfang. Det kan være nødvendigt at yde statsstøtte, men dette må ikke betyde, at der ikke kræves modydelser fra det pågældende institut, og støtten må heller ikke ydes, uden at der gribes alvorligt ind med hensyn til den endelige strukturomlægning og begrænsningen af den konkurrencefordrejning, som støtten medfører ..." (EF-Tidende, L 308 1995, s. 98).

42 EF-Tidende, L 308 1995, s. 96.

43 Economic and Financial Committee (2001).

som kan sikre virksomhedens levedygtighed på lang sigt; (ii) der skal være tale om modydelser, som er tilstrækkelige til at udligne støttens konkurrencefordrejende virkninger, hvorved støtten ikke kommer til at stride mod den fælles interesse; samt (iii) støtten skal stå i forhold til de fastlagte mål og begrænses til det minimum, der er strengt nødvendigt for omstruktureringen, således at virksomheden selv bidrager mest muligt til sin sanering.⁴⁴ I en række af sagerne har Kommissionen endvidere stillet som betingelse for godkendelse af statsstøtten, at der ikke må foretages skattemæssige afskrivninger på tab, der er blevet dækket gennem offentlige kapitalindskud.⁴⁵

Kommissionen lægger i afgørelserne om statsstøtte vægt på, at der som modydelse for godkendelse af statsstøtten sker en reduktion af selskabets aktiviteter. Dette svarer til rammebestemmelserne for statsstøtte til kriseramte virksomheder, hvor modydelserne ses som compensation til konkurrerende virksomheder for den indskrænkning af konkurrencen, der sker i forbindelse med støtten til den kriseramte virksomhed, jf. afsnit 7.4.2.

I tilfældet med Comptoir des Entrepreneurs indgår det som betingelse for godkendelse, at selskabet ikke længere skal finansiere socialt boligbyggeri og ikke længere må modtage offentlige garantier ved låntagning. I tilfældet med Crédit Foncier de France anser Kommissionen det for positivt, at der er sket en kraftig nedskæring af balancen (med ca. en fjerdedel over perioden fra 1995 til 1998), ligesom Kommissionen anser det for positivt, at selskabet har besluttet at skille sig af med sit filialnet i udlandet, selv om den var af ringe betydning (en enkelt filial i Italien). I tilfældet med Banco di Napoli er der gennemført en omfattende nedskæring i bankens størrelse, idet balancen over tre-årsperioden 1994-97 er blevet nedskåret med 43 pct., ligesom banken har solgt en række kapitalinteresser i andre selskaber samt gennemført en reduktion af sit italienske filialnet med 10 pct. Banken har frasolgt en stor del af sin ejendomsportefølje. Med hensyn til udenlandske aktiviteter er aktiverne faldet med 70 pct., ligesom der er sket et frasalg af en række af de udenlandske filialer. Banken har herved trukket sig tilbage for at koncentrere sig om kerneaktiviteterne i Syditalien. Ved

44 Betingelserne vurderes i afgørelserne om Comptoir des Entrepreneurs, Crédit Foncier de France, Banco di Napoli, Société Marseillaise de Crédit, GAN-koncernen samt Banco di Sicilia.

45 Disse betingelser vurderes i sagerne om Crédit Foncier de France, Crédit Lyonnais, Banco di Napoli, Société Marseillaise de Crédit, Banco di Sicilia og Bankgesellschaft Berlin.

godkendelsen af støtten til Société Marseillaise de Crédit indgår bl.a. en omfattende reduktion i medarbejderstaben, mens Banco di Sicilia bl.a. lukker 55 filialer på Sicilien.

Ved den første godkendelse af støtte til Crédit Lyonnais (1995) stilles det som betingelse, at banken skal nedskære sine udenlandske aktiviteter med mindst 35 pct. Ved godkendelsen af statsstøtte til Crédit Lyonnais i 1998 bliver dette yderligere skærpet til, at Crédit Lyonnais forpligter sig til at afhænde aktiver til en balanceværdi svarende til mindst 620 mia. francs i forhold til balancen ved udgangen af 1994. Nedskæringen skal omfatte samtlige aktiver i Europa uden for Frankrig, dog med undtagelse af bl.a. aktiviteterne i London, Luxembourg, Frankfurt og Schweiz. Der skal også ske en afvikling af aktiviteter i Frankrig, hvor filialnettet skal nedskæres til maksimalt 1850 afdelinger.

I forbindelse med støtten til GAN-koncernen kræves en nedskæring af de internationale aktiviteter med 50 pct. i forhold til niveauet i 1996. Det stilles som betingelse for godkendelse af støtten til Bankgesellschaft Berlin, at der gennemføres en stor reduktion af aktiviteterne, hvorved virksomheden koncentrerer sin virksomhed om kerneaktiviteterne i Berlin. Visse forretningsområder – bl.a. rådgivning i forbindelse med kapitalmarkedstransaktioner – bliver opgivet, mens dele af bankens forretninger i Berlin (Berliner Bank) sælges.

I nogle tilfælde har Kommissionen godkendt foreliggende planer for omstrukturering af virksomheden som en tilstrækkelig modydelse. Dette er tilfældet i sagerne med Comptoir des Entrepreneurs, Crédit Foncier de France, Banco di Napoli, Société Marseillaise de Crédit og Banco di Sicilia samt i den første beslutning om statsstøtte til Crédit Lyonnais (1995). I tilfældet med Bank Burgenland er Kommissionen enig i, at yderligere nedskæringer vil gøre det svært for banken at overleve.

I tilfældet med støtten til Crédit Lyonnais kritiserer den franske bank Société Generale efterfølgende Kommissionen for at have godkendt den fremlagte omstrukturingsplan, der ifølge Société Generale ikke er særlig vidtgående. Kommissionen burde have krævet f.eks. en fuldstændig afvikling af alle bankens udlandsaktiviteter samt også en reduktion i bankens franske aktiviteter, f.eks. lukning af visse dele af filialnettet.

I andre statsstøttesager har Kommissionens krav om modydelser været mere vidtgående end de nedskæringer, der fremgår af de fremlagte planer for omstrukturering. Ved godkendelsen af støtten til Crédit Lyonnais i 1998 stiller Kommissionen således mere vidtgående krav

end indholdet af den omstruktureringsplan, som fremlægges af de franske myndigheder. Det samme er tilfældet med 1998-godkendelsen af statsstøtte til GAN-koncernen samt med godkendelsen af statsstøtte til Bankgesellschaft Berlin.

I flere tilfælde har Kommissionen gennemført en meget detaljeret gennemgang af selskabets økonomiske situation, ofte med bistand fra et selvstændigt konsulent- eller revisionsfirma eller en anden finansiell virksomhed.⁴⁶ I tilfældet med statsstøtte til den forholdsvis lille østrigske Bank Burgenland udbeder Kommissionen sig yderligere oplysninger, da den er i tvivl, om en omstruktureringsplan er realistisk.

I sagerne om statsstøtte til statsejede banker har Kommissionen krævet, at virksomheden overgår til privat ejerskab. Det er synspunktet, at der gennem et privat ejerskab kan opnås en bedre kontrol med selskabets ledelse, hvorved en risikobetonet ekspansionsstrategi kan undgås. Det fremføres, at den statslige opbakning har givet selskabernes ledelse et incitament til at føre en mere ekspansiv strategi. Ved godkendelsen af støtten til Comptoir des Entrepreneurs (CDE) stilles det således som en betingelse, at selskabet Assurances Générales de France (der stod over for en privatisering) indgår som hovedaktionær. I tilfældet med Crédit Foncier de France finder Kommissionen det positivt, at de franske myndigheder har givet tilsagn om at privatisere selskabet inden udgangen af 1999. I tilfældet med godkendelsen af statsstøtte til Crédit Lyonnais i 1998 stilles det som en betingelse, at selskabet privatiseres senest ved udgangen af 1999. I godkendelserne af statsstøtte til GAN-koncernen indgår det ligeledes som betingelse, at der skal gennemføres en privatisering. Ved godkendelsen af støtten til Banco di Sicilia finder Kommissionen det tilfredsstillende, at der er sket en privatisering af banken Mediocredito Centrale, som har overtaget Banco di Sicilia. Det samme er tilfældet med Bankgesellschaft Berlin, hvor delstaten Berlin sælger sin ejerandel.

Ved privatiseringerne lægger Kommissionen vægt på, at de finder sted på grundlag af en åben, gennemsigtig og ikke-diskriminerende procedure svarende til den procedure, der er beskrevet i den 23. betretning om konkurrencepolitikken (se afsnit 7.4.3). Ved godkendelsen af støtten til den statsejede bank Société Marseillaise de Crédit undersøges det, om privatiseringen af banken overholder betingelserne

46 I tilfældet med Banco di Napoli inddrog Kommissionen investeringsbanken Rothschild, mens Kommissionen i tilfældet med GAN-koncernen modtager bistand fra en fremtrædende (ikke-navngivet) international forretningsbank.

i den 23. beretning om konkurrencepolitikken. I sagen om Banco di Sicilia finder Kommissionen det forkert, at banken får mulighed for at købe sparekassen Sicilcassa, uden at Sicilcassa har været udbudt i offentlig licitation. Ved en undersøgelse af salget af Société de Banque Occidentale til Crédit Lyonnais i 1996 finder Kommissionen, at der foreligger ulovlig statsstøtte, fordi salget ikke følger de procedurer, der er opstillet i den 23. beretning om konkurrencepolitikken, bl.a. er det kun franske banker, som er blevet kontaktet med henblik på at købe Société de Banque Occidentale. Det fremhæves af Kommissionen i afgørelsen om Société de Banque Occidentale: "... Proceduren for salget af den sunde del af SDBO [Société de Banque Occidentale] sikrede ikke ligebehandling mellem de otte kontaktede potentielle købere og CL [Crédit Lyonnais]. Da proceduren blev gennemført uden et offentligt og ubetinget udbud, burde den have været anmeldt til Kommissionen i henhold til de kriterier, der er fastlagt i XXIII. Beretning om konkurrencepolitikken. Proceduren indebar navnlig, at banker fra andre medlemsstater ikke fik mulighed for at afgive bud, og den fordrejede derfor konkurrencen på EF-plan i et omfang, der kan påvirke samhandelen mellem medlemsstaterne ...".⁴⁷

I afgørelserne om godkendelse af statsstøtte indgår et krav om kontrol med overholdelsen af de betingelser, som Kommissionen har fastsat i forbindelse med godkendelse af statsstøtte. I de fleste tilfælde er der krav om rapportering for at sætte Kommissionen i stand til at vurdere, om betingelserne er opfyldt. I andre tilfælde – således som opfølgning af 1998-beslutningen om godkendelse af statsstøtte til Crédit Lyonnais – stilles der krav om, at en uafhængig ekspert hvert år skal føre regnskab med, om betingelserne overholdes.

Det er spørgsmålet, i hvilket omfang Kommissionen rent faktisk effektivt har været i stand til at følge op på betingelserne stillet ved godkendelsen af statsstøtten. I nogle tilfælde har Kommissionen iværksat sanktioner, når det har vist sig, at betingelserne ikke er blevet opfyldt. I tilfældet med støtten til GAN-koncernen er Kommissionen således utilfreds med, at betingelserne stillet i forbindelse med en godkendelse af statsstøtte (et kapitalindskud fra den franske stat i 1995) ikke er blevet overholdt, bl.a. er der ikke blevet gennemført en privatisering. Utilfredsheden medfører, at Kommissionen ophæver godkendelsen af den første statsstøtte. Ved behandlingen af den anden statsstøtte (foranstaltninger iværksat af de franske myndigheder i 1997) godkender

47 EF-Tidende, L 78 1998, s. 31.

Kommissionen imidlertid både statsstøtten i 1995 og den efterfølgende statsstøtte i 1997. I sagen om Bank Burgenland indleder Kommissionen en sag om statsstøtte, idet Kommissionen finder, at salget af banken til en privat virksomhed ikke er sket på grundlag af en udbudsprocedure, der er retfærdig, gennemsigtig og ikke-diskriminerende.

Tabel 7.3. EU-Kommissionens behandling af statsstøtte ved kriser i finansielle virksomheder (1990-99)¹

Sag	Tidspunkt for Kommissions-afgørelse	Publikation i EF/EU-tidende	Resultat
Crédit Lyonnais (Frankrig)	1995	L 308 1995	Godkendelse af statsstøtte
	1996	C 390 1996	Godkendelse af redningsstøtte
	1998	L 221 1998	Godkendelse af yderligere omstrukturingsstøtte
Comptoir des Entrepreneurs (Frankrig)	1996		Godkendelse af statsstøtte
GAN Insurance Group (Frankrig)	1996		Godkendelse af statsstøtte
	1997	L 78 1998	Ophævelse af tidligere godkendelse af statsstøtte
	1997	L 78 1998	Godkendelse af tidligere og yderligere statsstøtte
Société de Banque Occidentale (Frankrig)	1998	L 103 1999	Beslutning om ulovlig statsstøtte
Banco di Napoli (Italien)	1998	L 116 1999	Godkendelse af statsstøtte
Société Marseillaise de Crédit (Frankrig)	1998	L 198 1999	Godkendelse af statsstøtte
Crédit Foncier de France (CFF) (Frankrig)	1999	L 34 2001	Godkendelse af statsstøtte
Banco di Sicilia (Italien)	1999	L 256 2000	Godkendelse af statsstøtte
Northern Rock (Storbritannien)	2007		Godkendelse af redningsstøtte

1. Tabellen angiver sager, hvor EU-Kommissionen har taget stilling til statsstøtte i forbindelse med kriser i den finansielle sektor. Endvidere er angivet tidspunktet for Kommissionens afgørelse samt oplysning om eventuel publikation i EF-Tidende/EU-Tidende. Endelig er angivet, hvilke foranstaltninger EU-kommissionen har truffet i forbindelse med statsstøtten. Proceduren for ulovlig statsstøtte indebærer indledning af proceduren i henhold til artikel 88, stk. 2.

Tabel 7.4. EU-Kommissionens behandling af statsstøtte ved kriser i finansielle virksomheder (2000-2007)¹

Bankgesellschaft Berlin AG (BGB) (Tyskland)	2001	C 130 2002	Godkendelse af redningsstøtte
	2004	L 116 2005	Godkendelse af statsstøtte (omstrukturingsstøtte)
Agrobanka Praha/ G.E. Capital Bank (Tjekkiet)	2004	C 292 2004	Kommission indleder procedure for traktatstridig statsstøtte
Postabank és Takarékpénztár Rt. (Ungarn)	2004		Godkendelse af statsstøtte
Bank Burgenland AG (Østrig)	2004	L 263 2005	Godkendelse af statsstøtte
	2006	C 28 2007	Kommission indleder procedure for traktatstridig statsstøtte (tvivl om overholdelse af betingelser)
Skatteincitamenter til fordel for visse omstrukturerede banker (Italien)	2007	C 154	Kommission indleder procedure for traktatstridig statsstøtte
Dornbirner Sparkasse Bank (Østrig)	2007	C 177	Procedure standset efter ophævelse af statsstøtte

1. Tabellen angiver sager, hvor EU-Kommissionen har taget stilling til statsstøtte i forbindelse med kriser i den finansielle sektor. Endvidere er angivet tidspunktet for Kommissionens afgørelse samt oplysning om eventuel publikation i EF-Tidende/EU-Tidende. Endelig er angivet, hvilke foranstaltninger EU-kommissionen har truffet i forbindelse med statsstøtten. Proceduren for ulovlig statsstøtte indebærer indledning af proceduren i henhold til artikel 88, stk. 2.

7.6. Overvejelser i EU med hensyn til krisehåndtering

Det fremgår af beskrivelsen ovenfor, at der ikke i EU findes regler, som specificerer fremgangsmåden ved kriser i finansielle institutter. Der har imidlertid været drøftelser i EU omkring mulige procedurer, som kan tænkes anvendt ved kriser i finansielle virksomheder.

I forbindelse med 1998-godkendelsen af statsstøtte til Crédit Lyonnais fremkommer Kommissionen med nogle mere principielle betragt-

ninger vedrørende støtte til kriseramte banker. Ifølge Kommissionen bør det undgås, at der blandt bankerne breder sig en opfattelse af, at man i tilfælde af krise vil blive reddet af myndighederne. Der bør derfor være nogle omkostninger ved at føre en uansvarlig politik. Kommissionen fremfører: "Kommissionen mener – ikke mindst når de franske myndigheder selv fremfører det synspunkt, at en krise i en storbank som CL [Crédit Lyonnais] risikerer at brede sig til hele finanssektoren (det såkaldte "too big to fail"-argument) – at de franske myndigheder i stedet for en sådan praktisk taget ubetinget støtte tværtimod i den fælles interesse bør anlægge en helt anden strategi til løsning af bankkriser for at mindske deres konkurrencefordrejende virkninger. Den går ind for, at man i stedet sætter ind på at ansvarliggøre både de private og de offentlige bankers ledere. Det forudsætter ikke alene, at de ansvarlige myndigheder klart og offentligt tilkendegiver, at bankerne normalt er underlagt markedets sanktioner, og at de lige så lidt som andre virksomheder er sikret mod at blive likvideret ... En sådan politik bør ledsages af foranstaltninger til beskyttelse af småsparere, f.eks. ved hjælp af indskudsgarantiordninger. Den forudsætter også foranstaltninger, der kan sikre en velordnet likvidation af insolvente banker for at begrænse krisens omfang og forhindre, at de breder sig til resten af finanssektoren og hele økonomien ...".⁴⁸ I afgørelsen om statsstøtte til GAN-koncernen fremhæves det, at bankkriser i stort omfang skyldes en mangelfuld kontrol med virksomhedernes ledelser, der kan være tilskyndet til moral hazard.⁴⁹ Derfor må en varig løsning indebære en reform af den overordnede kontrol med ledelsen (corporate governance) og en løsning på problemet vedrørende moral hazard.

Ved Det europæiske Råds møde i juni 1999 var der en drøftelse af vanskelighederne i det internationale finansielle system. Det blev fremhævet i konklusionerne, at den private sektor i højere grad bør inddrages ved forebyggelsen og løsningen af finansielle kriser.

I 2001 blev der under EU's råd af økonomi- og finansministre nedsat en arbejdsgruppe (den såkaldte Brouwer-gruppe) med repræsentanter fra EU-landenes centralbanker, finansministerier og finansielle

48 EF-Tidende, L 221 1998, s. 67.

49 Det fremhæves i Kommissionens meddelelse vedrørende godkendelse af støtten til GAN-koncernen: " ... Kommissionen kan derfor i overensstemmelse med Rådets og Europa-Parlamentets erklæringer fuldt ud tilslutte sig det argument, der gælder i videnskabelige kredse, og som kan iagttages i forbindelse med bankkriser i en række lande, hvorefter "moral hazard" skulle ligge til grund for GAN's krise ..." (EF-Tidende, L 78 1998, s. 10).

tilsynsmyndigheder samt også med deltagelse fra EU-Kommissionen og Den Europæiske Centralbank.⁵⁰ I arbejdsgruppens rapport er der en drøftelse af de midler for krisehåndtering, som kan komme på tale, hvis det kommer til et sammenbrud i en eller flere finansielle institutter i EU.

Det er generelt synspunktet i Brouwer-gruppens rapport, at finansielle kriser ikke kan udelukkes. På grund af bankernes centrale rolle i betalingssystemet er der særlig grund til at se med alvor på kriser i banksektoren. Samtidig kan en krise i én bank gennem interbankmarkedet let sprede sig til andre banker. Endelig er der særlig risiko for kriser i banker på grund af en længere gennemsnitlig løbetid på aktivsiden end på passivsiden, som overvejende består af indskud. Der er derfor mulighed for panikagtige udtræk, som gør banken ude af stand til at indfri sine forpligtelser.

Det fremhæves imidlertid i Brouwer-rapporten, at hver finansielle krise har sine særlige karakteristiske træk. Der er på denne baggrund ingen grund til at etablere en bestemt model til håndtering af finansielle kriser. Selv om der ikke findes formelle regler i EU for ansvaret ved håndtering af finansielle kriser, er det naturligt, at det er myndighederne i det land, hvor en finansielle virksomhed er registreret, dvs. hjemlandets myndigheder, som har ansvaret for krisehåndteringen. Dette svarer til, at det også er hjemlandets myndigheder, som har ansvaret for sanering og likvidation af kreditinstitutter, jf. afsnit 7.2.3.

Hvis en krise bryder ud, bør det ifølge Brouwer-rapporten i første række være op til den private sektor selv at løse krisen, uden at der tilføres midler fra regeringen eller fra centralbanken. Offentlige myndigheder kan dog bidrage til en løsning af krisen ved at fungere som mægler ("honest broker"), idet der kan være modstridende interesser i private virksomheder omkring løsning af krisen, og idet de offentlige myndigheder kan have større information om situationen i de finansielle virksomheder. De offentlige myndigheder skal dog være forsigtige med ikke at gå for langt i deres rolle som formidler af løsninger på finansielle kriser, idet et for stærkt offentligt engagement kan underminere markedsdisciplinen.

De nationale centralbanker kan eventuelt stille likviditet til rådighed for en finansielle virksomhed i krise eller give tilsagn om at ville tilføre likviditet til markedet, hvis det er påkrævet. I så fald bør centralbanken sikre sig mod tab ved kun at stille midler til rådighed

50 Economic and Financial Committee (2001).

mod sikkerhed i aktiver fra det kriseramte institut. For at begrænse adgangen til likviditetsstøtte mest muligt og derved hindre misbrug, kan centralbanken yderligere stille strenge betingelser ved ydelse af likviditetsstøtte, ligesom der kan fastsættes høje rentesatser. Brouwer-rapporten understreger, at likviditetsstøtte ydet under en finansiell krise må være de nationale centralbankers ansvar, dvs. at ECB ikke bør indblandes. Det er kun, hvis der bliver tale om en finansiell krise i EU som helhed, at ECB kan tænkes at bidrage til løsningen af krisen. Endvidere fremhæver Brouwer-rapporten, at den nationale likviditetsstøtte ikke må modvirke den fælles pengepolitik i euro-området.

Der kan ifølge Brouwer-rapporten tænkes to former for privat intervention for at løse en krise i et finansielt institut. For det første kan der tænkes en løsning, hvor private banker yder likviditetsstøtte til fundamentalt sunde banker, der bliver udsat for udtræk af indskud. Som et eksempel fremhæves Liquiditäts-Konsortialbank (Liko Bank) i Tyskland, der er etableret af samtlige tyske banker samt Bundesbank i fællesskab. Det er målet med Liko Bank at yde likviditetsstøtte til banker i krise. For det andet kan der tænkes ad hoc-løsninger gennemført i privat regi, hvor en kriseramt bank enten fusionerer med andre banker, tilføres kapital eller afvikles. Det fremhæves i Brouwer-gruppens rapport, at en lukning af kriseramte finansielle virksomheder ofte synes at være den bedste løsning. I dette tilfælde kan det være nødvendigt at gennemføre foranstaltninger – f.eks. i form af likviditetsstøtte – der reducerer omfanget af de konsekvenser, som en lukning af et finansielt institut har på andre virksomheder i den finansielle sektor.

Det fremhæves i Brower-gruppens rapport, at det kun er under exceptionelle omstændigheder, nemlig hvis en finansiell krise fortsætter og frembyder risiko for det samlede finansielle systems stabilitet, at der er behov for offentlige støtteforanstaltninger. I dette tilfælde kan den offentlige intervention antage mange former, f.eks. kan regeringen udstede en garanti med fuld dækning af alle bankindskud, eller regeringen kan indskyde ny kapital i banker. Eventuelt kan der gennemføres en statsovertagelse af banker. Nødlidende aktiver kan tænkes overført til et særligt selskab. Som en betingelse for den offentlige intervention kan regeringen kræve, at der gennemføres en omstrukturering af den kriseramte bank, f.eks. gennem en lukning af ikke-rentable aktiviteter.

7.7. Sammenfatning og konklusion

Der findes ikke i EUs regelsæt om finansielle virksomheder bestemmelser angående fremgangsmåden ved håndtering af kriser i finansielle virksomheder. Der findes i det konsoliderede bankdirektiv og i det konsoliderede livsforsikringsdirektiv samt i tredje skadesforsikringsdirektiv et princip om hjemlandstilsyn, hvilket gør det naturligt, at beslutninger om krisehåndtering også træffes af hjemlandets myndigheder. I direktiverne om sanering og likvidation af kreditinstitutter og forsikringsselskaber bestemmes det, at sanering og likvidation skal foregå efter hjemlandets regler.

Det kan lægge begrænsninger på staternes mulighed for frit at gennemføre fusioner og virksomhedsovertagelser i tilfælde af finansielle kriser, at der i EU-regi findes regler om fremgangsmåden ved fusioner og ved overtagelsestilbud. Det gælder for de største virksomheder, at EU-Kommissionen skal godkende fusioner og virksomhedsovertagelser for at sikre en effektiv konkurrence. EU-Kommissionen har dog hidtil godkendt alle fusioner og virksomhedsovertagelser, som den har fået forelagt i den finansielle sektor.

EF-Traktaten rummer et principielt forbud mod statsstøtte, der påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne. Der er dog mulighed for undtagelser, hvis der enten foreligger en alvorlig forstyrrelse i en medlemsstats økonomi, eller hvis der er tale om støtte til udviklingen af visse erhvervsgrene. EU-Kommissionen har i rammebestemmelserne om støtte til kriseramte virksomheder opstillet nogle betingelser, der skal være opfyldt ved Kommissionens godkendelse af støtte til kriseramte virksomheder. Blandt betingelserne indgår, at der skal gennemføres en omstruktureringsplan, som sikrer virksomhedens overlevelse på langt sigt, samt at virksomheden skal levere modydelse, der imødegår den konkurrenceforvridning, som finder sted gennem statsstøtten. EU-Kommissionen har i den 23. beretning om konkurrencepolitikken krævet, at privatiseringer gennemføres i henhold til en udbudsprocedure, der er åben, gennemsigtig og ikke-diskriminerende.

Ved vurderingen af statsstøtte til kriseramte finansielle virksomheder er EU-Kommissionen i alle tilfælde nået frem til, at der er tale om statsstøtte, som påvirker samhandelen mellem medlemsstaterne, dvs. at statsstøtten falder ind under EF-Traktatens regler om statsstøtte. I hovedparten af de behandlede tilfælde er EU-Kommissionen nået frem til, at statsstøtten er forenelig med fællesmarkedet, idet den kan godkendes på grundlag af rammebestemmelserne om støtte til kriseramte virksomheder. Som betingelse for godkendelse af stats-

støtten har EU-Kommissionen krævet, at en række betingelser skal være opfyldt, herunder at der skal ske en reduktion af aktiviteten i det selskab, som modtager støtte, ligesom der skal iværksættes en omstruktureringsplan, som gør det muligt for virksomheden at overleve på længere sigt. Ved privatiseringer har EU-Kommissionen krævet en overholdelse af de betingelser, der indgår i den 23. beretning om konkurrencepolitikken.

Spørgsmålet om håndtering af kriser i finansielle virksomheder har været behandlet i rapporten fra Brouwer-gruppen (2001). Det er synspunktet, at kriser i første række bør løses af den private sektor, uden at der tilføres midler fra regeringen eller centralbanken. Der er kun behov for offentlig intervention under exceptionelle omstændigheder, hvor der er risiko for stabiliteten i det samlede finansielle system. Tilsvarende betragtninger fremføres af EU-Kommissionen i motivationen for godkendelse af statsstøtte til kriseramte banker.

Modeller for krisehåndtering: En diskussion

8.1. Indledning

Det blev beskrevet i kapitel 3 og 4, at finansielle kriser i de gamle industrilande har været imødegået gennem forskellige foranstaltninger. Generelt kan der skelnes mellem seks modeller for håndtering af kriser, der viser sig ved manglende solvens i finansielle virksomheder: (i) det finansielle institut afvikles efter de regler, der findes i lovgivningen, hvor der eventuelt kan være opstillet en særlig procedure for afvikling af finansielle virksomheder, (ii) myndighederne undlader at gribe ind over for det finansielle institut i forventning om, at tabene kan dækkes gennem en fremtidig større indtjening (regulatorisk overbærenhed), (iii) det finansielle institut rekonstrueres gennem tilførsel af ny privat kapital, (iv) det finansielle institut rekonstrueres gennem nedskrivning af gælden, (v) det finansielle institut sammenlægges med et andet institut, der har overskydende kapital i forhold til kravet om kapitaldækning, samt (vi) det finansielle institut tilføres kapital fra det offentlige, eventuelt i forbindelse med en offentlig overtagelse af det nødlidende institut. I forbindelse med løsningsmodellerne (iii)-(vi) kan det eventuelt være hensigtsmæssigt at udskille nødlidende engagementer i et særligt selskab. Kriser kan også løses ved at lempe tilbagebetalingsvilkårene for låntagere. Kriser, der viser sig ved likviditetsudtræk fra finansielle institutter, kan imødegås gennem tilførsel af likviditet fra centralbanken.

Kapitlet diskuterer de mål, som myndighederne bør tage i betragtning ved håndtering af finansielle kriser. Endvidere diskuterer kapitlet forskellige argumenter, der kan fremføres for og mod de forskellige modeller for håndtering af finansielle kriser. I en række tilfælde er argumenterne hentet fra litteraturen, i andre tilfælde står argumenterne for forfatterens egen regning. Der vil ikke i kapitlet blive fremlagt

konkrete forslag til løsning af finansielle kriser. Dette vil ske i det følgende kapitel 9.

Afsnit 8.2 diskuterer forskellige hensyn, som bør tages i betragtning ved tilrettelæggelsen af en strategi for håndtering af finansielle kriser. *Afsnit 8.3* diskuterer, om det er muligt og ønskeligt at afvikle kriserammede institutter. *Afsnit 8.4* ser på regulatorisk overbærenhed. *Afsnit 8.5* diskuterer forskellige andre løsningsmodeller ved håndteringen af solvenskriser i pengeinstitutter. *Afsnit 8.6* behandler håndteringen af likviditetskriser i pengeinstitutter. *Afsnit 8.7* diskuterer specielle forhold, der gør sig gældende ved kriser i pensionsinstitutter og skadesforsikringsselskaber. *Afsnit 8.8* beskriver komplikationer i forbindelse med krisehåndtering, som opstår ved grænseoverskridende aktiviteter. *Afsnit 8.9* giver en sammenfatning og konklusion.

8.2. Mål ved indretning af procedurer for krisehåndtering

Det komplicerer håndteringen af finansielle kriser, at der skal tages hensyn til en række forskellige mål, som kan trække i modsat retning. For det første skal der, svarende til situationen ved almindelige erhvervsvirksomheders betalingsstandsning eller konkurs, tages hensyn til interesserne for de grupper, der har en direkte interesse i virksomheden. Der skal således gives en beskyttelse til kreditorer, som bør sikres mod, at ejerne af virksomheden udsætter dem for yderligere tab ved at fortsætte den tabsgivende drift af virksomheden, ligesom den enkelte kreditor må beskyttes mod, at andre kreditorer gennem udtræk fra virksomheden tiltager sig særlige fordele. Der bør også gives en rimelig beskyttelse til ejerne. Som omtalt i afsnit 2.2.6 har ejere i finansielle virksomheder normalt kun begrænsede muligheder for at gøre deres indflydelse gældende og kontrollere ledelsen, og ejerne kan herved også have en interesse i, at ledelsen gennem en videreførsel af virksomheden hindres i at fortsætte en tabsgivende strategi.

Herudover bør en række samfundsmæssige interesser tilgodeses. Som beskrevet i afsnit 2.3 optræder der i finansiell virksomhed en række effekter, der har betydning for samfundet, men som ikke direkte afsætter sig i virksomhedens indtjening. Det er ønskeligt, at disse eksterne effekter tages i betragtning ved krisehåndteringen. I første række kan det være hensigtsmæssigt at beskytte indskydere mod tab i forbindelse med betalingstransaktioner, således at agenterne i økonomien ikke skal

indhente information om soliditeten i en finansiel virksomhed, før de gennemfører betalinger. Hensynet til at spare informationsomkostninger trækker således i retning af, at indskydere ikke bør lide tab i forbindelse med betalingsoverførsler. Der kan som omtalt i afsnit 2.3 også være et hensyn i forbindelse med ikke at lade information om debitorer gå tabt ved sammenbrud i finansielle virksomheder, ligesom det også kan være et mål at hindre en kædereaktion, hvor sammenbrud i én virksomhed fører til sammenbrud i en række andre virksomheder. En sådan kædereaktion kan opstå på grund af tætte forbindelser mellem finansielle virksomheder gennem f.eks. interbankmarkedet eller gennem markeder for derivater. En kædereaktion af sammenbrud kan indebære manglende mulighed for at få gennemført finansielle transaktioner, herunder gennemføre betalinger.

Det kan videre ses som ønskeligt, at der ved krisehåndtering tages hensyn til konkurrencesituationen på de finansielle markeder. Markedet for finansielle produkter er kendetegnet ved en høj grad af koncentration, der mindsker konkurrencen. Det kan ses som uønskeligt set fra et samfundsmæssigt hensyn, hvis krisehåndteringen fører til en yderligere koncentration på de finansielle markeder. Endvidere kan det være ønskeligt, at man efter en krise undgår en situation, hvor finansielle virksomheder viser tilbageholdenhed med hensyn til udlån, idet der ellers kan blive en langvarig periode med lav vækst.

I det omfang sammenbrud i finansielle virksomheder skyldes faktorer, der ligger inden for virksomhedens kontrol, f.eks. en virksomhedsstrategi rettet mod risikobetonet ekspansion, er det ønskeligt, at krisehåndteringen udformes på en sådan måde, at ledelser fremover har en tilskyndelse til ikke at handle på en sådan måde, at det med en stor sandsynlighed fører til sammenbrud. Det er med andre ord ønskeligt, at krisehåndteringen søger at hindre "moral hazard", dvs. at forsikringen påvirker adfærden hos den forsikrede. Moral hazard kan hindres gennem foranstaltninger, som på forskellig måde straffer de personer, der er ansvarlige for sammenbruddet i den finansielle virksomhed.

Endelig er det vigtigt, at proceduren for krisehåndtering har politisk opbakning. En forudsætning for en sådan politisk opbakning er, at tab i forbindelse med finansiel virksomhed fordeles på en måde, der ses som retfærdig. Ved sammenbrud i finansielle virksomheder er der tale om tab i forbindelse med tidligere dispositioner. Disse tab kan dækkes af fire parter: (i) de kan dækkes af ejerne gennem et fald i værdien af virksomhedens egenkapital, (ii) de kan dækkes af den finansielle virk-

somheds kreditorer, herunder indskydere og forsikringstagere, der kan opleve en nedskrivning af deres fordringer på virksomheden, (iii) de kan bæres af forbrugerne, som må betale mere for finansielle produkter i form af f.eks. højere gebyrer, højere præmier, lavere indlånsrenter eller højere renter ved udlån, samt (iv) de kan bæres af det offentlige, der kan dække tabene over de offentlige budgetter eller ved at udvide pengemængden. Ved sammenbrud i finansielle virksomheder vil de fleste formentlig se det som retfærdigt, at tab dækkes af ejerne. Samtidig er det en udbredt opfattelse, at det er retfærdigt, at indskydere friholdes fra at lide tab.

Det argumenteres ofte, at det er godt, at myndighederne opretholder en usikkerhed om, hvilken strategi, der konkret vil blive fulgt ved sammenbrud i finansielle virksomheder. Ifølge denne opfattelse bør myndighederne f.eks. opretholde en usikkerhed omkring, i hvilket omfang tab vil blive båret af ejere eller af kreditorer, samt om der vil blive tilførsel af offentlige midler. Det kan imidlertid diskuteres, om det er hensigtsmæssigt på denne måde at opretholde en politik med usikkerhed omkring krisehåndteringen. Blandt agenterne i de finansielle markeder er der nogle forventninger med hensyn til, hvordan myndighederne vil handle i en krisesituation. Hvis myndighederne opretholder en politik med usikkerhed omkring, hvordan kriser konkret vil blive håndteret, vil det have den virkning, at det er disse forventninger, som vil blive afgørende for agenternes adfærd forud for kriser.

Hvis forventningerne med hensyn til krisehåndteringen blandt agenterne på de finansielle markeder tilgodeser samfundsmæssige mål, kan det ses som ønskeligt at opretholde en politik med usikkerhed omkring den strategi, der faktisk vil blive ført i en krisesituation. Dette vil f.eks. være tilfældet, hvis der er en forventning om, at myndighederne ikke vil gribe ind i tilfælde af et finansielt sammenbrud, og at ejere og kreditorer derfor vil lide tab. Ejere og kreditorer vil herved vise tilbageholdenhed, når de indskyder midler i den finansielle virksomhed, og det vil herved være sværere for den finansielle virksomhed at føre en strategi, som indebærer en høj grad af risiko. Det modsatte vil imidlertid være tilfældet, hvis der blandt ejere og kreditorer er en forventning om, at det offentlige vil intervenere ved en krise i en finansiell virksomhed gennem f.eks. tilskud over de offentlige budgetter. I dette sidste tilfælde vil ejere og kreditorer stille lave afkastkrav ved tilførsel af midler til den finansielle virksomhed i forventning om, at virksomheden vil blive reddet gennem offentlig intervention, og det vil herved være muligt for en finansiell virksomhed at finansiere

f.eks. en risikopræget ekspansion ved lave finansieringsomkostninger. Hvis myndighederne i dette sidste tilfælde rent faktisk ikke tænker at gribe ind ved et sammenbrud i en finansiell virksomhed, vil det være uønskeligt med usikkerhed om krisehåndteringen, idet den forstærker sandsynligheden for sammenbrud i finansielle virksomheder.

Der kan endelig være et problem i forbindelse med tidsinkonsistens.¹ Tidsinkonsistens opstår i en situation, hvor det for agenter på kort sigt er optimalt at udvise en adfærd, der er forskellig fra den adfærd, som fører til det bedste resultat på langt sigt. Tidsinkonsistens opstår ved håndteringen af finansielle kriser på den måde, at myndighederne i det tilfælde, hvor en finansiell virksomhed rent faktisk er brudt sammen, har en interesse i at minimere de negative samfundsmæssige omkostninger af sammenbruddet ved f.eks. hurtigt at sammenlægge det kriseramte institut med et andet institut eller at videreføre det nødlidende institut gennem offentlig kapitaltilførsel. Dette fører imidlertid til et langsigtet problem, fordi institutter i fremtiden herved kan blive tilskyndet til at føre en mere risikobetonet strategi. Der er altså tidsinkonsistens ved håndteringen af finansielle kriser, fordi den optimale strategi i situationen, hvor der er sket et sammenbrud i en finansiell virksomhed, er forskellig fra den strategi, der er optimal, før et finansielt sammenbrud har fundet sted. Problemet omkring tidsinkonsistens kan løses, hvis myndighederne på forhånd binder sig til at gennemføre en bestemt – på langt sigt optimal – strategi, inden der indtræder en finansiell krise. Dette er et argument for, at der på forhånd specificeres en bestemt strategi i tilfælde af finansielle kriser, og at myndighederne holdes fast på denne strategi, f.eks. gennem lovgivning.

8.3. Afvikling af kriseramte finansielle virksomheder

8.3.1. Problemer omkring afvikling af kriseramte virksomheder

Der fastsættes i lovgivningen bestemte regler for behandling af en virksomhed, der ikke kan opfylde sine forpligtelser. Det er hovedindholdet i lovgivningen, at virksomheden standser sine betalinger, mens

1 Spørgsmålet diskuteres i Stern og Feldman (2004).

der foretages en opgørelse af aktiver og passiver. Som omtalt er det målet med den almindelige procedure for kriseramte virksomheder at give kreditorer det største udbytte fra den kriseramte virksomhed, idet kreditorerne beskyttes mod fortsatte tab i forbindelse med en videreførelse af virksomheden samt mod, at andre kreditorer tiltager sig fordele ved at nå at trække sig ud af virksomheden. Ofte vil proceduren føre til en afvikling af virksomheden.

Det er spørgsmålet, om kriseramte finansielle virksomheder bør håndteres på samme måde som andre virksomheder, som kommer i betalingsvanskeligheder, dvs. at der indledes en procedure med standsning af betalingerne og en senere sandsynlig afvikling af virksomheden. Det kan eventuelt argumenteres, at det er ønskeligt, at den almindelige procedure for behandling af kriseramte virksomheder på en række områder ændres, således at der tages hensyn til en række specielle forhold i finansielle virksomhed. Dette sidste spørgsmål tages op i afsnit 8.3.5 nedenfor.

Det vil normalt være vanskeligt at fortsætte en finansiell virksomhed, hvis den i en periode har standset betalingerne. Hvis der derfor gennemføres en procedure baseret på en standsning af betalingerne, vil det være vanskeligt at genåbne virksomheden. Det er synspunktet, at finansiell virksomhed hviler på tillid, og at tilliden forsvinder, hvis et institut har været lukket i en periode. En standsning af betalingerne vil derfor normalt være ensbetydende med, at den finansielle virksomhed helt må ophøre. Det fremgår dog af beskrivelsen i kapitel 3 og 4, at der rent faktisk har været eksempler på finansielle virksomheder, som er genåbnet efter en periode med lukning. I disse tilfælde har lukningen dog som regel kun strakt sig over en kortere periode. Privatbanken lukkede således i nogle dage i 1928, men blev genåbnet, efter at der var fundet en løsning for kapitaltilførsel. Tilsvarende var det muligt at genåbne Den Københavnske Bank i april 1981, efter at den var blevet lukket i februar 1981 på grund af betalingsstandsning.

Der kan peges på en række fordele i forbindelse med en procedure, hvor der gennemføres en afvikling af finansielle virksomheder, som har lidt tab.

For det første indebærer en afvikling af kriseramte finansielle virksomheder, at omkostningerne i forbindelse med tab i første række falder på ejerne. Herved modvirkes den tendens til risikobetonet adfærd forårsaget af "moral hazard", der kan blive resultatet, hvis virksomheden videreføres (eventuelt med offentlig støtte), idet en videreførelse indebærer, at risikobetonet adfærd ikke bliver straffet

gennem tab for ejerne, som kunne og burde have grebet ind over for den risikobetonede adfærd. Det bidrager også til at imødegå risikobetonet adfærd, at ikke alene ejere bliver straffet gennem tab, men at også andre ansvarlige i virksomheden – i første række ledelsen – bliver straffet ved at skulle søge nye job. Ved ikke at gennemføre en afvikling opmuntres der således til en risikobetonet strategi. Stern og Feldman (2004) mener, at en sådan fejlallokering af ressourcer kan indebære meget store omkostninger.² En mere risikobetonet strategi i finansielle virksomheder indebærer også, at der generelt bliver større ustabilitet i samfundsøkonomien.

For det andet er det også set ud fra hensynet til at sikre en effektiv allokering af ressourcer mellem finansiell og ikke-finansiell virksomhed hensigtsmæssigt, at det er muligt at afvikle finansielle virksomheder. Gennem muligheden for afvikling underkastes finansielle virksomheder den samme risiko, som findes i andre erhverv, hvor virksomheder risikerer at gå konkurs. Hvis finansielle virksomheder får en særstilling i form af en garanti mod afvikling, vil der blive et særligt højt afkast ved finansiell virksomhed i forhold til andre former for erhvervsvirksomhed. Et sådant højt afkast i finansiell virksomhed vil føre til en u hensigtsmæssig allokering af ressourcer til den finansielle sektor. Resultatet vil blive en u hensigtsmæssig stor finansiell sektor.

Som en tredje faktor er det sandsynligt, at en politik med redning af finansielle virksomheder særlig vil blive anvendt over for store finansielle virksomheder, hvor det vil være mere besværligt at lade virksomheden gå ned, og hvor det vil have større samfundsmæssige konsekvenser, hvis virksomheden lukkes. Der bliver tale om "too big to fail".³ En politik, hvor der åbnes mulighed for redning af kriseramte finansielle virksomheder, vil derfor særlig blive til fordel for store finansielle virksomheder. Der bliver herved en konkurrenceforvridning i forhold til små finansielle virksomheder. Flere undersøgelser tyder på, at ønsket om at opnå fordele i forbindelse med at være "too big to fail" har været en vigtig drivkraft bag fusioner i den finansielle sektor.⁴

Endelig for det fjerde kan det ses som "retfærdigt", at tab ved en

2 Stern og Feldman (2004) refererer til en undersøgelse gennemført i 1992 af U.S. Congressional Budget Office, hvor værdien af den tabte produktion i forbindelse med krisen for de amerikanske spare- og lånevirksomheder opgøres til 500 mia. dollars på grund af fejlallokering af ressourcer. Stern og Feldman (2004) fremhæver dog den meget store usikkerhed, der er knyttet til sådanne skøn.

3 Argumentet fremføres bl.a. i Stern og Feldman (2004).

4 For en diskussion, se Stern og Feldman (2004).

afvikling af en finansiell virksomhed falder på de investorer, der har mulighed for at føre kontrol med virksomheden og derved at undgå tabene, dvs. ejerne samt i et vist omfang særlig de store kreditorer. Muligheden for tab må antages at være indbygget i aktiekursen ved aktionærernes køb af aktier i selskabet, således at ejerne i forvejen er blevet kompenseret for tabsrisikoen. I det tilfælde, at ejerkapitalen er gået tabt, vil tab også blive båret af virksomhedens kreditorer. Tab for informerede kreditorer kan tilsvarende ses som "retfærdigt", idet kreditorerne ved at tage en højere rente kan forsikre sig mod tabene.

Der kan omvendt også peges på en række problemer i forbindelse med afvikling af nødlidende finansielle virksomheder.

I første række rejser en afvikling af finansielle virksomheder spørgsmålet, om der bliver et samfundsmæssigt tab i forbindelse med eksterne effekter ved virksomhedens lukning. Spørgsmålet diskuteres i afsnit 8.3.2 nedenfor.

Det kan endvidere fremhæves, at der ved beslutning om afvikling af en finansiell virksomhed kan blive en forøgelse af tabene, fordi låntagerne bliver mindre interesserede i at opfylde deres betalingsforpligtelser, når de må regne med, at den kriseramte bank ikke længere vil blive videreført. Debitorer har en særlig interesse i at overholde betalingsforpligtelserne, så længe de må regne med, at de også i fremtiden skal have kunderelationer til den pågældende virksomhed. I det øjeblik, denne forventning falder væk i en afviklingssituation, er det sandsynligt, at debitorer vil gøre sig færre anstrengelser for at overholde forpligtelserne.

Endelig er det spørgsmålet, om afvikling af finansielle virksomheder realistisk kan lade sig gøre. For det første kan det argumenteres, at finansielle virksomheder er blevet så komplekse, at det vil være vanskeligt retsligt at gennemføre en afvikling. Det er således spørgsmålet, om afvikling er juridisk realistisk. Dette diskuteres i afsnit 8.3.3 nedenfor. For det andet kan det argumenteres, at politiske faktorer udgør en hindring for afvikling af finansielle virksomheder. Med andre ord er det spørgsmålet, om afvikling er politisk realistisk. Dette tages op i afsnit 8.3.4 nedenfor.

Spørgsmålet om anvendelse af afvikling som løsningsmodel for krisehåndtering afhænger af omfanget af en finansiell krise. Hvis der er tale om en omfattende krise, der rammer et stort antal finansielle institutter, kan det være svært at gennemføre en afvikling, idet der ville blive større problemer omkring eventuelle eksterne effekter, jf. afsnit 8.3.2. Det kan også være svært at opnå en dækning til selskabets

kreditorer i det tilfælde, at et større antal finansielle virksomheder skal afvikles på én gang, idet priserne på aktiverne i de finansielle selskaber herved vil blive udsat for et større pres. Der vil blive tale om et "brandudsalg" af aktiver.

Stern og Feldman (2004) argumenterer, at tilskyndelsen til at intervenere for at videreføre finansielle virksomheder er vokset i forbindelse med, at der er gennemført omfattende fusioner i den finansielle sektor. Flere amerikanske finansielle virksomheder har således nået en størrelse, som berettiger til intervention fra myndighederne.⁵ Stern og Feldman (2004) fremhæver en række undersøgelser, der viser, at "too big to fail" rent faktisk indgår som en vigtig faktor ved finansiell virksomhed og bidrager til en fejlallokering af ressourcer. Bl.a. er der en forholdsvis større aktiekursværdi for de finansielle virksomheder, der med stor sandsynlighed må ventes at blive reddet af de amerikanske myndigheder på grund af deres størrelse eller betydning. Opgørelser fra kreditvurderingsbureauerne viser, at der er en særlig sikkerhed ved at investere i gæld udstedt af store finansielle virksomheder, som myndighederne ikke vil lade gå ned.⁶

8.3.2. Eksterne effekter i forbindelse med finansiell virksomhed

Det blev omtalt i afsnit 2.3, at der i litteraturen særlig har været peget på tre negative konsekvenser i forbindelse med sammenbrud i finansielle virksomheder. For det første vil der blive tale om store informationsomkostninger, hvis husholdninger og virksomheder forud for betalingsoverførsler skal vurdere soliditeten af et finansielt institut. For det andet bliver der et tab af vigtig information vedrørende låntageres forhold, hvis organisationen i et långivende institut opløses. Endelig for det tredje er der tætte forbindelser mellem finansielle virksomheder – bl.a. gennem interbank- og derivatmarkeder – således

5 Mishkin (2006a) stiller sig skeptisk over for argumentet bl.a. under henvisning til Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991 (FDICIA), der reducerede de amerikanske myndigheders muligheder for at beskytte uforsikrede kreditorer i store banker.

6 Moody's giver selv udtryk for følgende vurdering: "... No major bank in any developed country has ever been allowed to default upon any rated or unrated deposit or debt obligation ... Consequently, as a general rule, the historical credit risk associated with OECD banks approaches zero, and that associated with emerging market banks (excluding external payments crises) also approaches zero ... The reason, of course, is official support popularly known as 'Too-Big-To-Fail' ..." (Mahoney, 2000, s. 3-4).

at sammenbrud i én virksomhed kan medføre en kædereaktion af sammenbrud i andre finansielle virksomheder.

Vedrørende det første hensyn – nemlig ønsket om at spare information ved betalingsoverførsler – bør det bemærkes, at det kun udgør en begrundelse for at dække indskud i forbindelse med betalingsoverførsler. For at gøre det praktisk muligt at gennemføre betalingsoverførsler kan det eventuelt også være formålstjenligt at bevare en organisation til at håndtere betalinger. Dette kan sikres gennem forholdsvis begrænsede indgreb. F.eks. kan man ved et sammenbrud i en finansiell virksomhed sørge for at udskille og videreføre de dele af virksomheden, der varetager betalingsoverførsler. Hensynet til at sikre betalingsoverførslerne kan også løses gennem indskydergarantiordninger, der dækker transaktionskonti, og som i tilfælde af et finansielt sammenbrud sørger for, at betalinger afvikles hurtigt, således at der ikke bliver likviditetsmangler andre steder i det finansielle system.

Med hensyn til det andet hensyn – nemlig hensynet til at bevare værdifuld information i forbindelse med låntageres forhold – er der flere faktorer, som har gjort dette hensyn mindre betydningsfuldt i dag end tidligere. Udlånsbeslutninger træffes således i stadig højere grad på grundlag af statistiske analyser af låntageres tilbagebetalinger samt – ved erhvervsmæssig låntagning – på grundlag af regnskabsanalyser. Der er således ikke i samme grad som tidligere tale om udlånsbeslutninger, der er baseret på langvarige personlige relationer. Det er herved tvivlsomt, i hvilket omfang der går information om låntagere tabt, når en finansiell virksomhed afvikles. Det kan også argumenteres, at låntagere i dag har flere muligheder for at få tilført kapital, således at de vil være mindre afhængige af den kapitaltilførsel, der sker gennem banker. Gennem globaliseringen har låntagere f.eks. mulighed for også at få dækket finansieringsbehov gennem udenlandske finansielle virksomheder. Der er samtidig sket en omfattende udbygning af værdipapirmarkederne, hvilket også bidrager til at skabe alternative finansieringsmuligheder, hvis der ikke længere i forbindelse med et sammenbrud i et pengeinstitut er mulighed for at få dækket finansieringsbehovet gennem denne kanal. Det synes på denne baggrund klart, at hensynet til at bevare værdifuld information i forbindelse med sammenbrud i finansielle virksomheder har mindre vægt nu end tidligere.

Endelig med hensyn til det tredje hensyn – nemlig muligheden for en kædereaktion i forbindelse med finansielle sammenbrud – har det

været fremført, at dette hensyn er vigtigere i dag end tidligere.⁷ Flere forfattere mener, at myndighederne ved en krise i store og komplekse finansielle virksomheder ikke har andet valg end at sikre en videreførelse af disse virksomheder, idet der ellers vil blive meget omfattende skadevirkninger i de øvrige dele af samfundet.⁸ Væksten i markedet for derivater har bidraget til en yderligere stigning i afhængigheden mellem finansielle virksomheder, idet finansielle virksomheder overfører risiko mellem hinanden gennem derivatkontrakterne. I modsat retning taler det dog, at bankers betydning i samfundet er aftaget i takt med, at en stadig større andel af kapitaltilførslen til husholdninger og erhvervsvirksomheder finder sted gennem værdipapirmarkederne og ikke gennem banklån.⁹

Det blev diskuteret i afsnit 5.4, at myndighederne i en række tilfælde også har anset andre funktioner i finansiell virksomhed som vigtige. Bl.a. har man ønsket at sikre likviditeten på bestemte markeder. Hertil kommer, at en afvikling af nødlidende banker medfører større usikkerhed ved anbringelser i banker. Dette kan føre til større udsving i kapitalstrømme til og fra udlandet, idet der vil blive en større tendens til udtræk ved udsigt til tab. Dette kan skabe større usikkerhed om renten på et nationalt marked samt gøre det mere vanskeligt at opretholde en fast valutakurs. Det blev omtalt i afsnit 4.4.2, at netop hensynet til at sikre den faste valutakurs spillede en vigtig rolle under håndteringen af den svenske finanskrise, idet et afgørende hensyn bag de svenske myndigheders intervention var at sikre kapitalindstrømmingen. Særlig for lande, der opretholder en fast valutakurs, kan det derfor være svært at afvikle finansielle virksomheder.

Det kan argumenteres, at den finansielle globalisering har gjort et land mindre afhængig af bestemte nationalt baserede finansielle virksomheder for at få udført bestemte funktioner. Gennem globaliseringen er der åbnet mulighed for, at et større antal udenlandske virksomheder kan tilbyde funktioner, som tidligere kun kunne fås gennem nationale virksomheder. Globaliseringen medfører således, at et land bliver mindre afhængigt af funktioner, der udføres i nationale finansielle virksomheder. Globaliseringen trækker af denne grund i retning af, at det vil være lettere at afvikle nødlidende finansielle virksomheder.

7 Crockett (2005).

8 Crockett (2005).

9 Geithner (2005).

Der findes flere muligheder for at begrænse omfanget af eksterne effekter, der fremkommer ved sammenbrud i finansielle virksomheder.¹⁰

En mulighed er anvendelsen af modregning, dvs. at der ved en parts forpligtelser over for en anden part er mulighed for at modregne i den anden parts forpligtelser.¹¹ I en række internationale standardaftaler findes bestemmelser om modregning, hvis den modgående part ikke lever op til sine forpligtelser. F.eks. er der bestemmelser om modregning i de standardaftaler, der er udarbejdet af International Swap and Derivatives Association (ISDA), af British Bankers Association samt af Foreign Exchange Committee of New York, og som ligger til grund for en stor del af de aftaler, der indgås på derivatmarkederne samt på valutamarkederne.

En anden mulighed er at stille krav om sikkerhed ved gennemførelse af transaktioner. Et eksempel er de foreslåede "Standards for Securities Clearing And Settlement Systems in the European Union", hvor det kræves, at finansielle virksomheder, som foretager afvikling af værdipapirtransaktioner, skal stille fuld sikkerhed for de krav, som andre har på dem.¹²

En tredje mulighed er at ophæve kontrakter i tilfælde af konkurs. Dette er f.eks. tilfældet med derivatkontrakter. Man undgår hermed, at forpligtelser på grundlag af derivatkontrakter kommer til at komplicere konkursbehandlingen.¹³

Endelig kan tabet af information i forbindelse med finansielle virksomheders afvikling reduceres gennem opbygningen af systemer, der gør det muligt for andre finansielle virksomheder at trække på den information om kunder, som findes i den kriseramte virksomhed.

10 Diskussionen er baseret på Hüpkas (2005) samt – for derivatkontrakter – på Edwards og Morrison (2005).

11 I den udenlandske litteratur skelnes der mellem "set-offs" og "nettings", jf. Hüpkas (2005). Ifølge CPSS (1999) defineres "set-offs" som "a method of cancelling or offsetting reciprocal obligations and claims (or the discharge of reciprocal obligations up to the amount of the smaller obligation). Set off can operate by force of law or pursuant to a contract". Ifølge CPSS (2001) er netting "an agreed offsetting of mutual obligations by trading partners or participants in a system, including the netting of trade obligations, for example through a central counterparty, and also agreements to settle securities or funds transfer instructions on a net basis".

12 Regelsættet findes i European Central Bank og Committee of European Securities Regulators (2004).

13 Edwards og Morrison (2005) mener ikke, dette er korrekt, idet den modgående part i en derivatkontrakt i tilfælde af en konkurs vil komme til at stå med en ikke-ønsket eksponering.

Der kunne eventuelt tænkes systemer, som gør det muligt for kunder at opnå en bestemt kreditvurdering, der kan fremvises også i andre finansielle virksomheder. På skadesforsikringsområdet kan tænkes opbygningen af centrale kunderegistre, som indeholder information om alle skader i den samlede branche. Herved vil det være lettere for forsikringskunder at skifte til et andet selskab, idet det andet selskab er i stand til at kontrollere kundens tidligere skadesforløb. Et sådant register findes i Storbritannien (Comprehensive Loss Underwriting Exchange).

8.3.3. Er afvikling af finansielle virksomheder juridisk realistisk?

En afvikling af finansielle virksomheder er blevet mere kompliceret, idet der er tale om flere, meget forskellige former for kontrakter. Dette er særlig tilfældet for de store banker, hvor der også er tale om et meget stort antal kreditorer. Det har været argumenteret, at de store banker er blevet "too complex to fail".¹⁴ Det påvises i den såkaldte Ferguson-rapport udarbejdet inden for Group of Ten, at der vil være risiko for, at afviklingen af store og komplekse finansielle institutioner vil ende i forvirring.¹⁵

Det fremhæves af Stern og Feldman (2004), at tilskyndelsen til at intervenere for at videreføre finansielle virksomheder er vokset i forbindelse med, at finansielle produkter er blevet mere komplekse, idet det herved er blevet sværere for tilsynsmyndighederne at vurdere, på hvilken måde et sammenbrud i en finansiell virksomhed får konsekvenser for det øvrige samfund. I en sådan situation med stor usikkerhed omkring konsekvenserne ved en afvikling af finansielle virksomheder vil der for tilsynsmyndighederne være en tilskyndelse til at vælge den politisk letteste løsning, dvs. at løse krisen ved på en eller anden måde at videreføre virksomheden. Stern og Feldman (2004) mener, at der kun i begrænset omfang hos tilsynsmyndighederne er ekspertise med hensyn til de nye typer af finansielle transaktioner og produkter.¹⁶ Udsagnet må tillægges en vis vægt, da

14 Udtrykket anvendes første gang i Herring (2004).

15 Se Group of Ten (2001). En tilsvarende konklusion findes i Dziobek og Pazarbasiglu (1997).

16 Stern og Feldman (2004) skriver: "some in the supervisory world have a strong grasp of the nuances and details of newly complicated financial transactions. But our discussions with supervisors suggest that the number of staff with the experience and

begge de to forfattere arbejder i Federal Reserve Bank of Minneapolis, heraf den ene (Gary H. Stern) som præsident og den anden (Ron Feldman) som vicepræsident.

I forbindelse med finansielle virksomheders grænseoverskridende virksomhed vanskeliggør det en procedure med afvikling, at en afvikling kan komme til at foregå på grundlag af procedurer indledt i flere lande samtidig, og at en afvikling af virksomheden i en stat kan komme til at foregå også på grundlag af andre landes retsregler. Det fremhæves af flere forfattere, at vanskelighederne i forbindelse med finansielle virksomheders grænseoverskridende aktiviteter vil gøre det sværere for myndighederne at praktisere afvikling som løsning på kriser, og at myndighederne derfor vil være mere fristede til at anvende andre metoder for krisehåndtering, f.eks. statsovertagelse eller fusion med et andet finansielt institut. Lastra og Wihlborg (2007) taler om, at de grænseoverskridende aktiviteter gør bankerne "too complex to fail".¹⁷ Som et eksempel på kompleksiteten i forbindelse med grænseoverskridende finansiell virksomhed peges der ofte på konkursbehandlingen af Bank for International Credit and Commerce (BICC), hvor det var nødvendigt at indlede en samtidig konkursbehandling i et stort antal lande.

Det komplicerer yderligere en afvikling af grænseoverskridende finansielle virksomheder, at der i forskellige lande anvendes forskellige principper for afviklingen.

I visse lande anvendes et princip (territorialitetsprincippet), hvor konkursbehandling samt også krisehåndtering af banker vedrører alle aktiver, der befinder sig inden for det nationale territorium.¹⁸ Dette princip indebærer, at der ved et sammenbrud i en finansiell virksomhed skal indledes en procedure i alle lande, hvor den pågældende finansielle virksomhed har aktiviteter. Et modificeret territorialitetsprincip anvendes i USA. Hver filial eller agentur af en international bank

background to examine such activities is fairly small, although growing. Supervisors may well have a difficult time evaluating the potential for, and consequences of, spillovers" (s. 71).

17 Spørgsmålet diskuteres i en omfattende litteratur, se bl.a. Bollard (2005), Goodhart og Schoenmaker (2006), Hadjiemmanuil (2004, 2005), Hüpkes (2005), Lastra og Wihlborg (2007) samt Papathanassiou (2005). Endvidere er problemerne i forbindelse med grænseoverskridende aktiviteter diskuteret i en række rapporter fra internationale organisationer, således Basel Committee on Banking Supervision (1992), Group of Thirty (1998) samt Group of Ten (2002).

18 Forskellige principper for konkursbehandling diskuteres i Baxter, Hansen og Sommer (2004).

behandles, som om det udgør en selvstændig, separat indregistreret legal enhed og bliver likvideret eller restruktureret af de amerikanske myndigheder uden sammenhæng med den øvrige bankorganisation. Kreditorer med krav på filialen eller agenturet får opfyldt deres fordringer på grundlag af de aktiver, som tilhører den pågældende filial eller agentur, og som befinder sig enten på det nationale territorium eller i en anden jurisdiktion. For at hindre en overførsel af aktiver til andre jurisdiktioner gennemføres der en ring-fencing af de aktiver, som findes inden for den nationale jurisdiktion.

I andre lande anvendes et princip, hvor det er en bestemt national myndighed, som er ansvarlig for konkursbehandlingen i alle lande, hvor den pågældende finansielle virksomhed udøver aktiviteter i form af filialer. Dette sidste princip findes i EU's regelsæt, hvor myndigheden i hjemlandet for det pågældende finansielle selskab har ansvaret for krisehåndtering i alle EU-medlemsstater, ligesom krisehåndteringen i hovedsagen foregår efter hjemlandets regler. Hvis der er tale om datterselskaber i finansielle koncerner, er det myndighederne i landet, hvor datterselskabet er registreret, som har ansvaret for krisehåndteringen. Det bør bemærkes, at der også i tilfældet med selskaber registreret i EU-lande opstår et problem omkring ansvaret for krisehåndteringen, hvis den finansielle virksomhed har aktiviteter i lande – f.eks. USA – der følger et territorialitetsprincip.

8.3.4. Er afvikling af finansielle virksomheder politisk realistisk?

Det er en udbredt opfattelse i litteraturen, at tilsynsmyndighederne vil være tilskyndet til at gribe ind i finansielle kriser med henblik på en videreførelse af den kriseramte virksomhed i større omfang, end det er effektivt set fra et økonomisk synspunkt.¹⁹ Det er synspunktet, at omkostningerne ved finansielle sammenbrud vil vise sig omgående, f.eks. i form af, at indskydere mister deres midler. Derimod vil omkostningerne i forbindelse med intervention – f.eks. at virksomhedsledelser fremover får en tilskyndelse til mere risikobetonet adfærd i forbindelse med moral hazard – først vil vise sig på længere sigt. I det omfang politiske beslutningstagere har en kort tidshorisont, kan der således være en tilskyndelse til intervention. Ofte er tilsynsmynd-

19 Se f.eks. Edwards (1999), Furfine (2005), Kane (2005) samt Stern og Feldman (2004).

dighederne forsigtige, hvilket ligeledes trækker i retning af, at de vil være mere tilbøjelige til at intervenere for at undgå omkostningerne ved sammenbrud.

Det største problem ved en afvikling af finansiel virksomhed er imidlertid, at der formentlig i offentligheden er en opfattelse af, at det er "uretfærdigt", hvis indskydere og eventuelt andre kreditorer uden information om finansielle forhold lider tab.²⁰ Det kan således konstateres, at det ved banksammenbrud har været muligt hurtigt i offentligheden at rejse en debat omkring indskyderes tab, og der har ofte i medierne udviklet sig et stort politisk pres for at redde i hvert fald indskydere. Kriser i pengeinstitutter har derfor hurtigt udviklet sig til et stort politisk problem, som er blevet behandlet på højeste niveau i det politiske system. Dette gælder også, selv om der kun har været tale om sammenbrud i mindre banker. Et eksempel kan hentes fra 6. Juli Bankens sammenbrud i Danmark i 1987, hvor tabene for indskyderne hurtigt giver anledning til en omfattende politisk debat, hvor Bankforeningen tvunget af regeringen må gå med til at dække indskyderne. Et andet eksempel kan hentes fra sammenbruddet i Northern Rock i Storbritannien i september 2007. Selv om indskyderne i Northern Rock var dækket af indskydergarantier, bliver krisen et hovedemne for den britiske politiske debat i efteråret 2007 og begyndelsen af 2008.

Det kan konstateres, at det i praksis under pengeinstitutkriser ofte har vist sig umuligt at modstå et politisk pres for at dække indskyderne mod tab. Det kan således konstateres, at myndighederne er blevet tvunget til at intervenere, også selv om de umiddelbart ved udbruddet af en krise er indstillet på ikke at gribe ind. Som et eksempel kan nævnes sub-primekrisen, hvor en række centrale beslutningstagere ved krisens udbrud giver udtryk for, at der ikke bør interveneres. Ved et symposium afholdt i Jackson Hole, Wyoming, i USA i august 2007 udtalte den amerikanske centralbankchef Ben S. Bernanke således, at det ikke er Federal Reserves opgave at beskytte udlånere og investorer mod konsekvenserne af deres finansielle beslutninger. Talen blev generelt tolket, som om Bernanke i højere grad end forgængeren Greenspan vil være modstander af intervention.²¹ På trods af Bernankes udtalelser har Federal Reserve System senere fulgt en pengepolitik med drastiske rentenedsættelser for at dæmme op for krisen.

20 Synspunktet argumenteres af Stern og Feldman (2004).

21 Artikel i Times den 1. september 2007.

Tilsvarende kan det konstateres, at de britiske myndigheder tvinges til at intervenere i krisen omkring Northern Rock, selv om de først er uvillige til at gribe ind. Ved udbruddet af sub-prime krisen i august 2007 advarede guvernøren for Bank of England, Mervyn King, således mod, at centralbankerne skulle beskytte investorer mod konsekvenserne af bankernes risikobetonede udlånspolitik. Endvidere kritiserede han Den Europæiske Centralbank samt Federal Reserve System for at yde ubegrænset likviditetsstøtte til de kriseramte banker. Kritikken blev gentaget ved midten af september 2007 i et brev til House of Commons Treasury Committee.²² King fandt det uheldigt, at regeringen ved at dække indskyderne giver "ex post insurance to institutions that engage in risky or reckless lending".²³ En tilsvarende kritik af bankernes udlånspolitik blev fremsat af den britiske kansler, Alistair Darling, der i et avisinterview ved midten af september 2007 skarpt kritiserer bankerne for deres ekspansive udlånspolitik.²⁴ Udtalelsen blev ligeledes set som en tilkendegivelse om, at Northern Rock og andre britiske banker ikke ville blive reddet af regeringen.

I en foreløbig status over sub-prime krisen i efteråret 2007 drager guvernøren for Bank of England, Mervyn King, den lektie, at det er nødvendigt med en særlig procedure for håndtering af finansielle kriser. Det vil være umuligt at behandle indskydere på samme måde som almindelige kreditorer og derved anvende den almindelige konkurslovgivning på banksammenbrud.²⁵

Det kan konstateres, at det under de europæiske kriser kun har været i meget få tilfælde, at banker er blevet afviklet på grundlag af konkursbehandling eller efter de formelle procedurer, der findes i loven. I Norge er det f.eks. kun én bank, nemlig den lille Norion Bank, der afvikles efter reglerne om offentlig administration, som findes i loven, og hvor der derfor bliver tab for indskyderne. I Danmark anvendes reglerne om konkurs tilsvarende kun for enkelte små pengeinstitutter. Under de finske og svenske kriser er der ingen indskydere, som lider tab, idet alle indskud dækkes gennem en generel regeringsgaranti.

Det er særlig tab i forbindelse med bankindskud, som skaber et politisk pres for fuld dækning. Da det britiske forsikringsselskab Equi-

22 I brevet advarede Mervyn King blandt andet mod, at regeringer giver "ex post insurance to institutions that engage in risky or reckless lending". Se omtale i The Times den 14. september 2007.

23 Artikel i Times den 14. september 2007.

24 Interview i Daily Telegraph den 13. september 2007.

25 Se King (2007).

table Life nedskar pensionerne for en stor del af deres kunder, skabte det ikke et tilsvarende politisk pres for kompensation til forsikrings-tagerne. I Danmark udviklede der sig efter sammenbruddet i Himmerlandsbanken et politisk pres for, at også indskydere af ansvarlig indskudskapital skulle dækkes i forbindelse med sammenbruddet. Dette politiske pres blev modstået.

8.3.5. Bør der være særligt regime for afvikling af finansielle virksomheder?

Som beskrevet i kapitel 3 og 4 anvendes der forskellige procedurer i forbindelse med håndtering af kriser i banker. En fremgangsmåde er at behandle finansielle virksomheder som andre virksomheder og anvende den almindelige fremgangsmåde ved betalingsstandsning og konkursbehandling også på banker. Denne fremgangsmåde anvendes bl.a. i Danmark og i Storbritannien. En anden fremgangsmåde er at behandle afvikling af finansielle virksomheder efter en særlig procedure. Dette system anvendes i Canada, Italien, Norge og USA.

Der kan siges at være to mål for den almindelige konkursbehandling. For det første er det målet med konkursbehandlingen at beskytte kreditorer mod yderligere tab i forbindelse med en tabsgivende virksomhed. Dette sker ved, at kreditorerne overtager kontrollen med selskabet. For det andet er det målet med en konkursbehandling at beskytte kreditorer mod en forskelsbehandling, hvor nogle kreditorer opnår fordele på andre kreditors bekostning. Det sidste kan f.eks. ske ved, at kreditorer opsiger deres gæld og trækker sig ud af selskabet. Under konkursbehandlingen er det ikke længere muligt for kreditorer ensidigt at trække sig ud.

Begge disse to hensyn er relevante også ved finansiell virksomhed. Det kan endda argumenteres, at der i tilfælde af bankvirksomhed er et særligt stort problem omkring kreditors kapløb om at trække sig ud, idet der er særlig let mulighed for at trække indskud ud af en bank.

Det taler til fordel for en særlig procedure for håndtering af kriser i finansielle virksomheder, at der i finansiell virksomhed kan være nogle yderligere samfundsmæssige interesser, som skal varetages. Det blev omtalt ovenfor, at der ved afvikling af finansiell virksomhed er nogle samfundsmæssige omkostninger, som falder uden for virksomheden, således tab af information i forbindelse med udlån. Disse eksterne effekter kan tale for, at der ved håndtering af kriser i finansielle virksomheder tages hensyn ikke alene til beskyttelsen af kreditorer, men

også til de bredere samfundsmæssige interesser, der optræder i forbindelse med finansiell virksomhed. Konkret kan dette give sig udslag i, at en finansiell krisehåndteringsmyndighed i højere grad end ved en almindelig konkursbehandling søger at sikre en videreførelse af virksomheden.

Et andet argument for en særlig procedure ved håndtering af kriser i finansielle virksomheder er, at visse grupper af kreditorer har krav på en særlig gunstig behandling i forhold til andre kreditorer, og at det derfor er nødvendigt at tilrettelægge en særlig procedure, hvor krisehåndteringsmyndigheden i særlig grad ved afviklingen tilgodeiser interesserne for disse grupper af kreditorer. I praksis kan det ved sammenbrud i banker dreje sig om indskydere, mens det ved sammenbrud i forsikringsselskaber kan synes naturligt at give en særlig fortrinsstilling til forsikringstagerne. En krisehåndteringsmyndighed kan således tænkes særlig at sørge for dækning til indskydere eller til forsikringstagere. I USA er det målet for krisehåndteringsmyndigheden at minimere udgifterne i forbindelse med garantier for indskud.

Det taler endelig til fordel for en særlig procedure ved håndteringen af finansielle kriser, at finansiell virksomhed indebærer en række særlige transaktioner, og at det derfor er naturligt at udpege en krisehåndteringsmyndighed, som har en særlig ekspertise med hensyn til finansielle transaktioner.

Det har været argumenteret mod en lovgivning, der på forhånd sætter betingelser for løsning af finansielle kriser, at institutioner herved kan have et incitament til at handle mere risikobetonet. I en undersøgelse af over 100 lande gennemført af Barth et al. (2004) vises det imidlertid, at der ikke er sammenhæng mellem en banks rentabilitet og handlekraften hos tilsynsmyndigheden.

Der kan tænkes forskellige udformninger af en særlig ordning for håndtering af kriser i finansielle virksomheder. En udformning er den amerikanske, hvor Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) har et vidtstrakt råderum for at finde en egnet løsning på krisen, herunder videreførelse af virksomheden i en periode. Som en anden mulighed kan man tænke sig, at de systemisk vigtige funktioner i finansielle virksomheder videreføres ved en afvikling af de øvrige dele af en finansiell virksomhed.

Hüpkes (2005) fremfører, at det formentlig hverken er ønskeligt eller muligt at redde en stor finansiell virksomhed, der er i vanskeligheder. På denne baggrund bør myndighederne på forhånd vurdere, hvilke funktioner i en finansiell virksomhed der er systemisk vigtige. Derefter

bør man overveje, i hvilket omfang de pågældende systemisk vigtige funktioner kan dækkes af andre finansielle virksomheder, idet andre finansielle virksomheder kan gå ind som erstatning for den kriseramte finansielle virksomhed. Hvis der er funktioner, som ikke kan videreføres i andre finansielle virksomheder, må der findes en løsningsmodel, hvor de systemisk vigtige funktioner i en kriseramt finansiell virksomhed fortsættes, mens de øvrige dele af den kriseramte virksomhed afvikles. En mulighed er at organisere de systemisk vigtige funktioner i særlige datterselskaber, der kan videreføres ved sammenbrud i den finansielle virksomhed, f.eks. ved at datterselskabet overtages af en anden finansiell virksomhed.

8.4. Ikke-intervention ved kriser i finansielle virksomheder

Der er generel enighed i litteraturen om, at ikke-intervention (regulatorisk overbærenhed) er uheldig i forbindelse med kriser i pengeinstitutter. Det er synspunktet, at tabsgivende finansielle virksomheder herved får lov til at fortsætte i længere tid og derved får mulighed for at opbygge endnu større tab. Hertil kommer, at der er en særlig tilskyndelse til at tage risici i virksomheder, som står på randen til sammenbrud. Ved at tage større risici kan ledelsen i det kriseramte institut håbe på at genvinde tidligere tab og derved undgå et sammenbrud. Resultatet er, at regulatorisk overbærenhed kan øge størrelsen af senere tab og derved omfanget af den finansielle krise.

Omvendt taler det til fordel for overbærenhed, at der i perioder rent faktisk kan være tale om nogle ekstraordinære omstændigheder, som påvirker balancerne negativt, og at finansielle virksomheder rent faktisk ved en tilbagevenden til en "normalsituation" er rentable. F.eks. kan der være tale om ekstraordinært store aktiekursfald eller om ekstraordinært store fald i prisen på fast ejendom. Som et eksempel kan nævnes vanskelighederne for de danske livsforsikringsselskaber og pensionskasser på grund af aktiekursfaldet efter 2000. Det viste sig senere, at selskaberne genvandt kapitalen efter aktiekursstigningerne efter 2003. Hvis selskaberne var nået under grænsen for kapitaldækning i 2003, er det spørgsmålet, om det havde været en fordel at gribe ind over for selskaberne.

Hvis der ses på erfaringerne i forbindelse med regulatorisk overbærenhed, kan det konstateres, at de har været blandede. Som omtalt

i kapitel 4 gennemførte de amerikanske myndigheder en politik med overbærenhed, efter at de store amerikanske banker i 1982 havde lidt store tab i forbindelse med udlån til udviklingslandene. Denne politik var succesfuld, idet det gennem nogle år lykkedes bankerne at genopbygge deres kapital. Derimod var politikken med overbærenhed over for de amerikanske spare- og lånevirksomheder gennem 1980'erne en fiasko, idet institutionerne tog stadig større risici, ligesom politikken med overbærenhed praktiseret over for de japanske banker gennem 1990'erne også ses som en fiasko, idet den forøgede usikkerheden omkring de japanske bankers situation og derved bidrog til at forværre den japanske krise. Seidman (1993) drager følgende konklusion: "... Sometimes forbearance ... is the right way to go, and sometimes it is not. In the S&L industry, all rules and standards were conveniently overlooked to avoid a financial collapse and the intense political pressure that such a collapse would have generated. But in this case there was not a visible plan for a recovery, so the result of this winking at standards was, as we know, a national financial disaster. On the other hand, in the case of Latin American loans, forbearance gave the lending banks time to make new arrangements with their debtors and meanwhile acquire enough capital so that losses on Latin American loans would not be fatal. Like medicine and the other healing arts, bank regulation is an art, not a science ...".²⁶

Det er målet med regulatorisk overbærenhed at give den finansielle virksomhed mulighed for gennem den ordinære indtjening at genopbygge kapitalgrundlaget. Det kan ses som "uretfærdigt", at omkostningerne ved krisen på denne måde i første række kommer til at falde på kunderne. Det er en forudsætning for løsningsmodellen, at det er muligt gennem en periode at nå en sådan højere indtjening. Det er mere sandsynligt, at dette kan lade sig gøre, hvis en række finansielle virksomheder på én gang rammes af en krise, hvorved alle finansielle virksomheder kan tænkes at følge en strategi, hvor driftsindtjeningen øges ved f.eks. at tage højere gebyrer eller opretholde en højere rentemarginal. Hvis det derimod kun er én virksomhed, som har tab, må forsøg på at genvinde kapitalen gennem en forøgelse af driftsindtjeningen ventes at føre til tab af markedsandele for den pågældende virksomhed. På et konkurrencepræget finansielt marked er det derfor tvivlsomt, i hvilket omfang løsningen kan praktiseres ved kriser i enkelte finansielle virksomheder.

26 Seidman (1983), s. 128.

Det må ventes, at finansielle virksomheder, der opererer videre på et svagt kapitalgrundlag, vil vise tilbageholdenhed med at yde lån og i det hele taget med at tage risici.²⁷ En strategi baseret på overbærenhed kan på denne måde tænkes at føre til en langvarig periode med udlånstilbageholdenhed. Det blev beskrevet i kapitel 5, at der efter finansielle kriser ofte har været en periode med nedgang i udlån.

International finansiell integration har formentlig gjort det sværere at praktisere en strategi baseret på overbærenhed, idet internationale investorer vil kræve en ekstra risikopræmie ved udlån til institutter, hvor der er tvivl om soliditeten. Udenlandske banker krævede f.eks. en ekstra risikopræmie ved udlån til japanske banker gennem 1990erne. Endvidere medfører konkurrencen fra udenlandske finansielle virksomheder, at det er sværere for indenlandske finansielle virksomheder at genvinde kapitalgrundlaget ved gennem en periode at forbedre driftsindtjeningen.

Der kan være en politisk tilskyndelse til regulatorisk overbærenhed.²⁸ Intervention i en finansiell virksomhed indebærer store politiske omkostninger. Der vil normalt blive stor medieomtale, og der vil ofte være kritik af krisehåndteringen. Usikkerheden omkring den korrekte krisehåndtering medfører, at der ikke vil være enighed blandt eksperter og andre kommentatorer om, hvad der er den bedste form for intervention, og om der overhovedet bør foretages en intervention. Dette medfører, at politiske beslutningstagere ved finansielle sammenbrud vil blive udsat for kritik, ligegyldigt hvad de gør. Det politisk letteste er derfor at udskyde en intervention og håbe på, at problemerne forsvinder på grund af en ændring af de underliggende forhold. Man kan f.eks. håbe på, at der bliver en stigning i kursen på værdipapirer eller i prisen på andre aktiver, som medfører, at den finansielle virksomhed igen bliver solvent.

Finansielle tilsynsmyndigheder kan også være fristede til at vise tilbageholdenhed over for nødlidende institutter, idet tilsynsmyndighederne ved et sammenbrud kan komme under kritik for ikke at have grebet ind før, ligesom virksomhedens vanskeligheder kan ses som et resultat af et mangelfuldt tilsyn, der ikke har været i stand til at

27 Argumentet præsenteres i Calomiris, Klingebiel og Laeven (2005) som et argument til fordel for offentlig kapitaltilførsel. Det kunne dog også være et argument for at løse en krise gennem enten en rekapitalisering med offentlig eller privat kapital, en nedskrivning af gælden eller en sammenlægning med et andet finansielt institut.

28 Dette er synspunktet bl.a. i Mishkin (1997) samt i Mayses (2005).

forebygge vanskelighederne i virksomheden.²⁹ Det kan konstateres, at der efter en række finansielle kriser har været skarp kritik af de finansielle tilsyn, f.eks. i Norge samt – for spare- og lånevirkomhedernes vedkommende – i USA.

Omvendt kan revisorer og kreditvurderingsbureauer være tilbageholdende med at godkende en løsning med overbærenhed. Specielt kan dette være tilfældet, hvis der er optræk til en krise. Hvis nemlig en finansiell virksomhed senere kommer ud i en åbenlys krise, vil manglende advarsler fra revisorer og ratingbureauer give anledning til kritik. Det vil blive kritiseret, at revisorer og ratingbureauer har gjort deres arbejde dårligt, fordi de ikke i tide har forudsagt krisesituationen. Man kan derfor forestille sig en situation, hvor revisorer og ratingbureauer i en situation, hvor der er en vis sandsynlighed for en egentlig krise, vil gå for langt med hensyn til at skærpe vurderingerne for herved at undgå en senere kritik.

Hvis tilsynsmyndigheder gennem en periode har praktiseret en politik med overbærenhed, vil det formentlig være sværere på et senere tidspunkt at gennemføre en afvikling af den pågældende finansielle virksomhed.³⁰ Dette skyldes, at tilsynsmyndighederne vil kunne blive udsat for kritik fra investorer, der senere måtte lide et tab, hvis myndighederne mod bedre viden har holdt en insolvent finansiell virksomhed åben, og investorer har placeret i virksomheden i tillid til, at den var under tilsyn og var solvent.

For at tvinge myndighederne til ikke at praktisere regulatorisk overbærenhed kan det eventuelt være hensigtsmæssigt med en bestemt procedure, der tvinger myndighederne til at gribe ind, når der opstår bestemte situationer.

For at sikre en hurtig intervention over for et tabsgivende finansielt institut kan det også være hensigtsmæssigt at have krisehåndteringsmyndigheder, der er handlekraftige, og som har den fornødne politiske styrke til at sætte ind med en eventuel lukning. Der kan opnås en større handlekraft, hvis krisehåndteringsmyndigheden har en uafhængig status og derfor ikke er undergivet politisk indflydelse.³¹ Endvidere er det vigtigt at kunne gøre ansvar gældende over for tilsynsmyndighederne, hvilket også indebærer, at tilsynsmyndighederne

29 Lindgren (2005).

30 Argumentet fremføres i Stern og Feldman (2004).

31 Se Harris (2005) samt Ingves og Hoelscher (2005b).

giver fyldestgørende information om krisehåndteringen.³² Et eksempel på en fejlagtig strategi kan findes i den amerikanske politik over for spare- og låneinstitutterne i USA i 1980erne, hvor interventionen blev forhalet af svage myndigheder.

For at hindre ledelserne i nødlidende virksomheder i at satse på en mere risikobetonet strategi i den finansielle virksomhed kan det eventuelt være hensigtsmæssigt at sætte ind med straffe over for bankledelser, der tager for stor risiko.³³ Et eksempel er den amerikanske Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act (FIRREA), der blev gennemført i 1989. Loven indeholder mulighed for ved banksammenbrud at straffe ledende medarbejdere, direktører, bestyrelsesmedlemmer, advokater, revisorer, konsulenter og kontrollerende aktionærer.

8.5. Andre løsningsmodeller ved solvenskriser i pengeinstitutter

Myndighederne råder over en række modeller for intervention over for kriseramte virksomheder. I det følgende er der en diskussion af forskellige modeller: (i) rekonstruktion gennem tilførsel af kapital over de private markeder (*afsnit 8.5.1*), (ii) rekonstruktion i forbindelse med en nedskrivning af gælden i det nødlidende institut (*afsnit 8.5.2*), (iii) sammenlægning med et andet institut (*afsnit 8.5.3*), samt (iv) offentlig kapitaltilførsel til kriseramte institutter, eventuelt i form af en offentlig overtagelse (*afsnit 8.5.4*). *Afsnit 8.5.5* ser på anvendelsen af afviklingsselskaber. Endelig diskuteres i *afsnit 8.5.6* spørgsmålet om det optimale tidspunkt for offentlig intervention.

8.5.1. Rekonstruktion gennem tilførsel af ny privat kapital

En mulighed for at løse en krise i en finansiell virksomhed er gennem tilførsel af ny ansvarlig kapital. Tilførsel af ansvarlig kapital kan enten ske gennem børsen eller gennem privat placering, f.eks. salg af aktier til en gruppe af institutionelle investorer eller til kapitalfonde.

Erfaringerne fra de nordiske finansielle kriser tyder på, at det er vanskeligt for nødlidende banker at få tilført ejerkapital under en krise.

32 Kane (2005).

33 Se Harris (2005).

Under krisen i Norge må forsøg på kapitaltilførsel i sommeren 1991 fra en række store erhvervsvirksomheder til Den norske Bank og Kreditkassen således opgives, jf. afsnit 4.4.1. Tilsvarende bliver der først tilført kapital til S-E-Banken i Sverige, efter at krisen har kulmineret, og kapitaltilførslen bliver foretaget af kredsen af gamle aktionærer, jf. afsnit 4.4.2. Omvendt har der også været en række eksempler på finansielle virksomheder, som har fået tilført ny kapital under krisesituationer, således Sparekassen Sydjylland i 1982, Midtbank i 1987 samt Realkredit Danmark i 1991.

Med den globale integration af finansielle markeder er det formentlig blevet lettere at gennemføre løsningsmodellen. Mens den potentielle investorkreds tidligere var begrænset til kredsen af nationale investorer, er det lettere på det globale finansielle marked at finde investorer, der er villige til at skyde ansvarlig kapital i en kriseramt finansiell virksomhed. Den stadig større betydning af kapitalfonde på de globale finansmarkeder forbedrer yderligere muligheden for hurtigt at få tilført ny kapital til en finansiell virksomhed. Hertil kommer, at der på de globale finansielle markeder i mindre grad vil blive et nedadgående pres på aktiekursen, når der sælges aktier i en kriseramt finansiell virksomhed. Endelig er det muligt, at udenlandske investorer i mindre grad end hjemlige investorer er undergivet stemningsskift omkring placering i finansielle virksomheder, således at de er mere villige til at indskyde kapital.

Løsningsmodellen støder på en række vanskeligheder. Ved store tab i finansielle virksomheder vil det være nødvendigt med en nedskrivning af den eksisterende aktiekapital, hvilket forudsætter godkendelse på selskabets generalforsamling. De eksisterende aktionærer kan eventuelt modsætte sig tilførsel af ny ansvarlig kapital, fordi de regner med, at myndighederne på et senere tidspunkt gennem likviditetstilførsel kan tænkes at redde den finansielle virksomhed. Som eksempler kan peges på Kreditkassen og Fokus Bank under den norske finanskrise, hvor generalforsamlingerne afviste at acceptere en nedskrivning af aktiekapitalen. En løsning på dette problem kan være at give myndighederne adgang til at nedskrive aktiekapitalen svarende til, hvad der efterfølgende skete i tilfældene med Kreditkassen og Fokus Bank i Norge. Dette kan imidlertid anses for at være uheldigt, idet der herved bliver større usikkerhed for ejerne af aktiekapital i finansielle virksomheder, der må leve med risikoen for en administrativ nedskrivning af deres kapital. Det må ventes, at ejerne af finansielle virksomheder vil kræve en risikopræmie som kompensation for denne risiko. Der må herved ventes en stigning i finansieringsomkostningerne for finansielle virksomheder.

8.5.2. Rekonstruktion gennem nedskrivning af gæld

Det blev omtalt i afsnit 8.5.1, at en kriseramts finansiell virksomhed kan opretholdes gennem tilførsel af ny kapital over markedet. En anden mulighed er at gennemføre en gældsnedskrivning.

En gældsnedskrivning kan fremkomme som en konsekvens af en almindelig konkursprocedure i forbindelse med afviklingen af en finansiell virksomhed, jf. afsnit 8.3. Der kan eventuelt tænkes en betalingsstandsning, hvor kreditorer i en periode får indefrosset tilgodehavenderne, mens der forhandles om en gældsnedskrivning. Da der imidlertid er mange kreditorer i finansielle virksomheder, vil det i praksis være vanskeligt at nå frem til enighed om en gældsnedskrivning. En mulighed for at reducere dette problem kan være en ændring af reglerne for godkendelse af gældssaneringsordninger i finansielle virksomheder, således at det bliver lettere at få vedtaget en ordning for gældssanering. En gældsreduktion kan f.eks. tænkes gennemført, hvis der er flertal for nedskrivningen blandt et vist flertal af aktionærene.

Som en yderligere mulighed kan det tænkes, at en gældsnedskrivning i finansielle virksomheder gennemføres som led i en særlig procedure for krisehåndtering, hvor alle gældsposter – bortset fra indskud dækket under en garantiordning – nedskrives hurtigt med et beløb, der er så stort, at det kan dække de sandsynlige tab i virksomheden.³⁴ Kapitalgrundlaget bliver herefter genskabt i virksomheden, og den finansielle virksomhed kan herefter videreføres med den nedskrevne gæld. I dette sidste tilfælde tales der om en "haircut". Hvis det senere viser sig, at tabene er mindre end ventet, kan der ske en tilbageføring af beløb til de kreditorer, der fik nedskrevet gælden.

Løsningen med en hurtig nedskrivning af gældsposter har været

34 Gældsreduktion er et hovedelement i det forslag til håndtering af bankkriser, der fremlægges af Mayes, Halme og Liuksila (2001). Ifølge Mayes, Halme og Liuksila (2001) bør en krisehåndtering baseres på tre principper: (i) myndighederne skal tage aktion ved bestemte benchmarks og overtage kontrollen med banken fra aktionærene. Forfatterne foreslår som benchmark, at nettoværdien af banken er 0, men der kan også tænkes andre benchmarks. Hvis der er nutidsværdi 0, vil der ikke være tale om nogen ekspropriation af banken; (ii) myndighederne skal herefter foretage en vurdering af banken. I tilfælde af en ikke-systemisk bank må det afgøres, om banken skal overgå til konkurs eller skal forsøges videreført; samt (iii) i tilfældet med en systemisk vigtig bank skal tab fordeles ud blandt kreditorerne, idet man respekterer prioritet. Herefter vil banken igen blive åbnet for forretning. Hvis det senere viser sig, at kreditorernes fordringer er blevet nedskrevet for meget, kan de modtage kompensation.

overvejet i New Zealand. Den er endvidere blevet gennemført i Japan, jf. afsnit 4.6.4.

Proceduren for krisehåndtering, der overvejes i New Zealand, indebærer, at der ved en krise i en bank iværksættes en særlig procedure for krisehåndtering (bank creditor recapitalization).³⁵ Løsningen indledes med, at banken placeres under "statutory management", hvorved det bliver umuligt at foretage ind- og udbetalinger til og fra banken. Der sker således en fastfrysning af alle krav på banken, ligesom bankens krav også fastfryses. Nye forpligtelser, der indgås under "statutory management", bliver overholdt fuldt ud. En vis andel af kravene overføres til en nyetableret bank. Til denne nyetablerede bank overføres også den gamle banks aktiver. Der gennemføres således en nedskrivning af de krav, som kreditorer har på banken, en såkaldt "haircut". Indskud, der er omfattet af indskydergarantien, overføres fuldt ud til den nyetablerede bank. Den andel af krav, der ikke overføres til den nyetablerede bank, bliver i den gamle bank. Kreditorerne opnår dækning for denne del af deres krav, i det omfang der bliver en positiv værdi ved afvikling af konkursboet i den gamle bank. I konkursboet for den gamle bank indgår også aktierne i den nyetablerede bank.

Gennemførelsen af en hurtig gældsnedskrivning har den fordel, at en bank hurtigt kan komme til at fungere videre, og der bliver herved ikke tale om negative effekter fra banksammenbrud i form af bl.a. eksterne effekter. Det er en fordel for kreditorerne, at de kommer til at få krav på en fungerende bank, idet værdien af en åben bank må antages at være større.

Gennemførelsen af en hurtig gældsnedskrivning ("haircut") kræver en omfattende planlægningsindsats, der praktisk tænkes gennemført af centralbanken i New Zealand, Reserve Bank of New Zealand. Der er i New Zealand blevet gennemført forsøg, der viser, at løsningen er teknisk mulig, således at det er teknisk muligt at gennemføre en gældsnedskrivning med genåbning af banken inden for 24 timer. Operationen kan gennemføres på et hvilket som helst tidspunkt af døgnet. Operationen er teknisk krævende, idet det skal afgøres inden for nogle få timer, hvor store bankens potentielle tab er, og derved med hvor stor en andel, bankens forpligtelser skal nedskrives.

Ingves og Hoelscher (2005a) fremhæver, at en "haircut" af bankindskud indebærer store politiske omkostninger, og at løsningen derfor hidtil i praksis kun har været anvendt under ekstreme omstændigheder,

35 Beskrivelsen er baseret på Harrison (2005).

således under krisen i Argentina i 1982, i Estland i 1992 samt i Japan i 1946 og i USA i 1933. I Argentinas tilfælde blev løsningen anvendt for at bremse en hyperinflation. Eventuelt kan der tænkes et system, således at der er forskel på størrelsen af den "haircut", der foretages på forskellige former for indskud. F.eks. kan der gennemføres en mere omfattende "haircut" på store indskud eller på indskud over en vis grænse, mens der gennemføres en mindre "haircut" på små indskud. Herved undgås også panik omkring udtræk fra særlig små indskydere.³⁶

8.5.3. Sammenlægning med et andet finansielt institut

Det blev beskrevet i kapitel 3, at den danske finansielle krise i 1980'erne i stort omfang blev løst gennem en hurtig sammenlægning af det kriseramte institut med et andet institut. Denne løsningsmodel synes at være blevet videreført ved sammenbruddet i bankTrelleborg i januar 2008. Løsningsmodellen har også i et vist omfang været anvendt i andre lande. I Finland og Sverige gav problemerne i sparbanksektoren således anledning til dannelsen af landsomspændende pengeinstitutter sammensat af et stort antal sparbanker (henholdsvis Sparbanken i Finland og Sparbanken Sverige). Også i Japan har kriser i en række institutter været løst gennem fusioner. På det seneste har fusion også været anvendt som løsningsmodel for krisen i Landesbank Sachsen, mens den i hvert fald i første omgang har måttet opgives i tilfældet med Northern Rock.

Krisehåndtering gennem sammenlægning med et andet finansielt institut kan siges at være en politisk let måde til at håndtere kriser. Fra politisk side sikrer man sig, at der hurtigt kan sikres mulighed for at videreføre aktiviteterne i det kriseramte institut, uden at det kommer til tab for kreditorerne. Løsningsmodellen indebærer imidlertid samtidig en række omkostninger.

For det første kan det set fra et samfundsmæssigt synspunkt diskuteres, om det er ønskeligt, at kriser på denne måde fører til en reduktion af konkurrencen i den finansielle sektor. Under alle omstændigheder må det anses som uheldigt, at strukturudviklingen i den finansielle sektor bestemmes af tab i finansielle virksomheder.³⁷ Det kan også anses som u hensigtsmæssigt, at finansielle virksomheder, der har en god underliggende indtjening, mister selvstændigheden på grund af

36 Forslaget diskuteres i Kane (2005).

37 Østrup (1993a).

omstændigheder, der forholdsvis enkelt kunne rettes op, eller som skyldes uheldige omstændigheder, f.eks. nogle enkelte forkerte kreditdispositioner.³⁸

For det andet er det spørgsmålet, om løsningen med en sammenlægning i for høj grad tilsidesætter aktionærernes interesser. Hvis et nødlidende finansielt institut hurtigt skal overtages af et andet institut, vil det ofte være svært for ejerne i det nødlidende institut at få en rimelig pris for deres aktier. Som et eksempel kan nævnes bankTrelleborg, hvor aktierne blev overtaget af Sydbank til en pris, der af Sydbanks egen ledelse blev betegnet som lav. Som et andet eksempel kan nævnes Sydbanks overtagelse af en række af aktiviteterne i Varde Bank, hvor det også var den generelle vurdering, at aktiverne blev overtaget til en lav pris.³⁹ Det kan særlig siges at være uheldigt for aktionærernes interesser, hvis tilsynsmyndighederne lægger pres på den kriseramte bank om at acceptere en bestemt lav pris for at få gennemført sammenlægningen hurtigt. Den tidligere chef for Finanstilsynet, Eigil Mølgaard, beretter, at Finanstilsynet under krisen i Aarhus Discontobank søger at hindre, at andre banker afgiver højere bud ved en overtagelse af banken under henvisning til, at en sådan overbudspolitik er "uetisk".⁴⁰ I tilfældet med Northern Rock opgav den britiske regering at gennemføre et salg af banken, fordi man følte, at der ikke kunne opnås en tilstrækkelig høj pris ved et salg af banken til de to interesserede køberkonsortier.

For det tredje er det spørgsmålet, om de ansvarlige for et banksammenbrud – ledelsen og medarbejdere – slipper for let ud af ansvaret, når den nødlidende bank overtages af en anden bank. I mange tilfælde har de ansatte kunne bevare deres beskæftigelse i det fusionerede institut, og under den danske finansielle krise i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne skete det i flere tilfælde, at direktøren i det kriseramte institut blev medlem af direktionen i det fusionerede institut. Ved en sammenlægning har det overtagende institut ofte en interesse i at behandle medarbejderne i det overtagne institut godt for herved at sikre medarbejdertilfredsheden. Det er spørgsmålet, om dette er den rigtige fremgangsmåde set ud fra et hensyn om at hindre fremtidige kriser. En sammenlægning med et ikke-nødlidende institut kan også være uønskelig, hvis effektiviteten i det sammenlagte institut trækkes

38 Østrup (1993a).

39 Artikel i Berlingske Tidende den 15. december 1993.

40 Mølgaard (2003).

ned af en dårlig virksomhedskultur i det kriseramte institut. I Sverige var der i begyndelsen af 1990'erne kritik af, at cheferne i de kriseramte banker fik en stor fratrædelsesgodtgørelse i forbindelse med det finansielle instituts sammenlægning med et andet institut.

I en række tilfælde har et pengeinstitut i vanskeligheder søgt sammenlægning med et andet institut, før problemerne omkring de tabsgivende udlån bliver klare. Som et eksempel kan nævnes fusionen i Norge i april 1990 mellem Den norske Creditkasse (DnC) og Bergen Bank, hvor det efterfølgende blev klart, at de dårlige udlån især stammede fra Bergen Bank. Som et andet eksempel kan nævnes dannelsen af Kronebanken som en fusion mellem Frederiksborg Bank og Sjællandske Bank i 1983. Fusionen skabte her uklarhed om regnskaberne og gjorde det sværere for revisionen at opdage det store enkeltengagement, der var overtaget fra Frederiksborg Bank.⁴¹ I disse tilfælde kan sammenlægninger siges at være uheldige, idet der herved bliver en øget sårbarhed i større dele af den finansielle sektor. Samtidig gøres en eventuel efterfølgende krisehåndtering mere vanskelig, idet krisehåndtering nu kommer til at vedrøre større finansielle virksomheder.

Som omtalt i afsnit 3.4.3 viser det sig under den danske finansielle krise stadig sværere at løse pengeinstitutkriserne gennem sammenlægning med et andet finansielt institut, idet det bliver stadig mere vanskeligt at finde pengeinstitutter, der er villige til at overtage nødlidende institutter. Efter sammenbruddet i Johnson Matthey Bank i 1984 gør britiske banker det klart, at de ikke igen vil gå ind i en redningsaktion til fordel for en kriseramt bank.⁴²

Den internationale finansielle integration har medført, at en større del af den indenlandske banksektor har udenlandske ejere. Det kan være sværere for nationale myndigheder at øve pres mod udenlandsk-ejede banker for at få dem til at gå med i en redningsaktion til fordel for nødstedte banker.⁴³ Omvendt medfører den internationale finansielle integration, at en nødlidende indenlandsk finansiell virksomhed kan overtages ikke alene af et indenlandsk institut, men også af en udenlandsk finansiell virksomhed. Kredsen af mulige købere til en kriseramt finansiell virksomhed udvides således med den internationale integration, hvilket øger muligheden for at anvende sammenlægning-

41 Garde (1990).

42 Goodhart (2005).

43 Goodhart (2005) omtaler, at amerikanske banker efter sammenbruddet i Johnson Matthey nægter at deltage i en redningsaktion.

ger som et middel til at løse en finansiell krise. Som et eksempel kan peges på håndteringen af de finansielle kriser i Argentina, Brasilien og Mexico, hvor regeringen som et resultat af krisen overtog nogle af de største banker. Disse banker blev senere solgt til udenlandske banker, der herved har fået en stor andel af det latinamerikanske marked.⁴⁴

8.5.4. Offentlig tilførsel af kapital til kriseramte institutter

En mulighed er en videreførelse af en finansiell virksomhed med indskud af offentlig ejerkapital, hvorved der bliver tale om en hel eller delvis offentlig overtagelse af den kriseramte virksomhed. Der kan også være tale om skatteregler, der begunstiger kriseramte virksomheder, f.eks. forbedrede muligheder for at fradrage tab i den skattemæssige indkomst. Endelig kan der tænkes en offentlig garanti for den kriseramte virksomheds lån. I tilfælde af en omfattende krise kan det tænkes, at det offentlige griber ind ved at udstede en generel garanti for alle finansielle virksomheders låntagning, en såkaldt "blanket guarantee".

Lindgren (2005) bemærker, at en blanket guarantee er myndighedernes foretrukne middel til løsning af finansielle kriser. Det er klart, at det vil være politisk let at udstede garantier, der ikke umiddelbart viser sig i form af større udgifter, og der kan blandt de politiske beslutningstagere være et håb om, at garantierne ikke bliver effektive.

I tilfælde af en krise i en enkelt finansiell virksomhed kan det eventuelt være en mulighed at afvikle den kriseramte virksomhed, mens der gives garantier for andre virksomheder. Herved hindres krisen i at sprede sig til andre finansielle virksomheder. Samtidig "straffes" ledelse og medarbejdere i den virksomhed, der i første række kommer i vanskeligheder.

Der kan eventuelt sættes en tidsmæssig begrænsning for det offentlige ejerskab. Eventuelt kan det offentlige kun videreføre dele af den kriseramte bank. Den sidste løsningsmodel kendes fra USA i form af "bridge banks".

Det er et argument for en løsning i form af en offentlig overtagelse, at det kan være svært at finde købere til en kriseramt bank under en krise. Som omtalt i kapitel 3 og 4 har det generelt under kriser været svært at vurdere størrelsen af tab, der ofte er blevet undervurderet. Private købere kan holde sig tilbage, fordi der ikke er overblik over tabene i en finansiell virksomhed. Det kan også tænkes, at private in-

44 Del Negro og Kay (2002).

vestorer holder sig tilbage på grund af en psykologisk betinget angst for at tage risici i kriseperioder eller på grund af institutionelle mekanismer som f.eks. "stop loss". Gennem en offentlig overtagelse kan der dannes et overblik over tab, og banken kan videresælges til private købere på et tidspunkt, hvor der er mindre risiko omkring overtagelse af finansielle virksomheder.

Det er yderligere et argument for offentlig kapitaltilførsel, at det offentlige gennem en overtagelse af banker i krisetider og salg i opgangsperioder kan opnå en fortjeneste gennem redningsaktionen, som det har været set i Norge og Sverige. Generelt gælder det, at det offentlige kan udnytte sin soliditet og derved større risikovillighed til at opnå en fortjeneste på bekostning af den private sektor, der har en større risikoaversion.

Endelig taler til fordel for en offentlig intervention, at man herved undgår et "brandudsalg" af en nødlidende finansiell virksomheds aktiver. Et sådant "brandudsalg" kan forstærke en krise ved at bidrage til et yderligere fald i aktivpriserne. Synspunktet fremhæves bl.a. under den svenske bankkrise, hvor formanden for bestyrelsen i S-E-Banken, Curt G. Olsson, understreger, at alle banker har en interesse i, at ingen bank går omkuld, idet det er ønskeligt at undgå en panikreaktion, hvor banker sælger ud af ejendomme, der er taget som pant for lån. Et sådant prisfald vil øge bankernes problemer.⁴⁵

En offentlig overtagelse af kriseramte banker indebærer en række omkostninger set fra et samfundsmæssigt synspunkt.

For det første vil der blive tale om en forøgelse af offentlige udgifter, idet de offentlige udgifter anvendes til at dække tab i kriseramte banker. De øgede offentlige udgifter medfører et højere skattetryk, hvilket eventuelt kan have negative konsekvenser i form af lavere arbejdsudbud og/eller en reduktion af kapitalapparatet i økonomien. Eventuelt kan de offentlige udgifter til dækning af tab i banker nødvendiggøre en reduktion af offentlige udgifter på andre områder, hvorved der bliver et velfærdstab. De offentlige udgifter påvirker konjunktursituationen i det pågældende land, idet det undgås, at der bliver en situation, hvor banker kræver tilbagebetaling af lån.⁴⁶

For det andet kan det ses som "uretfærdigt", at offentlige udgifter anvendes til at dække tab i forbindelse med udlån, f.eks. udlån

45 Artikel i Dagens Nyheter den 9. maj 1992.

46 En diskussion af de finanspolitiske effekter af offentlig intervention findes i Honohan (2005).

til finansiering af spekulationsprægede aktiviteter. Den offentlige intervention kan herved give anledning til kritik. De politiske omkostninger bliver formentlig mindre, hvis interventionen gennemføres af centralbanken, idet der herved er mindre gennemskuelighed omkring den offentlige intervention. Interventionen kan eventuelt blive opfattet som politisk mere acceptabel, hvis der samtidig sættes ind med foranstaltninger over for personer, der ses som ansvarlige for sammenbruddet af den finansielle virksomhed, hvilket kan ske gennem strafforfølgning, f.eks. ved at pålægge store bøder ved uansvarlig ledelse af banken.

For det tredje kan der blive et problem omkring de videre konsekvenser af offentlig intervention til redning af kriseramte banker, idet der ved redning af én finansiell virksomhed kan blive et krav om, at også andre finansielle virksomheder reddes gennem offentlig overtagelse. Som et eksempel kan nævnes den politiske diskussion i Danmark omkring konkursen i Højderygens Andelskasse. Det blev anset for uretfærdigt, at indskyderne i Højderygens Andelskasse ikke blev dækket, når indskyderne i andre kriseramte pengeinstitutter blev reddet gennem fusioner og/eller gennem offentlig intervention. Som et andet eksempel kan nævnes diskussionen under den danske finansielle krise i 1920'erne, hvor der blev rettet kritik mod myndighederne for ikke at redde provinsbanker.

En offentlig garanti omkring redning af et stort antal banker må antages særlig at være til fordel for mindre banker, der har en større sandsynlighed for at blive nødlidende. Der vil herved blive en konkurrenceforvridning i banksektoren, idet den offentlige intervention indebærer en konkurrenceforvridning til fordel for mindre finansielle virksomheder.

For det fjerde er der ved offentlige kapitalindskud et problem i forbindelse med "moral hazard", idet den finansielle virksomhed reddes fra konsekvenserne af sin risikobetonede strategi. Disse konsekvenser kan mindskes gennem sanktioner over for de ansvarlige for banksammenbruddet, jf. ovenfor.

Endelig for det femte indebærer en statsovertagelse af kriseramte banker en konkurrenceforvridning i forhold til de banker, der ikke har modtaget støtte. Det fremgår af beskrivelsen i kapitel 4, at spørgsmålet om konkurrenceforvridning flere gange er genstand for debat under den nordiske bankkrise i begyndelsen af 1990'erne. Undersøgelser viser, at europæiske banker, der har offentligt ejerskab eller som er bakket

op af offentlige garantier, har lavere finansieringsomkostninger end banker, hvor det offentlige ikke er direkte engageret.⁴⁷

Det er et problem ved tilførsel af offentlig kapital, at der i tilfælde af kapitaltilførsel til virksomheder med grænseoverskridende aktiviteter kan blive tale om en kapitaltilførsel, der ikke alene kommer til at sikre en fortsættelse af finansielle aktiviteter i hjemlandet, men også i andre lande. Det er spørgsmålet, om de offentlige myndigheder i den finansielle virksomheds hjemland på denne måde er villige til at støtte aktiviteter i andre lande.⁴⁸ Vil danske myndigheder f.eks. være villige til at dække tab, der forekommer i forbindelse med danske bankers virksomhed i f.eks. de baltiske lande eller i Rusland? Som et eksempel kan nævnes, at de italienske myndigheders redningsaktion over for Banco Ambrosiana i 1982 kun dækkede bankens italienske operationer, mens aktiviteterne under datterselskabet i Luxembourg ikke var omfattet.

I litteraturen er der gennemgående skepsis over for tanken om en offentlig overtagelse af kriseramte finansielle virksomheder. Bl.a. Ingves og Hoelscher (2005b) fremfører, at skatteydernes penge kan anvendes på en bedre måde end til redning af kriseramte finansielle virksomheder. I en undersøgelse af en række finansielle kriser overvejende i udviklingslande når Honohan og Klingebiel (2003) frem til, at offentlige politiktiltag, der skal lette en krise, således likviditetsstøtte, offentlige garantier for virksomheders forpligtelser samt regulatorisk overbærenhed, medfører store offentlige udgifter, uden at de bidrager til et hurtigere økonomisk opsving efter en krise. Lande, der under en krise anvender blanket guarantees, likviditetsstøtte eller regulatorisk overbærenhed kommer sig ikke hurtigere end lande, der ikke har anvendt disse midler. Det samme resultat nås i en undersøgelse af kriser i 29 lande gennemført af Claessens, Klingebiel and Laeven (2005). Det er konklusionen, at der bliver større regeringsudgifter, hvis myndigheder stiller garantier for finansielle virksomheders forpligtelser samt benytter sig af overbærenhed. Samtidig er det konklusionen, at omfanget af produktionstab under finansielle kriser ikke påvirkes af størrelsen af de offentlige udgifter.⁴⁹

47 Se Sironi (2002).

48 Synspunktet fremføres af Goodhart og Schoenmaker (2006). Freixas (2003) opstiller en formel model for en rekapitaliseringen af en bank med internationale aktiviteter. Det er konklusionen, at der bliver en underforsyning med kapital.

49 Der drages følgende overordnede konklusion i Claessens, Klingebiel og Laeven (2005): "... Accommodative policy measures are thus not only fiscally costly, they also do not accelerate economic recovery ..." (s. 190).

Det blev beskrevet i kapitel 7, at en statsovertagelse af kriseramte banker af EU-Kommissionen anses som statsstøtte i henhold til EF-traktatens konkurrenceregler. Det fremgår videre af beskrivelsen, at EU-Kommissionen i de hidtidige tilfælde har godkendt statsstøtte til kriseramte banker, men har stillet betingelse om modydelse, der skal mindske de konkurrenceforvridende virkninger. Bl.a. har Kommissionen krævet, at det kriseramte institut skal reducere sine aktiviteter. Det er formentlig sandsynligt, at EU vil håndhæve statsstøtteregler strengere nu end tidligere. Dette lægger begrænsninger for, i hvilket omfang statslig kapitaltilførsel kan anvendes som løsningsmodel ved håndtering af bankkriser.⁵⁰

8.5.5. Anvendelse af afviklingsselskaber

I de tilfælde, hvor der sker en videreførelse af den finansielle virksomhed enten i form af en rekonstruktion eller i form af offentlig kapitaltilførsel, er der mulighed for at henlægge dårlige lån samt overtage panter i en særlig organisation, der eventuelt kan være organiseret som et særligt selskab. Muligheden bliver anvendt første gang i oktober 1988, da den amerikanske bank Mellon Bank etablerer en særlig bank, Grant Street National Bank, der skal sørge for at afvikle og foretage opkrævninger i forbindelse med dårlige kreditter.⁵¹

Som omtalt i kapitel 4 har muligheden været anvendt bl.a. i Sverige, hvor selskaberne Securum og Retriva blev etableret til administration af dårlige lån. Tilsvarende blev dårlige banklån overført til Resolution Trust Corporation (RTC) i USA og til selskabet Arsenal i Finland. I Danmark kendes modellen med et afviklingsselskab fra krisehåndteringen efter Varde Bank samt Baltica (Gefion). Modellen har også været anvendt i en række udviklingsøkonomier.⁵² Etablering af et afviklingsselskab kan enten ske på den nødlidende banks eget initiativ eller som følge af krav fra myndighederne, der også bestemmer, hvilke aktiver der skal overføres til afviklingsselskabet. Til fordel for den sidste løsning taler, at der herved kan opnås større sikkerhed for, at alle problemfyldte kreditter rent faktisk bliver overført til afviklingsselskabet.

50 I en analyse af den svenske håndtering af krisen i Nordbanken når Karlsson (2002) frem til, at støtten ville stride mod EU's konkurrenceregler.

51 Artikel i *Finanstidningen* den 14. maj 1992.

52 En beskrivelse findes i Klingebiel (2000).

Der kan anføres flere argumenter for at henlægge dårlige lån til et særligt afviklingsselskab svarende til løsningsmodellen anvendt bl.a. i Sverige og USA.⁵³

For det første bliver det muligt i afviklingsselskabet at samle personer, der har en særlig ekspertise med hensyn til håndteringen af de specielle problemer, der rejser sig i forbindelse med nødlidende lån. Der kan f.eks. være tale om en særlig juridisk ekspertise i forbindelse med konkurser, ligesom det også kan være nødvendigt med ekspertise i forbindelse med vedligeholdelse af overtagne panter, særlig fast ejendom. I forbindelse med overtagelse af fast ejendom kan det f.eks. være nødvendigt med en særlig ekspertise omkring ejendomsadministration. I mange tilfælde er panterne i et nødlidende selskab blevet misligholdt, f.eks. kan der have været tale om manglende vedligeholdelse af fast ejendom, og det vil her være nødvendigt at foretage et arbejde for at forbedre værdien af de overtagne panter. Der kan også blive tale om særlig ekspertise omkring virksomhedsledelse, idet afviklingsselskaber kan komme til at stå med ejerskabet til nødlidende erhvervsvirksomheder, der ikke har været i stand til at overholde betalingsforpligtelser.

For det andet kan banken ved at udskille dårlige lån fra de egentlige bankaktiviteter koncentrere sig om den fremadrettede bankdrift. Ellers ville ledelse og medarbejdere gennem en lang periode blive tvunget til at beskæftige sig med oprydningen efter en krise. Det bliver også muligt at tage større risici i den "sunde" del af banken. Herved undgås en periode med langvarig udlånstilbageholdenhed, der kan skade investeringer og økonomisk vækst.

For det tredje medfører samlingen af dårlige lån i et særligt afviklingsselskab, at der bliver bedre muligheder for at udstede værdipapirer med sikkerhed i de dårlige lån, hvorved bankkrisen kan løses på denne måde.

For det fjerde er det en fordel, at et afviklingsselskab ikke er organiseret som en bank. Det er herved muligt at undgå kapitalkrav i forbindelse med udlån. Det bliver herved også muligt at organisere en simplere administration, idet det ikke længere er nødvendigt at opfylde en række af de krav, der stilles til banker i form af indberetninger m.v. Det er også en fordel, at virksomheden i afviklingsselskabet ikke er omfattet af forbuddet i finansiel lovgivning mod anden virksomhed. Dette er vigtigt, fordi det eventuelt kan være ønskeligt i afviklings-

53 Spørgsmålet diskuteres i Klingebiel (2000) samt i Bergström, Englund og Thorell (2002).

selskabet at udøve ikke-finansiell virksomhed for at øge værdien af de overtagne panter. F.eks. kan det være hensigtsmæssigt i en periode at føre overtagne erhvervsvirksomheder videre og eventuelt foretage tilkøb af andre virksomheder for at skabe synergieffekter og/eller stordriftsfordele. Der kan også tænkes tilkøb af fast ejendom, der kompletterer en portefølje af overtagne ejendomme.

For det femte kan det være en fordel at overlade administrationen af problemkreditter til andre personer end de personer, der oprindeligt bevilgede lånene. Det er sandsynligt, at de personer, som oprindeligt har bevilget et lån, vil søge at dække over problemer i forbindelse med lånenes tilbagebetaling. Det vil herved blive vanskeligt at få et overblik over omfanget af dårlige lån. Eventuelt kan personer, der oprindeligt har bevilget lånene, være indstillet på at give yderligere lån for at øge sandsynligheden for tilbagebetaling.

For det sjette reduceres konkursrisikoen i den del af den finansielle virksomhed, der videreføres uden de "dårlige" lån. Gennem etablering af et afviklingsselskab opdeles den nødlidende finansielle virksomhed i en "sikker" og en "usikker" del. Dette kan øge værdien af de samlede aktiviteter i den finansielle virksomhed, idet investorer herved får en større sikkerhed. Der bliver større gennemskuelighed omkring den finansielle virksomheds aktiviteter.

Endelig for det syvende giver et afviklingsselskab bedre mulighed for at udstrække salget af aktiver over en årrække, således at der undgås et "brandudsalg". Hvis f.eks. finansielle virksomheder har overtaget et stort antal erhvervsjendomme i forbindelse med debtors konkurs, kan det være en fordel at gennemføre et ordnet salg af disse erhvervsjendomme for at undgå en nedpresning af prisen. Dette kan ske gennem anvendelsen af et selskab, der kan gennemføre afviklingen over en årrække. Ved at udstrække salget af aktiver er det ikke alene sandsynligt, at der opnås en højere pris for aktiverne. Det bliver herved også muligt at undgå de vanskeligheder, som ville opstå for andre finansielle virksomheder, hvis der pludselig sker et stort fald i prisen på bestemte aktiver. Det undgås herved, at der sker en forværring af den finansielle krise.

Der optræder også en række problemer i forbindelse med anvendelsen af afviklingsselskaber som instrument til krisehåndtering.

For det første mindsker det disciplinen i forbindelse med udlån, at det er muligt i en organisation at overføre problemfyldte engagementer til en anden organisation. Det kan siges at være en form for "straf", at den eksisterende organisation i en årrække belastes med de dårlige

kreditter. Herved opmuntrer løsningen med afviklingsselskaber til en fremtidig risikobetonet adfærd.

For det andet vil der være et pres mod afviklingsselskaber for hurtigt at realisere de overtagne kreditter og panter. Dette kan medføre et "brandudsalg" af aktiver. I Sverige blev afviklingsselskabet Securum således kritiseret for at gå for hårdt frem mod debitorer og derved unødigt tvinge dem ud i konkurs. Det blev kritiseret, at Securums personale og agenter fik præmier for at afvikle kreditter hurtigt, hvilket kunne tilskynde til for hård fremfærd. I Securum blev der iværksat et særligt incitamentsprogram for de ansatte, hvor de ansatte fik en særlig bonus, hvis det lykkedes at afvikle engagementer inden for en bestemt tidsperiode. En undersøgelse gennemført af Bergström, Englund og Thorell (2002) viser, at virksomheder administreret af Securum havde en større sandsynlighed for at gå konkurs end andre virksomheder, men at der kun er tale om en lille forøgelse i konkurssandsynligheden.

For det tredje kan det være svært for et afviklingsselskab at motivere de ansatte. Da afviklingsselskabet kun eksisterer i en begrænset periode, vil det f.eks. være svært at belønne ansatte gennem et avance-ment. Det kan også være svært at holde på kvalificeret personale, når der er en viden om, at afviklingsselskabet skal lukkes på et bestemt tidspunkt. For at holde på de ansatte i Securum blev der gennemført ordninger med præmier etc. Disse ordninger blev kritiseret, fordi de i flere tilfælde førte til en meget høj aflønning.

Endelig for det fjerde kan der være en risiko for, at afviklingsselskabet fortsætter sin virksomhed også udover det begrænsede tidsrum, der oprindeligt opstilles som tidshorisonten for afviklingen af de dårlige engagementer. Ledelsen i afviklingsselskabet kan f.eks. have en interesse i, at virksomheden fortsættes og kan søge at overtale de politiske beslutningstagere til en sådan fortsat virksomhed.

Det er et problem ved etableringen af et afviklingsselskab, i hvilket omfang der skal lægges vægt på en hurtig afvikling af problemkreditter og overtagne panter, og i hvilket omfang der skal lægges vægt på at opnå en høj pris. Det er sandsynligt, at det vil være muligt at nå en højere pris ved realisation af problemkreditter og overtagne panter, hvis afviklingsperioden udstrækkes over en længere tidsperiode. En for lang afviklingsperiode kan imidlertid også volde problemer, idet det herved bliver mere sandsynligt, at afviklingsselskabet udvikler sig til et permanent industri- og ejendomskompleks, samtidig med at en for lang afviklingsperiode formentlig også vil gøre indsatsen mindre fokuseret. Det gælder altså om at vælge en afviklingsperiode, der er så tilpas lang,

at det er muligt at realisere aktiver til gode priser, men som også giver ledelsen en tilskyndelse til at yde en koncentreret indsats.

I Sverige blev Securum dannet i august 1993 og ophørte med virksomheden ved udgangen af juni 1997. Securum startede med at overtage nødlidende kreditter til en bogført værdi af 50 mia. kr. Der var overvejende tale om insolvente virksomheder, og i første omgang var det udfordringen at udskille virksomheder, som kunne overleve på langt sigt. Det gjaldt også om at handle hurtigt med at overtage ejendomme, da man ikke kunne forvente, at konkurstruede firmaer ville gøre noget for at holde dem ved lige. Securum nåede at udvikle sig til en omfattende industri- og ejendomsconcern, der omfattede flere datterselskaber. Der blev bl.a. etableret et særligt selskab til drift af industrivirksomheder, nemlig Securum Industri Holding AB, og der blev gennemført en række omstruktureringer gennem fusioner samt gennem køb og salg af aktiver. Mange af de overtagne ejendomme var præget af manglende vedligeholdelse, og der blev gjort en stor indsats for at gennemføre en sanering af disse ejendomme. Allerede ved midten af 1994 var det i hovedsagen afgjort, hvilke virksomheder der skulle gå konkurs. 70 pct. af de overtagne svenske aktieselskaber gik konkurs eller likvideredes. Der var gennemgående tale om virksomheder med lav rentabilitet. For de virksomheder, der skønnedes at kunne overleve, søgte man at forbedre driften, idet det var et problem for mange af selskaberne, at de tidligere ejere savnede kapital til en videreudvikling. Det lykkedes Securum at gennemføre markante forbedringer i virksomhedernes drift, bl.a. ved at udskifte ledelsen. Hovedparten af salgene af fast ejendom skete på et forholdsvist sent tidspunkt. Ca. 25 pct. af ejendomsporteføljen blev således solgt i 1996 og yderligere 60 pct. af salget lå i 1997. Det er spørgsmålet, om man burde have trukket salget endnu længere ud, da priserne på fast ejendom i de næste år steg yderligere. Man kan anvende tre metoder for salg af fast ejendom: (i) salg enkeltvis, (ii) salg i pakker, samt (iii) salg af ejendomsselskaber. Securum valgte alle tre metoder. I modsætning til RTC i USA anvendte Securum kun i ringe omfang auktioner. Securum gennemførte fem børsintroduktioner, heraf fire på Stockholms Børs og en i London. Tre af disse børsintroduktioner vedrørte ejendomsselskaber. Det er generelt vurderingen fra den svenske krise, at der er gode erfaringer med afviklingsselskabet Securum.⁵⁴

54 Dette er vurderingen bl.a. i Bergström, Englund og Thorell (2002), hvor det konkluderes, at det kan betale sig at etablere et afviklingsselskab, hvis det drejer sig om

Undersøgelser vedrørende erfaringerne med afviklingsselskaber fra andre lande viser blandede resultater. Det er konklusionen i undersøgelser af Klingebiel (2000) og Woo (2002), at afviklingsselskaber virker mest effektivt, når de har snævre mandater, dvs. hvis deres opgave er begrænset til afvikling af en bestemt mængde aktiver, der overtages fra en eller flere kriseramte finansielle virksomheder. Derimod er der dårligere erfaringer med afviklingsselskaber, der har bredere mandater, f.eks. hvis afviklingsselskaberne har mulighed for løbende at købe aktiver fra virksomheder, der fortsat er i drift.

8.5.6. Lempelse af tilbagebetalingsvilkår for låntagere

I de foregående afsnit har været beskrevet forskellige former for intervention, der er rettet mod finansielle virksomheder. Det er imidlertid også muligt at håndtere en krise ved at lempe tilbagebetalingsvilkårene for låntagere under en finansiell krise. Der kan tænkes flere muligheder.

En mulighed er at lempe tilbagebetalingsbetingelserne ved f.eks. at give henstand med lån eller ved lov at gennemføre en gældsreduktion. Som et eksempel kan nævnes den danske finansielle krise i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne, hvor låntagere i flere omgange i perioden 1989-93 får lempet vilkårene for tilbagebetaling af realkreditlån. Som en løsningsmulighed for sub-prime krisen diskuteres også for øjeblikket i USA en lempelse af vilkårene for låntagerne.

En anden mulighed er at lempe pengepolitikken ved at sætte renten ned, hvilket bl.a. skete efter aktieaktiekursfaldet i 2000. Hvis et land fører en fastkurspolitik, kan der eventuelt tænkes politisk pres for at opgive den faste valutakurs og i stedet nedsætte renten. Som et eksempel kan nævnes Sverige, hvor det efter overgangen til en flydende valutakurs i november 1992 er muligt at gennemføre en rentesænkning, der forbedrer situationen for de finansielle virksomheder.

Endelig kan der som en tredje mulighed tænkes offentlige subsidier til låntagere, der tilbagebetaler deres gæld. Denne sidste løsning blev praktiseret i Mexico efter krisen i 1995, idet erhvervsvirksomheder fik støtte fra regeringen til at tilbagebetale deres lån.⁵⁵

Der vil ofte være en politisk fristelse til at lempe tilbagebetalingsvil-

realisation af store aktiver, og hvis det er hensigten at udstrække afviklingen over en længere tidsperiode.

55 En beskrivelse findes i Calomiris, Klingebiel og Laeven (2005).

kårene. Det kan muligvis ses som "retfærdigt", at der sker en lempelse af tilbagebetalingsvilkårene for låntagere, idet lånoptagelsen kan ses som resultatet af en aggressiv udlånspolitik gennemført af de finansielle virksomheder. Omvendt kan det siges at være "uretfærdigt", hvis omkostningerne ved en løsning af en finansiell krise i stedet bæres af f.eks. andre kunder hos finansielle virksomheder. De langsigtede omkostninger kan vise sig i form af problemer omkring moral hazard, idet låntagere fremover vil være mindre forsigtige ved lånoptagelse. Det er også muligt, at en udskydelse af gældsbetalinger til fremtiden vil uddybe problemerne, idet der i fremtiden vil blive en større byrde ved at tilbagebetale gæld.

8.5.7. Hvornår bør der interveneres over for kriseramte banker?

Det er spørgsmålet, på hvilket tidspunkt det er hensigtsmæssigt at gribe ind over for banker, som er ved at opbygge betydelige tab. Det fremføres ofte, at det for at forebygge store tab kan være hensigtsmæssigt med en procedure, hvor banker lukkes på et forholdsvist tidligt tidspunkt.⁵⁶

En mulighed er at anvende proceduren fra amerikansk lovgivning med "prompt corrective action" (PCA), hvor bankerne opdeles i kategorier afhængig af bankens kapitaldækning, og hvor der er pligt for myndighederne til at gribe ind med en bestemt intervention, når kapitaldækningen falder til et bestemt niveau.⁵⁷ I Canada findes en "Guide to Intervention for Federal Financial Institutions", der specificerer, hvilken intervention en bank kan forvente, hvis soliditeten forringes. Der opereres her med fire trin: (i) early warning, (ii) risk to financial viability, (iii) future financial viability in serious doubt, samt (iv) insolvency is imminent.⁵⁸ Det er generelt synspunktet i litteraturen, at det er ønskeligt at gribe ind over for kriseramte finansielle virksomheder på et tidligt tidspunkt for at hindre yderligere tab.⁵⁹

Der er flere vanskeligheder ved at bestemme et korrekt tidspunkt

56 Dette er synspunktet bl.a. i Calomiris, Klingebiel og Laeven (2005), Honohan og Klingebiel (2003), Lindgren (2005) samt i Rojas-Suarez (2005).

57 En række forfattere mener, at der bør gennemføres pligt for myndighederne til at intervenere svarende til det amerikanske system. Se f.eks. Goodhart og Schoenmaker (2006), Lastra og Wihlborg (2007) samt Lindgren (2005).

58 En beskrivelse findes i Sabourin (2005).

59 Dette er vurderingen bl.a. i Ingves og Hoelscher (2005a, 2005b) samt i Kane (2005).

for intervention.⁶⁰ For det første er der ofte stor usikkerhed omkring opgørelsen af en finansiell virksomheds aktiver, og det er derfor usikkert, hvor stor den reelle kapitaldækning i virksomheden er. Der er ofte stor usikkerhed omkring debitorers tilbagebetalingsmuligheder, og der kan også være stor tvivl om værdien af overtagne panter, f.eks. bygninger. Er det f.eks. muligt at sælge en bygning til en gunstig pris? For det andet vil det ved beslutning om intervention være nødvendigt at danne sig et overblik over vanskelighederne i andre dele af den finansielle sektor. Som omtalt ovenfor kan proceduren for håndtering af krisen afhænge af, om en krise kun vedrører en enkelt virksomhed, eller om der er tale om vanskeligheder, som rammer den samlede sektor. En afvikling er f.eks. mere nærliggende, hvis der er tale om problemer i en enkeltstående virksomhed.

8.6. Modeller for løsning af likviditetskriser i pengeinstitutter

Kriser, der viser sig ved udtræk af indskud i banker, kan løses gennem tilførsel af likviditet fra centralbanken, der fungerer som lender of last resort. Dette rejser imidlertid en række problemer, der vil blive diskuteret nedenfor.⁶¹ For det første er det spørgsmålet, om centralbanken gennem sin likviditetstilførsel tilskynder bankerne til en mere risikobetonet adfærd. For det andet er det spørgsmålet, om det under en likviditetskrise er muligt at skelne mellem solvente og ikke-solvente banker. Endelig for det tredje er det spørgsmålet, om centralbankers likviditetstilførsel kan være i modstrid med andre samfundsøkonomiske målsætninger, f.eks. målet om lav inflation.

8.6.1. Anvendelsen af likviditetstilførsel

Det blev diskuteret i afsnit 2.2.4, at det er et udbredt synspunkt fremført bl.a. af Walter Bagehot og Allan Greenspan, at likviditetsudtræk skyldes psykologisk begrundede stemningsskift. Bankerne kan bringes til sammenbrud, fordi aktivsiden i form af særlig udlån har en længere løbetid af passivsiden, der for en stor del består af indskud med kort eller intet opsigelsesvarsel. Eventuelt kan der i forbindelse med likvi-

60 Se Lindgren (2005) for en diskussion.

61 En diskussion af likviditetstilførsel findes bl.a. i Ingves og Hoelscher (2005a).

ditetskriser tænkes en smittevirkning, hvor indskydere på grundlag af vanskelighederne i én bank regner med, at der også er vanskeligheder i andre banker og påbegynder udtræk fra disse andre banker. Man kan også regne med en kædereaktion, hvor sammenbrud i én bank på grund af bankernes tætte forbindelser fører til sammenbrud også i andre banker.

En mulighed for at imødegå virkningerne af likviditetsudtrækkene vil være en likviditetstilførsel fra centralbanken. Det blev diskuteret i afsnit 2.2.4, at det siden det 19. århundrede har været et udbredt synspunkt, at centralbanker i tilfælde af likviditetsudtræk bør låne ubegrænset til banker, der er solvente. Det blev beskrevet i afsnit 4.3, at centralbankerne i nyere tid i en række situationer rent faktisk har grebet ind gennem likviditetstilførsel for at imødegå situationer med likviditetsudtræk. Eventuelt kan centralbanken dæmme op for likviditetsudtrækkene ved at udstede en generel garanti til alle kreditorer om, at de får deres tilgodehavender dækket. Ofte vil garantien fra centralbanken i sig selv medføre, at der breder sig ro på de finansielle markeder, og likviditetsudtrækkene fra bankerne vil herved blive standset.

Det kan konstateres, at der har været vellykkede erfaringer med en række eksempler på likviditetstilførsel.⁶² Nationalbankens garanti for Unibank i juni 1992 bidrog således, at udtrækkene hurtigt ophørte. En generel garanti for de tyrkiske bankers indeståender bidrog også til at standse udtræk fra de tyrkiske banker under krisen i 2001.

Likviditetstilførslen fra centralbanken kan udnyttes til i første omgang at skabe ro, hvorved der bliver mulighed for at finde frem til mere varige løsninger på en finansiell krise. Dette kan dog også skabes gennem andre muligheder, f.eks. ved at lukke banker i en eller flere dage.⁶³

Likviditetstilførsel fra centralbanker kan ses som en politisk "let" løsning, idet det i første omgang er usikkert, om der bliver et tab ved aktionen. Hertil kommer, at tab for centralbanken er mindre gennemskuelige, end hvis var tale om offentlige udgifter, som afholdes over statsbudgettet. Det er derfor sandsynligt, at der fra politisk side kan blive et pres mod centralbanken for at bidrage med likviditetstilførsel. Der kan gøres forsøg på at reducere omfanget af likviditetstilførslen ved

62 Denne vurdering findes også i Ingves og Hoelscher (2005b), der bemærker, at der overvejende har været gode erfaringer, når myndighederne udsteder en generel garanti til kreditorerne i en finansiell virksomhed.

63 Kane (2005).

på forhånd at opstille retningslinier, der begrænser anvendelsen. Ofte vil sådanne kriterier imidlertid kunne omgås, f.eks. vil en regel om likviditetstilførsel kun i tilfælde af systemiske kriser være svær at opretholde, da det altid vil være tvivlsomt, hvad der udgør en systemisk krise.

8.6.2. Tilskyndelse til risikobetonet adfærd?

Det blev beskrevet i afsnit 2.2.4, at det er et udbredt synspunkt i den økonomiske litteratur, at likviditetskriser kan opstå på grund af helt tilfældige begivenheder eller være betinget af psykologiske faktorer. Hvis likviditetskriser rammer banker af psykologiske eller af helt tilfældige årsager, vil bankerne ikke selv være i stand til at hindre likviditetsudtræk. Bankerne vil blive en slags "uskyldige ofre" for stemningsskift i offentligheden. Der opstår herved heller ikke noget problem i forbindelse med moral hazard. Bankerne kan ikke gennem deres adfærd påvirke sandsynligheden for kriser.

Det er imidlertid spørgsmålet, om denne beskrivelse af likviditetskriser i litteraturen er korrekt. Var det f.eks. tilfældigt, at det netop af alle britiske banker var Northern Rock, som blev ramt af likviditetsudtræk, eller havde Northern Rock gennem en bestemt adfærd selv været medvirkende til krisen? Et tilsvarende spørgsmål rejser sig i forbindelse med udtrækkene fra Unibank i juni 1992. Var det tilfældigt, at netop Unibank blev ramt af likviditetsudtræk, eller havde Unibank selv gennem sin egen adfærd bidraget til likviditetsudtrækkene? Hvis banker gennem egen adfærd selv bidrager til at fremkalde likviditetskriser, opstår der et problem omkring moral hazard, idet centralbanken gennem sin likviditetstilførsel redder bankerne ud af en situation, hvor banken selv har et medansvar. Herved mister bankerne et incitament til selv at gøre noget for ikke at bringe sig i en situation, hvor banken med en større sandsynlighed udsættes for likviditetsudtræk. For at mindske risikoen for moral hazard anbefalede Walter Bagehot, at en likviditetstilførsel fra centralbanker kun bør ske til en meget høj rente, jf. afsnit 2.2.4.

Det vil mindske risikoen for likviditetskriser, hvis banker holder en større likviditetsreserve, idet det herved bliver mindre sandsynligt, at en bank i tilfælde af udtræk ikke kan opfylde sine forpligtelser over for indskyderne. En likviditetstilførsel fra centralbanken kan have negative effekter ved at tilskynde banker til at holde en mindre likviditetsreserve. Ved at basere sig på centralbankens tilførsel af likviditet i krisesituationer kan banker undlade selv at opretholde tilstrækkelige

likviditetsreserver. Bankerne kan reducere deres likviditetsreserver, fordi de regner med, at myndighederne stiller likviditet til rådighed i tilfælde af en krise.⁶⁴

8.6.3. Sammenhængen mellem likviditetskriser og solvenskriser

Likviditetstilførslen fra centralbanker kan ses som en midlertidig foranstaltning, der dæmmer op for psykologisk betingede udtræk. Ved at gå ind og tilføre likviditet til en kriseramte bank kan der imidlertid blive tale om en offentlig overtagelse ad bagvejen. Et eksempel er Nationalbankens intervention til støtte fra C&G Banken, hvor indskydere trækker sig ud samtidig med Nationalbankens likviditetstilførsel, således at Nationalbanken i løbet af nogle få måneder kommer til at stå som den eneste væsentlige kreditor i C&G Banken. Et tilsvarende eksempel blev set med Bank of Englands intervention i forbindelse med Northern Rock, hvor Bank of England ved udgangen af februar 2008 har indskudt ca. 25 mia. pund.

Det blev anbefalet af Bagehot, at likviditetstilførsel kun bør anvendes som et middel, der dæmmer op for likviditetsudtræk, og at man ikke bør intervenere for at hjælpe banker, der er insolvente. Det er imidlertid spørgsmålet, om det under en likviditetskrise er muligt at skelne mellem solvente og ikke-solvente banker. Diamond og Rajan (2005) diskuterer, at en krise skabt gennem likviditetsudtræk fra en bank ofte også vil give anledning til en situation, hvor bankens egenkapital falder, og hvor banken derfor kan blive insolvent. Banker vil nemlig i en situation med likviditetsudtræk søge at sælge aktiver (f.eks. obligationer) for at rejse likviditet. Dette medfører et fald i prisen på de pågældende aktiver, hvilket mindsker bankernes egenkapital. Salget af obligationer for at rejse likviditet giver anledning til en rentestigning, hvilket har den virkning, at nutidsværdien af bankens aktiver falder, idet aktiverne skal tilbagediskonteres med en højere rentesats.

Det er således sandsynligt, at centralbanken gennem likviditetstilførsel kan komme til at yde støtte til insolvente banker, og at man derved havner i en egentlig statsovertagelse. Der kan herved blive store offentlige udgifter i forbindelse med likviditetstilførslen. Det kan være u hensigtsmæssigt at gennemføre en statsovertagelse ad bagvejen gen-

64 Se diskussionen i Diamond og Rajan (2005).

nem likviditetstilførsel end ved et egentligt offentligt kapitalindskud i den nødstedte bank, idet ejerne i tilfældet med likviditetstilførsel fortsat beholder kontrollen med den nødlidende bank og derved kan stille krav til de offentlige myndigheder.

Et alternativ til offentlig likviditetsstøtte kan være administrative foranstaltninger, der begrænser muligheden for likviditetsudtræk i banker. Blandt muligheder kan nævnes restriktioner på størrelsen af udtræk samt en udvidelse af løbetiden for indskud. Disse løsningsmodeller blev anvendt under kriserne i bl.a. Argentina og Uruguay. Et alternativ kan også være en kraftig forøgelse af renten på bankindskud, hvorved det bliver mere omkostningsfyldt for indskydere at trække sig ud af banken, jf. afsnit 8.6.4 nedenfor.

8.6.4. Modstrid med andre økonomiske mål?

En likviditetstilførsel fra centralbanken til dækning af indskud, der trækkes ud fra banksystemet, medfører, at indskydere får mulighed for at overføre de ledige midler til udlandet. En bankkrise kendetegnet ved likviditetsudtræk kan herved også give anledning til en valutakrise. Det kan herved under et regime med en fast valutakurs være vanskeligt at opretholde den faste valutakurs. Under et regime med en flydende valutakurs kan der blive tale om en stor depreciering af valutaen.

Et valutasammenbrud under en fast valutakurs kan undgås gennem en forhøjelse af den indenlandske rente. Det er herved naturligt, at likviditetstilførsel til banker kun sker til en forhøjet rente. Der kan også tænkes en indskrænkning af likviditeten gennem udstedelse af obligationer. Det kan herved være hensigtsmæssigt, at der under en bankkrise i en økonomi med en fast valutakurs gennemføres et massivt salg af offentlige obligationer til den private ikke-finansielle sektor. Provenuet fra salget af de offentlige obligationer kan kanaliseres tilbage til banksystemet gennem likviditetsstøtte.

Et problem omkring likviditetstilførsel er indskud i fremmed valuta. Det er spørgsmålet, om centralbanken også skal dække udtræk af indskud i fremmed valuta. Resultatet vil være en reduktion i valutareserven. En valutakrise kan således blive fremskyndet, hvis centralbanken skal dækkes indskud i fremmed valuta.

8.6.5. Likviditetskriser i den europæiske monetære union

Det blev omtalt i afsnit 7.6, at imødegåelse af likviditetskriser i Den Europæiske Monetære Union fortsat er medlemsstaternes ansvar. Det er imidlertid samtidig klart, at medlemsstaternes mulighed for at imødegå likviditetskriser vil være begrænset, når regeringer og centralbanker i medlemsstaterne ikke har adgang til ubegrænset likviditet.⁶⁵ Hvis et land har sin egen valuta, har en centralbank mulighed for ubegrænset at imødegå likviditetsudtræk ved at udvide pengemængden. Det var netop ønsket om at imødegå likviditetskriser, som efter 1908-krisen i USA førte til oprettelsen af Federal Reserve System, jf. afsnit 4.2.

Brouwer-rapporten peger på etableringen af banker svarende til Liko Bank i Tyskland som en mulighed for at håndtere likviditetskriser i en europæisk monetær union. Det er imidlertid klart, at selv banker, hvor centralbanken indgår med halvdelen af kapitalen svarende til Liko Bank, ikke er i stand til at give en absolut garanti mod likviditetskriser, når der ikke er mulighed for en selvstændig udvidelse af pengemængden.

8.7. Håndtering af kriser i pensionsinstitutter og skadesforsikringsselskaber

Diskussionen i det foregående har særlig haft relevans ved kriser i pengeinstitutter. Ved kriser i pensionsinstitutter/livsforsikringsselskaber og i skadesforsikringsselskaber er der en række særlige forhold, som påvirker krisehåndteringen.

(i) Mulighederne for afvikling

En krise i et skadesforsikringsselskab indebærer ikke de samme problemer som ved sammenbrud i pengeinstitutter. Forsikringstagerne mister forsikringsdækningen samt eventuelt tilgodehavender for allerede indtrufne skader, men det vil være muligt at tegne forsikring i et andet selskab. Der vil herved ikke være de samme problemer ved at afvikle et skadesforsikringsselskab, og der vil heller ikke være

65 Den manglende mulighed for at imødegå likviditetskriser i en europæisk monetær union påpeges i flere bidrag. Der kan f.eks. henvises til diskussionen i Gulde og Wolf (2005), hvor det fremhæves: " ... For the EMU members, the capacity for monetary LOLR [lender of last resort] actions is however limited ..." (s. 63).

det samme behov for offentlig intervention, som der er ved kriser i andre finansielle virksomheder. En negativ konsekvens er dog, at der går information tabt om kunders adfærd ved sammenbrud i et skadesforsikringsselskab. Som omtalt tidligere kan centrale registre over skadesanmeldelser afhjælpe dette problem og herved gøre det lettere for forsikringstagere at blive taget ind som kunder i andre selskaber på gunstige vilkår.

Omkostningerne ved at afvikle et pensionsinstitut er større end ved at afvikle et skadesforsikringsselskab, idet det kan være sværere for forsikringstagerne at få dækning i et andet selskab på samme vilkår, f.eks. fordi de skal undergå ny helbredsundersøgelse. Personer, der har tegnet livsforsikring i et bestemt selskab, kan have regnet med en langvarig kunderelation til selskabet.

Det kan konstateres, at der ikke har været det samme politiske pres for offentlig intervention ved sammenbrud i pensionsinstitutter som ved sammenbrud i pengeinstitutter. I Storbritannien har der f.eks. været en omfattende diskussion omkring sammenbruddet i Northern Rock, og det fremgår af beskrivelsen i det foregående, at regeringen har været under stærkt pres for at gribe ind. Derimod har sammenbruddet i livsforsikringsselskabet Equitable Life påkaldt sig langt mindre omtale. Misforholdet mellem omtalen af kriser i pengeinstitutter og omtalen af kriser i pensionsinstitutter kan synes overraskende, da privatpersoner kan risikere langt større ændringer i deres livstidsindkomst ved sammenbrud i pensionsinstitutter end ved sammenbrud i pengeinstitutter, hvor det normalt kun er mindre beløb, som er indsat på indskudskonti.

(ii) Muligheden for regulatorisk overbærenhed

Det kan argumenteres, at der ved kriser i pensionsinstitutter ikke er det samme pres for hurtig offentlig intervention, idet forsikringstagerne ikke umiddelbart har mulighed for at trække sig ud af instituttet. Det kan videre argumenteres, at der ikke er meget at stille op ved en krise i et pensionsinstitut (pensionskasse eller livsforsikringsselskab), hvor det ikke er muligt at opfylde pensionsforpligtelser. Krisen skyldes normalt tab ved kursfald på reale eller finansielle aktiver, f.eks. et aktiekursfald. Efter at egenkapitalen er gået tabt for pensionsinstituttet, må tabet under alle omstændigheder på en eller anden måde bæres af forsikringsstagerne, medmindre det offentlige griber ind.

Det kan argumenteres, at der ofte vil være store kurs- eller prisudsving på reale og finansielle aktiver, f.eks. på grund af spekulation.

Efter et stykke tid vil kurser eller priser derfor vende tilbage til et langsigtet ligevægtsniveau, og et selskab vil igen kunne blive i stand til at opfylde sine forpligtelser. Det kan på denne baggrund argumenteres, at det vil være uheldigt at intervenere over for et kriseramt pensionsinstitut, da man herved griber ind over for eksisterende – muligvis velfungerende – strukturer.

I modsat retning kan det argumenteres, at der i tilfælde af ikke-intervention vil blive givet en tilskyndelse til, at ledelserne i pensionsinstitutter fremover opfører sig mere risikobetonet. Hvis der f.eks. ikke gribes ind ved manglende dækning af forpligtelser i forbindelse med f.eks. store kursfald på aktier, er det muligt, at selskabet vil reagere ved at øge placeringen i aktier, og der kan i denne forbindelse særlig være en tilskyndelse til at anbringe i aktier med større risiko for kursudsving.

Det kan videre argumenteres, at der for ledelserne i pensionsinstitutter kan være en særlig tilskyndelse til at placere i aktier (og herved tage risici), da aktieplaceringer giver ledelsen en mulighed for at spille en rolle i erhvervslivet. Det bliver muligt for ledelserne at opnå medieomtale og opnå indflydelse. Som et muligt eksempel kan nævnes de danske pensionsinstitutters redningsaktion til fordel for forsikringsselskabet Hafnia i 1992, der i løbet af kort tid førte til store tab. Redningsaktionen medførte en betydelig medieomtale for de involverede personer.

(iii) Dækningen af tab i pensionsinstitutter

Ved tab i pensionsinstitutter vil det – i mangel af offentlig intervention og efter at egenkapitalen er gået tabt – være forsikringstagerne, der på en eller anden måde kommer til at dække tabene. Dette rejser spørgsmålet, om tab bedst kan dækkes gennem en fremtidig forøgelse af pensionsindbetalingerne eller gennem en reduktion i de fremtidige ydelser, dvs. en nedskæring af de fremtidige pensionstilsagn. Dette rejser også spørgsmålet, om der bør etableres forsikringsordninger mellem institutter, således at forsikringstagere i andre institutter bidrager til de tab, der er i et nødlidende institut.

Der vil være en tilskyndelse til at dække tab gennem en nedskæring i de fremtidige ydelser, mens indbetalingerne fastholdes uændret. En nedskæring af fremtidige ydelser påkalder sig således mindre opmærksomhed, idet ydelserne for de fleste forsikringstagere ligger langt ude i fremtiden. Modsat kan det af samme grund argumenteres, at det vil være bedre at dække tabene gennem en

forhøjelse af indbetalingerne. Herved skabes der opmærksomhed blandt forsikringstagerne omkring tabene, hvorved der også i højere grad kan tænkes gjort et ansvar gældende over for ledelsen i pensionsinstituttet. En mulighed er f.eks. at kræve et ekstra bidrag fra medlemmerne, hvis kapitaldækningen i instituttet er nået under en vis grænse. Der kan også tænkes en undergrænse for den fremtidige pensionsdækning, således at tab dækkes gennem en reduktion af de fremtidige pensionsydelse, indtil der nås en vis nedre grænse for den fremtidige pensionsdækning, mens tab derudover dækkes gennem ekstra indbetalinger i en periode.

Det er spørgsmålet, om der bør etableres en forsikringsordning mellem pensionsinstitutter, således at større tab i et institut dækkes gennem overførsler fra andre institutter. Et sådant system kendes fra Tyskland, jf. afsnit 4.8.1. En forudsætning for ordningen er, at de enkelte institutter begrænses i deres risikotagning, idet det ellers vil være muligt for et institut gennem risikobetonede placeringer at spille på muligheden for overførsler fra andre institutter. Det kan eventuelt argumenteres, at det på denne måde er godt, at pensionsinstitutter underkastes en strammere disciplin gennem andre institutters pres for at begrænse instituttets risikotagning. Det kan også argumenteres, at formålet med pensionsordninger er at skabe basis for en sikker fremtidig grundindkomst, mens det må være op til den enkelte gennem placeringer af de frie midler eventuelt at løbe en større risiko, hvorved vedkommende får en højere fremtidig pensionsindkomst. Målet for et pensionsinstituts placeringspolitik bør herved i første række være at sikre et sikkert afkast, der kan danne grundlag for en mindsteindtægt i pensionsalderen.

8.8. Internationale komplikationer

8.8.1. Mulighed for konflikter mellem nationale tilsynsmyndigheder

De fleste grænseoverskridende aktiviteter i andre lande udføres i dataterselskabsform. Der kan i denne forbindelse opstå en række konflikter mellem på den ene side myndighederne i den finansielle koncerns hjemland og på den anden side myndighederne i den stat, hvor den

finansielle virksomhed udføres, og hvor datterselskabet er indregistreret (værtslandet).⁶⁶

For det første kan der være forskelle i de nationale myndigheders vurdering af den virksomhed, som udføres gennem aktiviteterne i værtslandet. Det er muligt, at værtslandets myndigheder anser den pågældende finansielle virksomhed for at være systemisk vigtig i værtslandet, mens tilsynsmyndighederne i den finansielle koncerns hjemland ikke tillægger den pågældende finansielle virksomhed den samme betydning. Herved kan der opstå en situation, hvor værtslandets myndigheder kan have en interesse i at videreføre den pågældende finansielle virksomhed, mens denne opfattelse ikke deles af myndighederne i den finansielle koncerns hjemland. Der kan således blive konflikt mellem myndighederne i henholdsvis hjemland og værtsland omkring krisehåndteringen i en finansiell koncern. Myndighederne i værtslandet vil være interesseret i en fortsættelse af aktiviteterne i værtslandet, mens hjemlandets myndigheder er indstillet på en afvikling.

For det andet kan der opstå konflikt i forbindelse med fordelingen af omkostninger mellem lande ved kriser i finansielle virksomheder. Det er spørgsmålet, om myndighederne i hjemlandet vil være indstillet på at foretage betalinger for at garantere kreditorer, der findes i andre lande. Det er herunder spørgsmålet, om hjemlandet er indstillet på at foretage betalinger til dækning af indskud, der findes i andre lande. Dette vil særlig gælde, hvis der er tale om meget store udbetalinger i tilfælde af betydelige grænseoverskridende aktiviteter.⁶⁷ Et yderligere problem opstår, fordi det kan være vanskeligt for små lande overhovedet at have råd til at støtte en stor finansiell virksomhed, som er i krise.⁶⁸ En række små lande har finansielle virksomheder, der er store i forhold til landets størrelse, således Belgien, Holland, Sverige og Schweiz.

For det tredje kan der ved optræk til en finansiell krise opstå konflikt mellem nationale myndigheder omkring overførslen af aktiver mellem koncernforbundne selskaber beliggende i forskellige lande. Forud for en krisesituation kan der tænkes en situation, hvor en finansiell virk-

66 Spørgsmålet diskuteres i en omfattende litteratur, se bl.a. Bliss (2005), Bollard (2005), Goodhart og Schoenmaker (2006), Hüpkens (2005), Lastra og Wihlborg (2007), Mayes (2004, 2005) samt Oosterloo og de Haan (2005).

67 Goodhart og Schoenmaker (2006) stiller sig skeptisk overfor, om myndighederne i et hjemland vil være indstillet på i større omfang at foretage grænseoverskridende udbetalinger.

68 Dette er vurderingen bl.a. i Mayes (2004, 2005).

somhed søger at trække aktiver bort fra datterselskaber, der er tæt på insolvens, idet man herved kan søge at redde andre selskaber i koncernen. Det er muligt, at hjemlandets myndigheder vil være velvilligt indstillet over for en sådan tilbagetrækning af aktiver fra udenlandske aktiviteter, mens derimod værtslandets myndigheder har en klar interesse i, at aktiverne fortsat ligger i værtslandet, hvor de kan tjene til dækning af forpligtelser i værtslandet, f.eks. indskud.

Eventuelt kan der udvikle sig et kapløb mellem nationale myndigheder om at sikre sig aktiverne i en finansiel koncern.⁶⁹ Hvert lands tilsynsmyndighed ønsker at sikre de nationale kreditorer en så stor dækning som muligt og søger derfor at få så mange aktiver over i selskaber lokaliseret i den pågældende stat. Herved vil tabene i forbindelse med konkurs i højere grad falde på andre staters borgere. For at hindre sådanne kapløb mellem nationale myndigheder kan der tænkes opbygget barrierer for de aktiver, der findes på det nationale område, såkaldte "ringfences". EU's regler om kapitalbevægelser giver også mulighed for indførelse af kapitalrestriktioner, jf. afsnit 7.2.2.

I det tilfælde, hvor myndighederne i et land fører tilsyn med aktiviteterne i et datterselskab i en finansiel koncern, kan der stilles spørgsmål ved, i hvilket omfang de pågældende myndigheder i realiteten er i stand til at føre tilsyn. De vil således have svært ved at indhente information om situationen i datterselskabet, idet oplysninger i en finansiel koncern ofte centraliseres i moderselskabet.

For at få fordele på bekostning af et andet land kan det tænkes, at tilsynsmyndighederne i et land holder information tilbage eller giver misvisende information for at påvirke krisehåndteringen i den retning, som den pågældende nationale myndighed ønsker.⁷⁰ Goodhart og Schoenmaker (2006) diskuterer, at lande under forhandlingerne om en fordeling af byrderne ved krisehåndtering kan have en interesse i at underdrive de omkostninger, som en finansiel krise vil have i det pågældende land, for herved at slippe for at bidrage til kriseløsningen.

Det er spørgsmålet, om myndighederne i værtslandet har andet valg end at afvikle virksomheden, hvis det kommer til en krise i datterselskabet af en udenlandsk finansiel koncern, og de andre selskaber i koncernen ikke vil yde støtte. Dette skyldes, at en række funktioner i finansielle koncerner normalt er centraliseret i hjemlandet, således at der mangler vigtige funktioner til at videreføre virksomheden i et

69 Se Baxter og Sommer (2005).

70 Problemet omtales i Hüpkes (2005).

datterselskab. Blandt funktioner, der ofte er centraliseret, kan nævnes risikostyring, finansfunktion samt intern revision. Bankerne styrer i stigende grad deres datterselskaber som en integreret del af en samlet finansiell gruppe. Det kan således i stigende grad være vanskeligt at holde et datterselskab i live som en selvstændig enhed.

Myndigheder, der ønsker at videreføre aktiviteterne i et datterselskab af en udenlandsk finansiell koncern, vil stå over for en række problemer ved opløsningen af forbindelsen til den tidligere ejer.⁷¹ Dette skyldes, at selskaberne i en finansiell koncern holdes sammen gennem en lang række relationer. Udover deling af funktioner kan der således være indbyrdes forbindelser i form af fælles beskatning af selskaberne i koncernen. Hertil kommer, at det i en finansiell koncern ofte forekommer, at det er et enkelt selskab, som står for kapitaltilførslen, hvorefter kapitalen kanaliseres videre til de andre selskaber i koncernen. F.eks. kan banken i en finansiell koncern fungere som kilde for finansieringen, der fra banken videreudlånes til de koncernforbundne selskaber. Endelig kan der være tale om fælles kunder og fælles personale. En bank, der f.eks. udsteder derivatkontrakter til kunder, vil muligvis sikre forretningen i andre dele i koncernen. Endelig kan der være et navnefællesskab mellem selskaberne i koncernen, som medfører, at negativt omdømme skabt i et selskab vil påvirke omdømmet for de øvrige selskaber i koncernen.

Det fremføres af Lastra og Wihlborg (2007), at vanskelighederne i forbindelse med grænseoverskridende aktiviteter taler for, at man ved krisehåndtering bør følge en forud specificeret procedure for krisehåndtering, idet håndteringen ellers vil ende i forvirring. Det nuværende system med samarbejdsaftaler (memoranda of understanding) mellem myndigheder i forskellige lande er utilstrækkeligt, idet aftalerne indebærer, at der først under håndteringen af krisen skal gennemføres forhandlinger mellem lande om en byrdefordeling. Som alternative løsningsmodeller kan der tænkes enten (i) henlæggelse af ansvaret for krisehåndtering til EU, eller (ii) en model, hvor de nationale myndigheder får ansvaret for samtlige aktiviteter i en finansiell koncern, herunder også for aktiviteter i datterselskaber. Problemerne omkring krisehåndtering vil yderligere blive forøget, hvis finansielle selskaber organiserer sig som europæiske selskaber, idet der herved ikke længere vil være noget hjemland for selskabet.⁷² I dette sidste

71 En diskussion findes i Baxter og Sommer (2005).

72 For en diskussion se Goldberg, Sweeney og Wihlborg (2005).

tilfælde kan en krisehåndtering på EU-niveau være den eneste realistiske mulighed. Eventuelt kan der tænkes et system, hvor ansvaret for krisehåndteringen af store finansielle virksomheder henlægges til EU-niveau, mens krisehåndteringen for mindre finansielle virksomheder fortsat ligger på det nationale niveau.

I New Zealand er hovedparten af banksektoren ejet af udenlandske firmaer.⁷³ For at sikre kontrollen med de udenlandske finansielle aktiviteter i New Zealand opstiller de new zealandske myndigheder to krav i forbindelse med de udenlandske selskabers virksomhed. For det første opstilles det som krav, at udenlandske selskaber udfører deres aktiviteter i New Zealand i form af datterselskaber. Herved bliver de new zealandske myndigheder bedre i stand til at kontrollere kapitaloverførsler til moderselskabet, og man kan herved hindre en situation, hvor moderselskabet i en finansiell koncern forud for en krise søger at koncentrere aktiverne i et bestemt land. Det ses videre som en fordel ved datterselskabsformen, at de new zealandske myndigheder herved står over for en direktion og bestyrelse, som de kan holde ansvarlige for aktiviteterne i selskabet. For det andet stilles det som krav, at aktiviteterne i de udenlandske finansielle virksomheder kan videreføres i tilfælde af en finansiell krise. For at sikre en sådan videreførelse af udenlandske finansielle virksomheder opstilles det som krav, at der i datterselskaberne findes alle de funktioner, der er nødvendige for en videreførelse af selskabet, bl.a. funktioner for risikostyring.

8.8.2. Forholdet mellem selskaber i en international finansiell koncern

Det blev omtalt i afsnit 8.8.1 ovenfor, at internationale finansielle koncerner kan være interesseret i at trække aktiver ud af et land ved optræk til krise og således forlade den synkende skude. Endvidere blev det omtalt, at der eventuelt ved optræk til krise kan tænkes et kapløb mellem nationale myndigheder om at sikre sig aktiver. Der vil imidlertid kun være et incitament til at trække aktiver ud af et datterselskab beliggende i et andet land, hvis moderselskabet i en finansiell koncern er villig til at lade et datterselskab gå konkurs.

Tidligere var det kun under ekstraordinære omstændigheder, at et finansielt moderselskab i en koncern ikke ville støtte et datterselskab.

73 En beskrivelse findes i Bollard (2005).

Spørgsmålet blev taget op i forbindelse med undersøgelsen af den færøske bankkrise, hvor det blev diskuteret, om Den Danske Bank kunne lade sin datterbank på Færøerne gå konkurs.⁷⁴ Der blev fra Den Danske Bank peget på fire eksempler, hvor et finansielt moderselskab ikke havde støttet et finansielt datterselskab: (i) under en krise i Philippinerne valgte Citibank ikke at støtte sit datterselskab på Philippinerne, (ii) Göta Banken blev forladt af Trygg Hansa-koncernen under den svenske finanskrisen i begyndelsen af 1990'erne for senere at blive fusioneret ind i den statsejede Nordbanken, (iii) i Italien gik et factoringsselskab, Agrifactoring SPA, i betalingsstandsning i 1991, selv om det var ejet af en række italienske banker, herunder Banca Nazionale del Lavoro, samt (iv) i 1992 gik garantiselskabet Svenska Kredit konkurs, selv om selskabet var ejet af forsikringsselskaberne Skandia, Trygg Hansa og Wasa med henholdsvis 32 pct., 31 pct. og 10 pct. Det blev dog fremhævet af Den Danske Bank, at et finansielt moderselskab kun kan tænkes at fragå sit ansvar for et datterselskab under særlige omstændigheder, hvor samfundsøkonomien er ved at bryde sammen. Undersøgelseskommissionen for den færøske banksag fremhæver imidlertid i sin rapport, at tilfældet (i), dvs. Citibanks tilbagetrækning fra Philippinerne, finder sted under særlige omstændigheder i 1983, efter at centralbanken havde indstillet betalingerne i fremmed valuta og påbudt andre banker at gøre det samme. Undersøgelseskommissionen fremhæver, at der i de øvrige eksempler ikke er tale om banker, som er datterselskaber af banker.

Sagen om Citibanks philippinske filial drejer sig om, at den philippinske regering i 1983 har beslaglagt al fremmed valuta, hvorved filialen ikke er i stand til at opfylde forpligtelserne, som den har over for Wells Fargo Asia Limited.⁷⁵ Wells Fargo anlægger efterfølgende sag ved de amerikanske domstole, idet Wells Fargo finder, at Citibank bør opfylde sine forpligtelser på grundlag af bankens verdensomspændende aktiver. Wells Fargo vinder sagen. Tilsvarende bliver Citibank i en anden sag dømt til at stå ved forpligtelser i Vietnam. Udfaldet af retssagerne fik den amerikanske kongres til at vedtage en ændring af Federal Reserve Act, hvorved amerikanske banker ikke bliver ansvarlige for forpligtelser i udenlandske filialer, som ikke kan opfyldes på grund af (i) krigsudbrud og civile uroligheder, samt (ii) intervention fra de lokale myndigheder, der gør det umuligt at opfylde forpligtel-

74 Undersøgelseskommissionen vedrørende den Færøske Banksag (1998).

75 Sagen er refereret i del Negro og Kay (2002).

serne, medmindre banken udtrykkeligt har accepteret at overholde forpligtelserne i sådanne tilfælde.⁷⁶

Spørgsmålet om bankers ansvar for forpligtelser indgået af udenlandske datterselskaber er gennem de seneste år blevet aktuelt i forbindelse med den argentinske krise. Under krisen nægtede den canadiske bank Bank of Nova Scotia at tilføre yderligere kapital til sit argentinske datterselskab, Scotiabank Quilmes, der var genstand for et bank run. Banken gik herefter konkurs.⁷⁷ Den franske bank Credit Agricole nægtede i maj 2002 at foretage yderligere kapitaltilskud i sine tre datterbanker i Argentina (Banco Bixel, Banco Suquia SA samt Banco de Entre Rios (BERSA)). De tre banker blev herefter overtaget af den statskontrollerede argentinske bank, Banco de la Nacion Argentina. The European Bank of Latin America (BEAL) trak sig ud af sine argentinske operationer efter at have opfyldt sine forpligtelser.

I sin årsberetning for 2006 fremhæver den spanske bank BBVA, at dens argentinske datterselskab BBVA Banco Frances SA er et argentinsk indregistreret datterselskab, og det fremgår indirekte af årsberetningen, at man ikke vil være solidarisk med datterbanken.⁷⁸ Der er rejst sag mod BBVA i USA for at få banken til på verdensbasis at opfylde sine forpligtelser over for den argentinske datterbank, men BBVA finder det tvivlsomt, om sagsøgerne kan få de amerikanske domstole til at behandle sagen.

På baggrund af sagerne gengivet ovenfor er det formentlig tvivlsomt, om en moderbank vil støtte en datterbank i vanskeligheder. Det bør dog fremhæves, at vanskelighederne for de udenlandske banker

76 Ved lovændringen i 1994 (Riegle-Neal Act) blev der indsat en ny Section 326 i Federal Reserve Act. Lovteksten lyder: "A member bank shall not be required to repay any deposit made at a foreign branch of the bank if the branch cannot repay the deposit due to (1) an act of war, insurrection, or civil strife; or (2) an action by a foreign government or instrument (whether de jure or de facto) in the country in which the branch is located; unless the member bank has expressly agreed in writing to repay the deposit under these circumstances".

77 Se Corcoran (2007).

78 Det fremhæves i årsberetningen for 2006: "Under Argentine Law, the liquidation and commencement of bankruptcy proceedings against financial institutions, until their banking license has been revoked by the Central Bank, may only be commenced by the Central Bank. If Banco Francés were unable to pay its debts as they come due, the Central Bank would intervene and revoke its banking license, and file a bankruptcy petition before a commercial court. If the Central Bank intervenes, the reorganization proceeding could take longer and it is likely that the shareholders' remedies would be restricted. During any such process, the Central Bank would have to consider its creditors and third parties against the Bank".

i Argentina i hvert fald delvist skyldtes indgreb fra den argentinske regering, bl.a. krav om konvertering af dollarkrav til pesos til en bestemt valutakurs.

Goodhart (2005) diskuterer, at det vil være lettere at fragå sine forpligtelser, hvis vanskelighederne i datterbanken skyldes de lokale myndigheder (som f.eks. i tilfældet med Argentina), end hvis de skyldes fejltagelser hos i den lokale bankledelse (Barings in Singapore). Det vil endvidere være lettere at fragå sine forpligtelser, hvis datterbanken ikke har samme navn som moderbanken.

I visse tilfælde har banker med internationale operationer givet en klar melding til indskyderne om, at de vil blive dækket gennem moderselskabet. Deutsche Bank har således meddelt, at indskyderne i dens new zealandske datterselskab vil blive dækket på samme vilkår som indskydere i Tyskland.⁷⁹

8.9. Sammenfatning og konklusion

Kapitlet har diskuteret argumenter omkring forskellige løsningsmodeller ved sammenbrud i finansielle virksomhed. Det fremgår, at der ikke umiddelbart fremstår nogen patentløsning. Det er svært at bygge bro over en række forskellige hensyn, herunder i første række et ønske om at begrænse de negative eksterne konsekvenser i forbindelse med sammenbrud i finansielle virksomheder og samtidig at hindre, at der i finansielle virksomhed opstår en forventning om, at virksomhederne også i tilfælde af fremtidige sammenbrud vil blive reddet gennem intervention. En række andre hensyn bør imidlertid også indgå ved valget af en løsningsmodel for krisehåndtering, herunder hensynet til at sikre konkurrencen på de finansielle markeder samt at beskytte aktionærerne. Internationale finansielle transaktioner har kompliceret krisehåndteringen. Blandt andet kan der være interessekonflikt mellem hjemlandet for en finansiell virksomhed, der ønsker at begrænse omfanget af en offentlig redningsaktion til fordel for et finansielt institut, der opererer i et andet land, og på den anden side det land, hvor den finansielle virksomhed driver virksomhed (værtslandet).

79 Mayes (2005).

Forslag til løsningsmodeller

9.1. Indledning

I kapitel 8 blev der diskuteret argumenter omkring forskellige løsningsmodeller til håndtering af finansielle kriser. I dette kapitel vil der være en diskussion af de foranstaltninger, som er mest effektive til at håndtere finansielle kriser. Et hovedelement i kapitlet er et forslag om, at finansielle virksomheder skal optage lånekapital, der i et givet fremtidigt tidsrum og til en bestemt kurs kan konverteres til aktiekapital i en situation, hvor det finansielle tilsyn har konstateret, at der mangler kapital i instituttet. Denne nye løsningsmodel har ikke tidligere været fremlagt. Modellen synes at undgå en række af de ulemper, der findes i forbindelse med andre modeller for håndtering af kriser i finansielle virksomheder, og som blev omtalt i kapitel 8. Modellen vil blive omtalt som konvertibel lånekapital.

Der er herudover en diskussion af en række andre foranstaltninger, der kan forbedre håndteringen af finansielle kriser. Der er tale om følgende forslag: (i) mulighed for at udskille indskud og vigtige funktioner efter sammenbrud i danske pengeinstitutter, (ii) mulighed for at videreføre vigtige funktioner ved sammenbrud i udenlandske finansielle virksomheder, der driver virksomhed i Danmark, (iii) begrænsning af danske selskabers forpligtelser ved udenlandsk virksomhed, (iv) omlægning af den offentlige lånepolitik for at forbedre pensionsinstitutters mulighed for at sikre pensionstilsgagn, således at staten og andre offentlige myndigheder i højere grad udsteder lange obligationer eller andre lange aktiver, samt (v) lovbestemmelser, der regulerer Nationalbankens mulighed for at håndtere likviditetskriser.

Afsnit 9.2 vurderer de løsningsmodeller, der imødeses ved en krisehåndtering i den nuværende danske lovgivning. *Afsnit 9.3* fremlægger forslaget om konvertibel lånekapital. *Afsnit 9.4* diskuterer muligheden for at videreføre vigtige funktioner og bevare indskud i kriserammede danske pengeinstitutter. *Afsnit 9.5* diskuterer krav ved udenlandske

selskabers virksomhed i Danmark. *Afsnit 9.6* diskuterer danske selskabers virksomhed i udlandet. *Afsnit 9.7* ser på håndteringen af kriser i pensionsinstitutter. *Afsnit 9.8* gennemgår likviditetskriser. *Afsnit 9.9* giver en sammenfatning og konklusion.

9.2. En vurdering af de eksisterende løsningsmodeller

Det blev omtalt i kapitel 8, at der i en situation med et finansielt instituts ikke-opfyldelse af kapitalkrav er seks muligheder: (i) det finansielle institut afvikles efter de regler, som findes i lovgivningen, hvor der eventuelt kan være opstillet en særlig procedure for afvikling, (ii) myndighederne undlader at gribe ind over for det finansielle institut i forventning om, at tabene kan dækkes gennem en fremtidig større indtjening, (iii) det finansielle institut rekonstrueres gennem tilførsel af ny kapital, (iv) det finansielle institut rekonstrueres gennem en nedskrivning af gælden i det finansielle institut, (v) det finansielle institut sammenlægges med et andet institut, samt (vi) det finansielle institut får tilført offentlige midler eller overtages af offentlige myndigheder, der driver instituttet videre.

Af disse seks muligheder kan det konstateres på grundlag af gennemgangen i kapitel 3 og 4, at løsningsmodel (i), dvs. afvikling, kun har været anvendt i meget begrænset omfang. I Danmark er det således under krisen i 1980'erne og 1990'erne kun otte pengeinstitutter, der bliver afviklet i henhold til reglerne om konkurs. I udlandet synes det kun at være USA, som i større omfang har gennemført en afvikling af nødlidende pengeinstitutter, og her har proceduren overvejende været anvendt ved kriser i mindre pengeinstitutter, mens store pengeinstitutter har fået tilført ny kapital eller er blevet sammenlagt med andre institutter. I alle andre lande synes man at være meget tilbage fra proceduren. Det blev diskuteret i afsnit 8.3.4, at det formentlig særlig er politiske hensyn, som har medført denne modvilje mod at lade indskydere lide tab. Det føles "uretfærdigt", hvis indskydere lider tab. Økonomiske hensyn spiller dog også ind. Det vil således være omkostningskrævende, hvis privatpersoner og virksomheder i forbindelse med betalinger og muligvis også i forbindelse med mere langsigtet opsparing skal overveje et pengeinstituts soliditet.

Med hensyn til mulighed (ii), dvs. regulatorisk overbærenhed, er der bred enighed om, at modellen er uønskelig. Der har bl.a. været peget

på erfaringerne fra den japanske finanskrisen samt fra krisen i de amerikanske spare- og lånevirksomheder. Selv om der også kan peges på eksempler på heldige erfaringer med regulatorisk overbærenhed, først og fremmest håndteringen af de store amerikanske bankers udlån til udviklingslandene, må det generelt betragtes som uheldigt, at lovregler ikke håndhæves. Der kan dog rejses spørgsmål ved, om Finanstilsynet i Danmark har håndhævet kravet om mindstekapital for strengt, idet man kun har tilladt en ganske kort periode for at opfylde kapitalkravene. Ved at stille en meget kort tidsfrist udelukkes mere langsigtede løsninger på en pengeinstitutkrise, og det kan da også konstateres, at den danske krisehåndtering i 1980'erne og 1990'erne i mange tilfælde foregik på en forhastet og uordnet måde. Det samme synes at være tilfældet med den nylige krise i BankTrelleborg.

Løsningsmodel (iii), dvs. kapitaltilførsel, har været vanskelig at praktisere i en krisesituation. Det har været vanskeligt at rejse kapital i en situation, hvor der er stor usikkerhed om et pengeinstituts fremtidsmuligheder. Dette viste sig blandt andet under den norske og svenske finanskrisen, hvor forsøg på at tilføre kapital til nødlidende finansielle institutter måtte opgives. Også danske finansvirksomheder havde i perioder vanskeligt ved at rejse finansiering under krisen i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

Løsningsmodel (iv), dvs. nedskrivning af gæld, kan ligeledes være vanskelig at praktisere i en krisesituation. Det kan være vanskeligt at få kreditorers accept på en nedskrivning af deres fordringer, hvilket særlig er tilfældet i en situation, hvor det ofte er usikkert, i hvilket omfang egenkapitalen er intakt. Det skaber usikkerhed for kreditorer og aktionærer, hvis der administrativt gives mulighed for at nedskrive aktiekapital og gældsposter.

Løsningsmodel (v), dvs. sammenlægning med et andet institut, må antages at være blevet sværere i forbindelse med, at pengeinstitutter ofte har en landsdækkende repræsentation og derfor ikke er interesserede i at overtage et nødlidende pengeinstitut, som opererer i et lokalt område, hvor det overtagende institut ikke er repræsenteret. For store pengeinstitutter gør størrelsen det sværere at finde en anden fusionspartner, idet kun store finansielle institutter kan komme på tale som fusionspartner. Et afgørende hensyn mod sammenlægning som model for krisehåndtering er dog konkurrencehensynet, idet der i forvejen i den finansielle sektor er sket en stor reduktion af konkurrencen. Generelt forekommer det utilfredsstillende, at strukturen i den finansielle sektor bestemmes af forkerte udlånsbeslutninger, som fører

til tab, og ikke af mere langsigtede faktorer som f.eks. pengeinstituttets underliggende rentabilitet. Endelig vil det normalt være svært at få en god pris for en finansiel virksomhed, der hurtigt skal sammenlægges i en krisesituation, og løsningen vil derfor ofte betyde en tilsidesættelse af aktionærernes interesser.

Endelig er der løsningsmodel (vi), dvs. en offentlig tilførsel af midler, eventuelt en statsovertagelse, som det har været set i en lang række lande, særlig Frankrig, Japan, Norge og Sverige samt også i et vist omfang i Spanien, ligesom løsningen også anvendes under den danske finansielle krise i 1920'erne. Det må ventes, at løsningen kan give anledning til stigende problemer i forhold til EU, hvor det er muligt, at EU-Kommissionen vil vise en stadig stejlere holdning med hensyn til gennemførelsen af EU's bestemmelser for statsstøtte samt også fusionskontrol. Det mest afgørende argument mod tilførsel af offentlige midler er dog, at det kan komme til at dreje sig om meget store beløb, specielt hvis et stort institut kommer i krise, jf. det nylige sammenbrud i den britiske bank Northern Rock. Det kan endelig vise sig vanskeligt at opnå politisk opbakning bag støtte til en finansiel virksomhed i vanskelighederne, hvis støtten helt eller delvist skal anvendes til dækning af tab, der er opstået i udlandet.

Det fremgår af gennemgangen i kapitel 6, at det er muligt i henhold til det gældende danske regelsæt at gennemføre alle løsningsmodellerne (i)-(vi), selv om forskellige bestemmelser kan komplicere løsningsmodellerne.

I den gældende danske finansielle lovgivning synes der imidlertid mest at være lagt op til en løsning af kriser i pengeinstitutter gennem sammenlægning med et andet pengeinstitut. Det blev således omtalt i afsnit 6.2.6, at det på grundlag af proceduren i § 246 og § 247 i lov om finansiel virksomhed er særlig let at overdrage pengeinstitutvirksomheden helt eller delvist til et andet pengeinstitut. Hvis kapitalkravet således ikke er opfyldt i et pengeinstitut, kan bestyrelsen (under forbehold af godkendelse fra økonomiministeren) i henhold til § 246 træffe beslutning om en hel eller delvis overdragelse af pengeinstitutvirksomheden til et andet pengeinstitut, og denne beslutning kan kun tilsidesættes, hvis der på en efterfølgende generalforsamling kan samles flertal for en alternativ løsning i form af enten en kapitaludvidelse eller en likvidation. I tilfældet med likvidation forudsættes det, at Finanstilsynet godkender løsningen. Det vil altid være usikkert, om en likvidation kan foregå ordnet. Derfor er det formentlig ikke sandsynligt, at Finanstilsynet skulle tage den politiske risiko ved at

godkende en likvidation, når der foreligger en alternativ mulighed for kriseløsning i form af en sammenlægning. Hvis egenkapitalen er gået tabt, kan bestyrelsen på egen hånd i henhold til § 247 i lov om finansiel virksomhed træffe beslutning om en overdragelse, dvs. generalforsamlingen får slet ikke mulighed for at tage stilling til spørgsmålet.

Det er spørgsmålet, om denne procedure med en hurtig overdragelse til et andet pengeinstitut er ønskelig. Der er herved lagt op til en gentagelse af den procedure for krisehåndtering, som blev praktiseret under den finansielle krise i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne. Som omtalt i afsnit 3.4.3 gav proceduren imidlertid allerede i begyndelsen af 1990'erne anledning til en række problemer, bl.a. viser det sig i stigende omfang vanskeligt at finde pengeinstitutter, som er villige til at overtage kriseramte pengeinstitutter.

Der kan endvidere rejses spørgsmål ved, om man med proceduren i § 246 og § 247 er gået for langt, idet der ikke i tilstrækkelig omfang tages hensyn til pengeinstitutts aktionærer. Det må således betragtes som tvivlsomt, om det er muligt at afhænde et pengeinstitut til en god pris, hvis en overdragelse skal gennemføres hurtigt, og når det overtagende pengeinstitut på forhånd er klar over, at generalforsamlingen i det kriseramte pengeinstitut i praksis ikke har mulighed for at modsætte sig en overdragelse. Det fremgår endog af proceduren i § 246, at pengeinstitutts aktionærer kun får meget kort tid til at iværksætte alternative løsninger, f.eks. en kapitaludvidelse, idet generalforsamlingen kan indkaldes med tre dages varsel, ligesom det bestemmes i § 246, at et detaljeret forslag om overdragelse kun skal være fremlagt senest 24 timer før generalforsamlingen. I praksis kan aktionærerne herved få kun 24 timer til at organisere f.eks. en kapitaludvidelse.

Aktionærerne får ifølge § 247 i lov om finansiel virksomhed slet ikke mulighed for på en generalforsamling at tage stilling til en overdragelse, hvis egenkapitalen er gået tabt. Det er også her spørgsmålet, om proceduren går for langt i forhold til aktionærernes interesser, idet der vil være et vidt spillerum ved vurderingen af et pengeinstituts aktiver, og det vil således ofte være et skønsspørgsmål, om egenkapitalen rent faktisk er gået tabt.

Tilsvarende kan man spørge, om proceduren i § 246 og § 247 går for langt med hensyn til at tilsidesætte interesserne for kreditorer, hvis fordringer ikke følger med over i det pengeinstitut, der overtager et nødlidende pengeinstituts aktiviteter. Det er f.eks. muligt, at det er de bedste aktiver samt formentlig indskud, der overdrages til et andet pengeinstitut. En række kreditorer kan herved blive ladet tilbage

med nogle aktiver, der er meget lidt værd. Der kan herved blive store tab.

Det er spørgsmålet, om proceduren i § 246 og § 247 i lov om finansiel virksomhed er i overensstemmelse med EU's bestemmelser. Hvis der som forudset skal træffes en hurtig beslutning om en overdragelse af pengeinstitutvirksomhed til et andet pengeinstitut, vil det være umuligt at gennemføre en procedure, hvor udenlandske pengeinstitutter får mulighed for at byde på et kriseramt dansk pengeinstitut. Det er også spørgsmålet, om proceduren i § 246 og § 247 i lov om finansiel virksomhed er i modstrid med EU's selskabsdirektiver. Det fastsættes i artikel 5, stk. 1 i direktivet om udøvelse af aktionærrettigheder, at generalforsamlinger i børsnoterede selskaber skal indkaldes med mindst 21 dages varsel, ligesom det fastsættes i artikel 5, stk. 4, at aktionærer forud for generalforsamlingen med samme varsel skal underrettes om beslutningsforslag.¹ Dette strider mod § 246 og § 247 i lov om finansiel virksomhed, hvor aktionærer får tre dage (i realiteten en dag) til at tage stilling til et beslutningsforslag.

Med etableringen i juni 2007 af et beredskab til afvikling af nødlidende pengeinstitutter (se afsnit 6.8) har de danske pengeinstitutter gjort det lettere at praktisere en fusionsløsning. Det svækker dog muligheden for at anvende dette private beredskab, at der i henhold til vedtægten for det private beredskab kun er mulighed for at give støtte til et overtagende pengeinstitut, efter at Finanstilsynet har inddraget tilladelsen for det nødlidende pengeinstitut. Dette indebærer, at de andre pengeinstitutter kun vil give støtte til et andet pengeinstituts overtagelse (helt eller delvist) af et kriseramt institut, efter at instituttet er trådt i likvidation eller er taget under konkursbehandling. Det ville formentlig være en enklere løsning, hvis støttebeløbet kunne gives ved en overdragelse i forbindelse med, at Finanstilsynet har fastsat en tidsfrist for retablering af kapitalen, dvs. i forbindelse med den procedure, der forudses iværksat i henhold til § 246 og § 247 i lov om finansiel virksomhed.

1 Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2007/36/EF af 11. juli 2007 om udøvelse af visse aktionærrettigheder i børsnoterede selskaber (Den Europæiske Unions Tidende L184 af 14. juli 2007).

9.3. En ny model for krisehåndtering: Konvertibel lånekapital

Der synes enighed om, at det er hensigtsmæssigt, at ejerne af et kriserampt finansielt institut bærer tabene i et kriserampt institut. Der vil herved være en tilskyndelse for ejerne til at føre kontrol med et finansielt institut, og der vil herved være større mulighed for at undgå en for stor risikotagning. Politisk forekommer det også mest "retfærdigt", at ejerne bærer tabene. Tilsammen taler disse to hensyn til fordel for, at et kriserampt finansielt institut afvikles. Som omtalt i afsnit 8.3.4 viser erfaringerne fra tidligere kriser imidlertid, at det er svært at afvikle en finansiell virksomhed, idet der vil være et krav om dækning af i hvert fald indskyderne.

Begge de to nævnte hensyn – ønsket om at lade ejere bære tab samt hensynet til at videreføre i hvert fald dele af den finansielle virksomhed – kan opfyldes, hvis der gennemføres en krisehåndteringsmodel, hvor et nødlidende institut tilføres ny ejerkapital. Herved vil ejerne komme til at bære tabene, idet der sker en "udtynding" af den eksisterende ejerkapital. Samtidig undgås det gennem tilførsel af ny kapital, at man falder tilbage på en løsning, hvor der skal ske en hurtig overdragelse af pengeinstituttet til nye ejere. Som omtalt i afsnit 9.2 kan en sådan hurtig overdragelse gå for vidt med hensyn til at tilsidesætte ejernes samt muligvis også kreditorers interesser.

I praksis har det imidlertid som omtalt ovenfor været vanskeligt i praksis hurtigt at tilføre kapital til et nødlidende finansielt institut under en krise. Dette problem kan imidlertid undgås, hvis der åbnes mulighed for i en krisesituation at konvertere lånekapital til ejerkapital.

Der kan tænkes følgende model for krisehåndtering. Der kan stilles krav om, at et finansielt institut i en given periode optager en vis mængde lånekapital med den klausul, at lånekapitalen inden for en bestemt fremtidig periode kan konverteres til ejerkapital til en given forud specificeret kurs. Endvidere skal det indgå som en betingelse, at konvertering til ejerkapital kun kan finde sted, hvis Finanstilsynet i den fremtidige periode finder, at kapitalkravet i det finansielle institut ikke er opfyldt.

Den skitserede løsningsmodel kan benævnes som *konvertibel lånekapital*. Det kan for eksempel kræves, at et finansielt institut hvert år skal optage en nærmere bestemt mængde lånekapital med den klausul, at lånekapitalen kan konverteres til ejerkapital til kurs 105 i

en given fremtidig periode, f.eks. i løbet af det år, der ligger to år ude i fremtiden. Et pengeinstitut eller andet finansielt institut skal f.eks. i løbet af 2008 optage lånekapital med den klausul, at den pågældende lånekapital i løbet af 2010 kan konverteres til aktiekapital til kurs 105. Tilsvarende skal det finansielle institut optage lånekapital i løbet af 2009, som kan konverteres til aktiekapital til kurs 105 i 2011, i 2010 skal der optages lånekapital til mulig konvertering i 2012, etc. Hvis konverteringen ikke udnyttes, tilbagebetales lånet ved udgangen af den fremtidige konverteringsperiode. Konverteringen kan kun finde sted i de pågældende år, hvis Finanstilsynet konstaterer, at der mangler kapital til opfyldelse af solvenskravet.

Det kan diskuteres, hvor meget konvertibel lånekapital der skal stilles krav om, men en mulighed kunne være at lade kravet afhænge af instituttets risikotagning. Man kunne f.eks. lade kravet til optagelse af konvertibel lånekapital afhænge af de risikovægtede aktiver. En mulighed kunne være et krav om, at f.eks. et pengeinstitut altid skal have konvertibel lånekapital svarende til 5 pct. af de risikovægtede aktiver.

Muligheden for at konvertere lånekapital til ejerkapital sikrer, at et finansielt institut altid råder over en adgang til at øge den ansvarlige kapital i en krisesituation. Det vil ikke være nødvendigt at skulle ud på markedet for at rejse kapital. Der vil heller ikke være behov for en eventuel offentlig kapitaltilførsel til et kriseramt institut. Det er kun, hvis tabene er så store, at heller ikke den konvertible lånekapital er tilstrækkelig til at dække solvenskravet, at der vil være behov for at falde tilbage på nogle af de kendte løsningsmodeller, f.eks. sammenlægning eller offentlig kapitaltilførsel.

Det synes hensigtsmæssigt, at lånekapitalen kun kan konverteres til ejerkapital, hvis Finanstilsynet finder, at kapitalkravet ikke er opfyldt. Det sikres herved, at konvertering kun kan ske på foranledning af en uafhængig myndighed. Hvis det var op til det finansielle institut selv at træffe beslutning om konvertering, ville klausulen om konvertering kunne udnyttes af det finansielle institut til konvertering i alle situationer, hvor aktiekursen er lavere end konverteringskursen. Der vil herved være en mulighed for systematisk udnyttelse af långiverne, hvilket vil resultere i, at investorer vil rejse krav om en højere risikopræmie, når de tegner den konvertible lånekapital.

Ved beslutning om placering i konvertibel lånekapital vil investorer afpasse kursen og derved risikopræmien efter den risiko, der skønnes at være for et sammenbrud af det finansielle institut i den fremtidige

periode, hvor der er mulighed for konvertering. Finansielle institutter med en stor risiko vil herved kun kunne optage konvertibel lånekapital til en lavere kurs end institutter, hvor der skønnes at være en lille risiko for konvertering. Gennem denne prisfastsættelse på den konvertible lånekapital bliver der et signal til ledelserne i de finansielle institutter om risikoen for sammenbrud. Der vil herved blive større opmærksomhed omkring risikoen for sammenbrud i de enkelte finansielle institutter. Dette giver en større disciplin på ledelserne i finansielle institutter.

Det kan argumenteres, at der allerede nu er disciplin på ledelserne i finansielle institutter, idet en forskellig risiko vil give anledning til forskelle i aktiekursen. Et finansielt institut med mindre risiko for sammenbrud har således mulighed for at finansiere sig med aktiekapital til en højere kurs. Denne disciplin er imidlertid usikker, da aktiekursen i den nuværende situation afspejler ikke alene den skønnede risiko for sammenbrud, men også forventningen til den fremtidige håndtering af et sammenbrud, herunder sandsynligheden for offentlig kapitaltilførsel i tilfælde af en krise.

Det kan argumenteres, at der allerede i dag er mulighed for i en krisesituation at øge ejerkapitalen i et finansielt institut ved at nedskrive den ansvarlige lånekapital. Det har imidlertid vist sig vanskeligt at gøre ansvarligheden gældende, idet nedskrivningen af den ansvarlige kapital har været set som en begivenhed, der kan rkke ved tilliden til det nationale finansielle system. Systemet med ansvarlig lånekapital har også fungeret utilfredsstillende, fordi den kun kan gøres gældende i en situation, hvor instituttet går konkurs eller likvideres. Som omtalt vil myndigheder ofte være interesseret i at videreføre et kriseramte institut, og det er derfor sjældent, at det kommer til en egentlig afvikling. Endelig vil en nedskrivning af ansvarlig lånekapital ikke hjælpe på problemet med et finansielt instituts ikke-opfyldelse af et solvenskrav. Der vil blot blive tale om en "omfordeling" inden for den ansvarlige kapital med en reduktion i mængden af ansvarlig lånekapital og en forøgelse i den andel, der udgøres af ejerkapital. Dette har kun betydning i forbindelse med en afvikling af instituttet.

Ved en vurdering af forslaget om konvertibel lånekapital kan det politisk ses som en fordel, at investorer, der får konverteret deres lånekapital, til gengæld modtager aktier. Selv om ejerne af konvertibel lånekapital således umiddelbart ved konverteringen oplever et kurstab, idet aktiekursen ved konverteringen vil ligge lavt, har de mulighed for på længere sigt at opnå en kursstigning på aktien, når den finansielle

krise er overvundet. De får således "noget" til gengæld for kurstabet ved konverteringen. Denne mulighed for en senere aktiekursstigning vil gøre det sværere for indehaverne af konvertibel lånekapital at skabe et politisk pres for f.eks. at redde sig ud af konverteringen. Dette står i modsætning til den nuværende ansvarlige lånekapital, hvor der i visse situationer har været skabt et politisk pres for, at ansvarligheden ikke bør gøres gældende. Som et dansk eksempel kan nævnes sagen med den ansvarlige lånekapital rejst af Himmerlandsbanken.

Det kan argumenteres mod forslaget om konvertibel lånekapital, at det i realiteten svarer til en forhøjelse af kapitalkravene, og at det derfor er lettere at forhøje kapitalkravene. Dette er imidlertid ikke korrekt. Den konvertible lånekapital svarer kun til ejerkapital i det tilfælde, et finansielt institut kommer under kapitalkravet. Dette vil kun ske med en vis – formentlig lille – sandsynlighed. I det tilfælde, hvor det finansielle institut ikke har vanskeligheder ved at klare kapitalkravet, vil den konvertible lånekapital fungere som almindelig lånekapital. Man kan sige, at konvertibel lånekapital af investorer med f.eks. 95 pct.s sandsynlighed vil blive betragtet som lånekapital, mens den kun vil blive betragtet som ejerkapital med en sandsynlighed, f.eks. 5 pct., der svarer til sandsynligheden for krise i det finansielle institut. Den konvertible lånekapital vil derfor overvejende blive prisat som lånekapital, og i det omfang det finansielle institut har lavere omkostninger ved tilførsel af lånekapital, vil kapitalomkostningerne ved den konvertible lånekapital være lavere end ved optagelse af ren aktiekapital.

Løsningsmodellen med konvertibel lånekapital kan tænkes gennemført gennem et egentligt lovindgreb, hvor der i lovgivningen stilles krav om, at alle finansielle institutter inden for et givet år skal optage konvertibel lånekapital med adgang til konvertering i f.eks. det næstfølgende år. For pengeinstitutter kan der som omtalt stilles krav om, at størrelsen af konvertibel lånekapital optaget i et enkelt år skal svare til en bestemt procent – f.eks. 5 procent – af de risikovægtede aktiver. Hvis myndighederne imidlertid ikke ønsker at anvende et egentligt lovindgreb, kan man forestille sig et politisk pres mod de finansielle institutter for at gennemføre forslaget. En mulighed er at henstille til den finansielle sektor selv at gennemføre forslaget. Det kunne f.eks. betragtes som en del af "god finansiell ledelse", at finansielle institutter optager konvertibel lånekapital efter nærmere fastsatte retningslinier.

De finansielle markeder har gennem de seneste årtier oplevet en be-

tydelig finansiell produktudvikling, hvor det har vist sig muligt at finde afsætning for et stort antal nye finansielle produkter, der er baseret på en kombination af traditionelle lån og afledte finansielle produkter som f.eks. optioner. Set fra et investorsynspunkt kan konvertibel lånekapital anskues som en investering, hvor investor placerer i et lån samt udsteder en put-option på pengeinstituttets aktier. Givet erfaringerne med den hidtidige produktudvikling på de finansielle markeder skulle det være muligt at finde afsætning for en sådan type af investering.

Det kan argumenteres mod forslaget om konvertibel lånekapital, at det vil betyde en yderligere restriktion på finansielle institutters finansiering, og at det derfor vil føre til en forhøjelse af finansielle institutters finansieringsomkostninger. Dette er ikke nødvendigvis tilfældet. Finansielle institutter skal ganske vist betale en risikopræmie ved finansiering gennem konvertibel lånekapital, men til gengæld vil muligheden for at konvertere lånekapital i tilfælde af en krise reducere sandsynligheden for en manglende opfyldelse af kapitalkravene i det finansielle institut. Da en sådan krise kan medføre tab for aktionærer – f.eks. i forbindelse med en sammenlægning med et andet finansielt institut til en lav kurs – er det muligt, at adgangen til konvertibel lånekapital reducerer den risikopræmie, der kræves af aktionærer ved placering i finansielle aktier. Det er herved muligt, at konvertibel lånekapital vil føre til en nedgang i det finansielle instituts samlede finansieringsomkostninger. Den konvertible lånekapital vil fjerne noget af usikkerheden omkring det finansielle institut og herved føre til lavere finansieringsomkostninger.

9.4. Udskillelse af indskud og vigtige funktioner i datterselskab

En gennemførelse af forslaget diskuteret i afsnit 9.3, dvs. konvertibel lånekapital, må antages i stort omfang at reducere problemet omkring et pengeinstituts ikke-opfyldelse af kapitalkravene, idet muligheden for at konvertere lånekapital til aktiekapital kan sikre, at kapitalkravet er opfyldt. Hvis det i et enkelt år med en konvertering af lånekapital ikke er muligt at opfylde kapitalkravene, vil der ifølge forslaget diskuteres i afsnit 9.3 være en ny mulighed for konvertering i et følgende år. Eventuelt kan det i en sådan situation være hensigtsmæssigt at lade pengeinstituttet fortsætte, indtil der bliver en ny mulighed for konvertering, som kan gøre det muligt at opfylde kapitalkravene.

Det kan dog ikke udelukkes, at der selv ved en gennemførelse af forslaget om konvertibel lånekapital kan tænkes så store tab i et pengeinstitut, at kapitalkravet ikke kan forventes opfyldt inden for en overskuelig periode, dvs. selv hvis man indregner muligheden for konvertering i en eller flere følgende perioder.

Ved en samlet vurdering af løsningsmodellerne (i)-(vi) diskuteret i afsnit 9.2 forekommer det urealistisk at forestille sig en model, hvor indskyderne kommer til at lide tab. Erfaringerne fra Danmark og fra andre lande viser med stor klarhed, at der i krisesituationer vil være et stort politisk pres for ikke at lade indskyderne lide tab, og det er sandsynligt, at der allerede nu blandt indskyderne er en forventning om, at de ikke vil lide tab i en krisesituation. Dette gælder ikke alene med hensyn til indskud dækket af indskydergarantifonden, men også med hensyn til andre indskud.

Det må videre antages, at det er vigtigt, at en løsningsmodel tager højde for denne politiske kendsgerning, at indskydere ikke kan komme til at lide tab. Løsningsmodeller, som opererer med tab for indskyderne, må antages at mangle troværdighed. Dette kan være særlig uheldigt, fordi der herved blandt andre kreditorer kan brede sig en forventning om, at de heller ikke i en krisesituation vil komme til at lide tab. Sådanne forventninger hos andre kreditorer kan skabe et større pres i en krisesituation for, at også andre kreditorer friholdes fra tab. Herved kan en krisehåndtering blive dyrere, og der vil blive en manglende disciplin på ledelser i finansielle institutter, som praktiserer en risikobetonet strategi baseret på f.eks. en stor udlånsstigning.

Udover interessen i en videreførelse af indskud er det muligt, at der er en række andre funktioner i et nødlidende pengeinstitut, hvor der er en samfundsmæssig interesse i en videreførelse. Som et eksempel kan nævnes funktioner i forbindelse med betalingsformidling. I store pengeinstitutter kan der tænkes en videreførelse af funktioner i forbindelse med værdipapirhandel, f.eks. marked maker-ordninger ved handel med danske statsobligationer og realkreditobligationer og eventuelt handel med valuta.

Hvis der tages udgangspunkt i, at indskydere ikke må lide tab, og at det kan være nødvendigt at videreføre en række andre vigtige funktioner, er den enkleste løsning i en krisesituation med ikke-opfyldelse af kapitalkrav at udskille indskud samt vigtige funktioner i et datterselskab sammen med pengeinstitutts sunde aktiver, mens ikke-sunde aktiver og andre gældsposter bibeholdes i moderselskabet, der herefter kan træde i likvidation eller underkastes konkurs-

behandling. Der har tidligere været mange eksempler på finansielle institutter, der er blevet videreført med et moderselskab, som er gået konkurs. Et eksempel er Hafnia Forsikring i 1992. Et andet eksempel er Gota Bank i Sverige, hvor moderselskabet Gota AB trådte i betalingsstandsning.

Det er spørgsmålet, hvilke muligheder der er i henhold til gældende danske regler for at gennemføre en løsning med en videreførelse af de sikre dele og indskud af et nødlidende pengeinstitut i et datterselskab. Særlig to problemer gør sig gældende.

For det første kan beslutningen om en udskillelse i et datterselskab siges at være en så vidtgående beslutning, at det kan sidestilles med en vedtægtsændring og derfor kræver to tredjedeles flertal.

For det andet kan det siges at være et brud med konkurslovens princip om ligestilling af kreditorer, hvis nogle kreditorer – nemlig indskyderne – udskilles fra selskabet og placeres med krav på sikre aktiver i et datterselskab. De øvrige kreditorer bliver herved ringere stillet, idet de i realiteten skubbes tilbage i konkursordenen og lades tilbage med krav, der først kan gøres gældende, efter at indskyderne i datterselskabet har fået deres krav dækket gennem de sikre aktiver. Omvendt kan det siges at forbedre stillingen for de øvrige kreditorer, at de efter en udskillelse af indlån og vigtige funktioner i et datterselskab i deres aktiver står med nogle aktier i en "going concern", som må antages at have en højere værdi end aktiver, som ellers skulle realiseres enkeltvis eller i "pakker" på markedet.

En mulighed for at løse de to problemer kan være lovændringer på to områder. For det første kan der i henhold til lov om finansiell virksomhed gives adgang for Finanstilsynet til at kræve en udskillelse af vigtige funktioner og indskud i et datterselskab, hvis et pengeinstitut ikke inden for en tidsfrist har opfyldt mindstekapitalkravet. For det andet kan der gives indskud fortrinsstilling i konkursordenen frem for andre gældsposter. Ved at give indskud fortrinsstilling i konkursordenen, kan det ikke siges at udgøre en forskelsbehandling i forhold til andre kreditorer, hvis indskydere udskilles i et særligt datterselskab. En sådan model kendes fra den amerikanske lovgivning, hvor indskydere har en fortrinsstilling i forhold til andre kreditorer.

For at løsningsmodellen kan praktiseres hurtigt, er det hensigtsmæssigt, at der i et pengeinstitut på forhånd findes en oversigt over vigtige funktioner og sikre aktiver, der kan udskilles i datterselskabsform. Listerne bør godkendes af Finanstilsynet, og det bør sikres gennem beredskabsplaner, at modellen kan træde i hurtig anvendelse. Der kan i

denne sammenhæng hentes inspiration fra bl.a. Japan og New Zealand, som har udviklet modeller til en meget hurtig krisehåndtering.

Det komplicerer en overførsel til et datterselskab, at der kræves kreditorgodkendelse ved en overflytning. Det kan imidlertid argumenteres, at kreditorer ikke vil have nogen interesse i at modsætte sig en overførsel til et nyt – og mere sikkert – selskab. Det er dog muligt, at nogle kreditorer vil benytte lejligheden til at trække sig ud af deres engagement. F.eks. kan uroen om et pengeinstitut have bidraget til mistillid. Eventuelt kan det tænkes, at kreditorer på forhånd giver tilsagn om, at de er indforstået med en overflytning til et datterselskab i den finansielle koncern. En anden mulighed er, at Finanstilsynets godkendelse kan erstatte en kreditorgodkendelse.

Det er hensigtsmæssigt, at planen for udskillelse er kendt af selskabets investorer, således at de på forhånd har kendskab til behandlingen i en krisesituation. Løsningsmodellen kan siges at være hensigtsmæssig set ud fra et hensyn om at skabe disciplin på ledelsen, idet de yderligtstående kreditorer vil have en ekstra tilskyndelse til at overvåge virksomheden, idet de med en større sandsynlighed vil blive ladet tilbage med fordringer i et selskab i likvidation eller under konkurs. Da der er en politisk realistisk plan for dækning af indskyderne, er det mere sandsynligt, at de yderligtstående kreditorer lider tab ved et sammenbrud i et pengeinstitut, og det må herved ventes, at virksomhedens finansieringsomkostninger kommer til at afspejle den reelle forretningsmæssige risiko og ikke forventningen til et muligt politisk indgreb, som vil beskytte de yderligtstående kreditorer mod tab.

Systemet med et nyt pengeinstitut, der viderefører indskud og "sikre" aktiver samt vigtige funktioner fra et nødlidende institut, svarer til systemet i USA, hvor funktioner fra et nødlidende pengeinstitut kan føres videre i en bridge bank. I Danmark kan det efter udskillelsen overvejes, om det nyetablerede "datterpengeinstitut" skal føres videre på permanent basis, eller om pengeinstitutttet skal sammenlægges med et andet pengeinstitut. For kreditorerne i moderselskabet er det en fordel, at der ved udskillelsen af et "datterpengeinstitut" vil være bedre tid til at finde en køber til pengeinstitutttet, hvilket giver mulighed for en højere pris. Set ud fra hensynet til at sikre kreditorerne er det således en fordel, at der er mulighed for at videreføre dele af det nødlidende institut.

9.5. Krav til udenlandske selskabers aktiviteter i Danmark

Flere store udenlandske pengeinstitutter opererer i Danmark, i første række Nordea og Handelsbanken. Som beskrevet i afsnit 8.8.1 vil et udenlandsk pengeinstitut, som på koncernbasis ikke opfylder kravene til mindstekapital, have en interesse i at koncentrere aktiverne i bestemte selskaber i koncernen, der herefter kan videreføres, mens andre selskaber i koncernen kan gå ned. Det er derfor muligt, at der ved optræk til krise i et udenlandsk institut bliver gjort forsøg på at føre aktiver ud af et dansk datterselskab. Dette vil ikke være et problem, hvis der er solidaritet mellem selskaberne i en finansiell koncern. Som diskuteret i afsnit 8.8.2 må det imidlertid anses for tvivlsomt, i hvilket omfang et pengeinstitut kan ventes at støtte et nødlidende udenlandsk datterselskab.

For at sikre indskud i udenlandskejede pengeinstitutter, som opererer i Danmark, kan det i en situation med optræk til krise i et udenlandsk pengeinstitut være hensigtsmæssigt at hindre, at aktiver føres ud af landet. Der synes at være grundlag i EU's regelsæt – i henhold til artikel 58 i EF-traktaten samt på grundlag af det konsoliderede bankdirektiv – for at hindre en sådan overførsel af aktiver til udlandet, herunder også til de andre EU-lande, jf. diskussionen i afsnit 7.2.2.

For at hindre en overførsel af aktiver til udlandet er det nødvendigt, at der etableres restriktioner for de overførsler, der sker fra et dansk datterselskab eller en dansk filial af et udenlandsk pengeinstitut til udlandet. I tilfældet med et dansk datterselskab af et udenlandsk finansielt institut er der mulighed for at anvende bestemmelsen i § 62, stk. 1 i lov om finansiell virksomhed, hvoraf det fremgår, at Finanstilsynet kan påbyde virksomheden at følge bestemte forskrifter. Der findes ikke nogen tilsvarende adgang til at hindre overførsler fra filialer af udenlandske pengeinstitutter i Danmark. En mulighed er dog på grundlag af valutaloven at indføre restriktioner på kapitalbevægelser til udlandet i form af overførsler fra filialen af det specifikke pengeinstitut.

Det er muligt, at udenlandske pengeinstitutter udfører funktioner, der må anses for vigtige for det danske finansielle systems funktion, men at disse funktioner er placeret andre steder i koncernen end i det danske datterselskab eller filial. F.eks. kan et udenlandsk selskab stå for en stor del af handelen med danske statspapirer. Hvis et udenlandsk finansielt institut skønnes at udføre sådanne vigtige funktioner i det

danske finansielle system, forekommer det hensigtsmæssigt, at funktionen placeres i Danmark, således at der er sikkerhed for en videreførelse af funktionen også ved et sammenbrud i den udenlandske finansielle koncern. Konkret kan man forestille sig, at der stilles krav om, at en række vigtige funktioner skal foregå i det danske datterselskab, således at disse funktioner kan drives videre i tilfælde af den samlede koncerns sammenbrud. Der kan i denne sammenhæng ses på systemet i New Zealand, hvor myndighederne kræver, at datterselskaber af udenlandske finansielle koncerner med operationer i New Zealand kan føres videre i tilfælde af koncernens sammenbrud.

9.6. Begrænsning af ansvaret for internationale aktiviteter

Flere danske finansielle institutter har gennem de senere år opbygget betydelige aktiviteter i udlandet. Dette har også været baggrunden for en vækst i størrelsen af de største danske finansielle koncerner. Dette har imidlertid også skabt mulighed for større tab end tidligere, ikke blot absolut, men også i forhold til størrelsen af den danske økonomi.

Den større mulighed for tab rejser to problemer, hvis det i tilfælde af tab i en stor dansk finansiell koncern – trods foranstaltningerne omtalt i de foregående afsnit – bliver nødvendigt med en offentlig intervention i form af kapitaltilførsel. For det første er det spørgsmålet, om der over de offentlige budgetter (ofte med kort varsel) kan afholdes så store udgifter, at det er nok til at dække tabene i de største danske finansielle koncerner. For det andet er det spørgsmålet, om det vil opfattes som politisk acceptabelt, om den danske stat gennem kapitaltilførsel skal redde en finansiell virksomhed ud af vanskeligheder, der er opstået i udlandet. Vil det politisk f.eks. blive anset som rimeligt, hvis den danske stat bliver tvunget til at indskyde et meget stort kapitalbeløb, som skyldes tab i f.eks. de baltiske lande eller i andre nordiske lande? Vil det overhovedet være muligt at indskyde meget store beløb? Erfaringerne fra tidligere finansielle kriser viser, at der meget hurtigt kan opstå selv meget store tab. De offentlige udgifter vil i realiteten blive anvendt til at dække underskud i forbindelse med projekter i udlandet, som ikke er kommet danske skatteborgere til gode.

Det mest hensigtsmæssige vil formentlig være på forhånd at tilkendegive, at den danske stat ikke er indstillet på at støtte finansielle virksomheder i tilfælde af problemer, der opstår i deres udenlandske

aktiviteter. Det fremgår af afsnit 4.4.2, at Sveriges Riksbank har tilkendegivet, at den ikke anser et sammenbrud i én stor svensk finansiel virksomhed som systemisk vigtigt, hvilket kan tages som udtryk for, at de svenske myndigheder i hvert fald ikke umiddelbart er indstillet på at intervenere til støtte for svenske koncerner, der opererer uden for Sverige.

Et yderligere spørgsmål er, om man fra dansk side vil tillade, at soliditeten i de danske dele af en finansiel koncern bliver forringet, hvis den finansielle koncern i større omfang kanaliserer midler fra de danske dele af koncernen over til udenlandske selskaber i koncernen. Dette rejser spørgsmålet, om der bør iværksættes procedurer, som hindrer, at midler kanaliseres fra de danske dele af en finansiel koncern over til de udenlandske dele af koncernen.

For at give mulighed for effektivt at kontrollere muligheden for overførsel af midler fra de danske dele af en finansiel koncern til de udenlandske dele synes det hensigtsmæssigt at stille krav om, at større udenlandske aktiviteter udføres i særskilte selskaber i koncernen. Der vil herved være en mere effektiv mulighed for at begrænse overførslen af midler mellem de enkelte dele i koncernen.

Endvidere bør det overvejes at gennemføre en selskabsstruktur, der begrænser det ansvar, som de danske selskaber i koncernen måtte påtage sig over for de udenlandske enheder. Det blev omtalt i afsnit 8.8.2, at det i dag er tvivlsomt, i hvilket omfang der er en forventning om, at et finansielt moderselskab altid er solidarisk med et udenlandsk datterselskab. For at forebygge tvivl vil det imidlertid være hensigtsmæssigt, at der gennemføres en selskabsstruktur i koncernen, således at aktiviteter i udlandet placeres i selskaber, som ikke er datterselskaber af finansielle selskaber med en betydelig aktivitet i Danmark. En hensigtsmæssig struktur for en finansiel koncern kunne være et holdingselskab med en række selvstændige datterselskaber for aktiviteterne i de forskellige geografiske områder. Man kunne for eksempel forestille sig et holdingselskab med særskilte datterselskaber for aktiviteter i f.eks. Danmark, Sverige, Norge etc. Endvidere bør det hindres, at der ydes garantier fra et dansk selskab med betydelige aktiviteter i Danmark til andre selskaber i koncernen.

9.7. Håndtering af kriser i pensionsinstitutter

Som omtalt i afsnit 8.7 vil kriser i pensionsinstitutter vise sig ved, at der ikke er midler til at dække de pensionsmæssige forpligtelser. Efter

at egenkapitalen i et pensionsinstitut er gået tabt, vil det være svært at håndtere krisen på anden måde end ved at reducere pensionstilsagnene eller bede om yderligere bidrag fra pensionstagerne.

Danske pensionsinstitutter har gennem de senere år forsikret sig mod ændringer i rentestrukturen ved at indgå langvarige aftaler med store udenlandske institutter i form af renteswaptioner. Dette vil imidlertid medføre, at danske pensionsinstitutter kan risikere at lide store tab, hvis de udenlandske modparter skulle bryde sammen. Det er spørgsmålet, om der er et reelt overblik over, hvor risikoen ligger, hvis den udenlandske modpart bryder sammen. Det er f.eks. klart, at der er en større risiko for tab, hvis modparten er et datterselskab i en udenlandsk finansiel koncern, end hvis der er tale om hovedselskabet. Et moderselskab kan dog også bryde sammen, jf. erfaringerne fra kriserne i Hafnia og Gota-koncernen.

Eventuelt kunne det overvejes at begrænse de danske pensionsinstitutters mulige tab ved at ændre statsgældspolitikken. Det kunne overvejes at lade den danske stat udstede obligationer med meget lang løbetid, der kan anvendes som placeringsmulighed for de danske pensionsinstitutter. Det vil også give større sikkerhed for pensionsinstitutter, hvis de – som foreslået af ATPs ledelse i januar 2008 – får mulighed for at eje lange aktiver med et "sikkert" afkast, f.eks. infrastruktur. Ejerskabet af sådanne aktiver kunne tænkes suppleret med statsgarantier for at øge sikkerheden.

Det kan eventuelt overvejes at etablere en pensionsgarantifond efter tysk mønster, hvor pensionstagere ved sammenbrud i et pensionsinstitut kan få erstatning. Præmierne til fonden kunne tænkes fastsat på grundlag af den risiko, som pensionsinstitutterne tager i deres investeringspolitik. Et institut kunne f.eks. indbetale en højere præmie til fonden, hvis det har en højere aktieandel i sin investeringsportefølje.

Det vil blive anset for politisk mere acceptabelt med nedskæringer af pensionstilsagn, hvis der er gennemsigtighed om de risici, som pensionsinstitutter tager, samt hvis der gives pensionstagerne større indflydelse på pensionsinstitutternes ledelse eller valgfrihed ved anbringelsen af deres pensionsopsparing. Der henvises i denne forbindelse til de forslag, der indeholdt i Økonomiministeriets rapporter "Demokrati og åbenhed om pensionsinstitutternes investeringsbeslutninger" (1995) samt "Større valgfrihed i pensionsopsparingen" (2003).²

2 Økonomiministeriet (1995b) samt Økonomi- og Erhvervsministeriet (2003).

9.8. Håndtering af likviditetskriser

Det har vist sig bl.a. ved sammenbruddet i Northern Rock, at der under en krise i et pengeinstitut på kort tid kan blive tale om meget store likviditetsudtræk. Muligheden for elektroniske overførsler har medført, at likviditetskriser nu kan tage et meget større omfang end tidligere. Det vil herved sværere for Danmarks Nationalbank at sætte ind mod likviditetsudtræk. Hertil kommer, at likviditetsudtræk fra enkelte store danske finansielle institutter kan føre til store udadgående kapitalbevægelser og derved skabe pres mod den faste kronekurs. Eventuelle muligheder ville være statens eller Nationalbankens etablering af kreditlinier i internationale banker, som man kan trække på i tilfælde af likviditetsudtræk fra et dansk pengeinstitut.

Ved håndtering af likviditetskriser synes det hensigtsmæssigt at følge Bagehots regel, dvs. tilføre likviditet til banker med likviditetsudtræk, men kun til en forhøjet rente og kun mod sikkerhed. Det kunne eventuelt overvejes at øge troværdigheden af reglen ved at lade den indgå i lovgivningen. Det kunne således overvejes at indføre en bestemmelse i lov om Danmarks Nationalbank, der kun tillader Nationalbanken at tilføre ekstraordinær likviditet til finansielle institutter, hvis det sker mod sikkerhed og til en forhøjet rente.

Som omtalt i afsnit 8.6.5 er det sværere for medlemsstater i Den Europæiske Monetære Union at håndtere likviditetskriser, idet der ikke længere for de nationale centralbanker er adgang til at udvide pengemængden.

9.9. Sammenfatning og konklusion

Det har været diskuteret i kapitlet, hvordan det er muligt gennem ændringer i det danske regelsæt at forbedre håndteringen af finansielle kriser. I første række kan der tænkes gennemført et krav om konvertibel lånekapital, dvs. at finansielle institutter skal optage lån med den klausul, at lånet i en fremtidig periode kan konverteres til aktiekapital til en bestemt kurs, hvis Finanstilsynet finder, at kapitalkravet ikke er opfyldt i den pågældende finansielle virksomhed. Forslaget har den fordel, at finansielle virksomheder på forhånd vil være sikret adgang til ansvarlig kapital i en krisesituation, således at det ikke er nødvendigt at skulle gennemføre en kapitaludvidelse på et marked, hvor aktiekursen er trykket. Man undgår herved også en procedure med hurtige fusioner, der dels kan være vanskelige at praktisere i en situation med færre pengeinstitutter, og dels har den

ulempe, at der herved sker en begrænsning af konkurrencen i den finansielle sektor samt en tilsidesættelse af aktionærernes interesser. Blandt andre mulige foranstaltninger kan nævnes bl.a. et krav om en selskabsstruktur, hvor danske finansielle virksomheders udenlandske aktiviteter placeres i særskilte datterselskaber under et holdingselskab. Ligeledes bør der forberedes en krisehåndteringsmodel, således at vigtige funktioner og indskud i et kriseramt pengeinstitut kan videreføres i et datterselskab, der udskilles under en krise. Det bør sikres, at der er mulighed for at videreføre vigtige funktioner, som udføres i udenlandskejede finansielle selskaber, der opererer i Danmark. Sikkerheden omkring pensionsforpligtelser kan forbedres gennem en tilrettelæggelse af statsgældspolitikken, således at staten i højere grad udsteder meget lange fordringer, der af pensionsinstitutterne kan anvendes som en investeringsmulighed. Gennem lovgivning kan der sættes rammer for Nationalbankens håndtering af situationer med ekstraordinære likviditetsudtræk fra danske pengeinstitutter.

Litteratur

- Allen, F. og D. Gale (1999). Bubbles, Crises and Policy. *Oxford Review of Economic Policy*, 15(3), 9-18.
- Allen, F. og D. Gale (2000). Bubbles and Crises. *The Economic Journal*, 110 (January), 236-255.
- Allen, F. og D. Gale (2007). *Understanding Financial Crises*. Oxford: Oxford University Press.
- Andersen, N. C. og J. Dalsgaard (2005). Afviklingen af Varde Bank. *Danmarks Nationalbank*, kvartalsoversigt, 4. kvartal 2005, 105-121.
- Andersson, M. og S. Viotti (1999). Managing and preventing financial crises – Lessons from the Swedish experience. *Penning- och Valutapolitik*, 1/1999, 71-89.
- Angkinand, A., W. Sawangngoenyuan og C. Wihlborg (2007). *Banking Crises: Definitions and Explanations*. Claremont Graduate University, arbejdspapir.
- Astrup Hansen, J. (2007). *Færøske banker 1906-2006*. København: Handelshøjskolens Forlag.
- Baba, N., S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda og H. Ugai (2005). Japan's Deflation, Problems in the Financial System and Monetary Policy. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers No. 188.
- Bagehot, W. (1873 [2007]). Lombard Street. London: John Murray. Uddrag i F. H. Capie og G. E. Wood (red.), *The Lender of Last Resort*. London: Routledge, 2007, 85-125.
- Baldvinsson, C., T. Bender, K. Busck-Nielsen og F. Nytoft Rasmussen (2005). *Dansk Bankvæsen*. 5. udgave. København: Forlaget Thomson.
- Bank for International Settlements (BIS) (1975). *Forty-Fifth Annual Report*. Basel: Bank for International Settlements.
- Bank for International Settlements (BIS) (1988). *58th Annual Report*. Basel: Bank for International Settlements.
- Bankkommissionen (1924). Beretning om forholdene i Den Danske Landmandsbank, Hypothek- og Vekselbank m.m. afgivet af den kgl. ordre af 21 september 1922 nedsatte kommission. København: G. E. C. Gad.

- Banklagskommittén (1999). *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*. SOU 1998:160. Stockholm: Fritzes.
- Banklagskommittén (2000). *Offentlig administration av banker i kris*. SOU 2000:66. Stockholm: Fritzes.
- Barth, J. R., G. Caprio Jr. og R. Levine (2004). Bank Regulation and Supervision: What Works Best? *Journal of Financial Intermediation*, 13, 205-248.
- Barton, D., R. Newell og G. Wilson (2002). Preparing for a Financial Crisis. *The McKinsey Quarterly*, Special Edition: Risk and Resilience, 79-87.
- Basel Committee on Banking Supervision (1992). The Insolvency Liquidation of a Multinational Bank.
- Basel Committee on Banking Supervision (2004). *Bank Failures in Mature Economies*. Working Paper No. 13.
- Baxter, T. C, J. M. Hansen og J. H. Sommer (2004). Two Cheers for Territoriality: An Essay on International Bank Insolvency Law. *American Bankruptcy Law Journal*, 78, 57-91.
- Baxter, T. C. og J. H. Sommer (2005). Breaking Up is Hard to Do: An Essay on Cross-Border Challenges in Resolving Financial Groups. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 175-191.
- Bergström, C., P. Englund og P. Thorell (2002). *Securum & Vägan ut ur Bankkrisen*. Stockholm: SNS Förlag.
- Bernanke, B. S. (1983). Nonmonetary effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73(3), 257-276.
- Bernanke, B. S. (2007). Subprime Mortgage Lending and Mitigating Foreclosures. Remarks by Mr Ben S Bernanke, Chairman of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, before the Committee on Financial Services, US House of Representatives, Washington DC, 20 September 2007.
- Bernanke, B. S. og M. Gertler (1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. *Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review*, 84(4), 17-51.
- Bernanke, B. S., M. Gertler og S. Gilchrist (1994). The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *Review of Economics and Statistics*, 78, 1-15.
- Bernanke, B. S. og C. Lown (1991). The Credit Crunch. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 205-248.
- Bliss, R. R. (2005). Comments on Key Policy Challenges in Financial Institution Resolution: Additional Complexities. I D. D. Evanoff og G. G.

- Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 307-317.
- Bollard, A. (2005). Being a Responsible Host: Supervising Foreign-Owned Banks. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 3-15.
- Bordo, M. D. (2007). Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience. I F. H. Capie og G. E. Wood (red.), *The Lender of Last Resort*. London: Routledge, 279-296.
- Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel og M. S. Martinez-Peria (2001). Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, April, 51-82.
- Bordo, M. og C. M. Meisner (2006). The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880-1913 versus 1972-1997. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3299-3329.
- Borio, C. (2006a). Monetary and Financial Stability. Here to Stay? *Journal of Banking & Finance*, 30, 3407-3414.
- Borio, C. (2006b). Monetary and Prudential Policies at a Crossroads? New Challenges in the New Century. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers, No. 216.
- Borio, C., W. English og A. Filardo (2004). A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy? *Bank for International Settlements*, BIS Papers, No. 19.
- Borio, C., C. Furfine og P. Lowe (2001). Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options. *Bank for International Settlements*, BIS Papers, No. 1, 1-57.
- Borio, C., N. Kennedy og S. D. Prowse (1994). Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries: Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications. *Bank for International Settlements*, Economics Paper No. 40.
- Borio, C. og P. Lowe (2002a). Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers No. 114.
- Borio, C. og P. Lowe (2002b). Assessing the Risk of Banking Crises. *Bank for International Settlements*, BIS Quarterly Review, December, 43-54.
- Borio, C. og W. R. White (2004). Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers No. 147.
- Breuer, J. B. (2004). An Exegesis on Currency and Banking Crises. *Journal of Economic Surveys*, 18(3), 293-320.

- Bäckström, U. (1998). Finansiella kriser – svenska erfarenheter. *Ekonomisk Debatt*, 26(1), 5-19.
- Calomiris, C. W., D. Klingebiel og L. Laeven (2005). A Taxonomy of Financial Crisis Resolution Mechanisms: Cross-Country Experience. I P. Honohan og L. Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*. Cambridge: Cambridge University Press, 25-76.
- Capie, F. H. (2007). The Emergence of the Bank of England as a Mature Central Bank. I F. H. Capie og G. E. Wood (red.), *The Lender of Last Resort*. London: Routledge, 297-316.
- Caprio, G. og D. Klingebiel (1996). *Bank Insolvencies: Cross-Country Experience*. World Bank, World Bank Research Papers No. 1620.
- Claessens, S., D. Klingebiel og L. Laeven (2005). Crisis Resolution, Policies, and Institutions. I Patrick Honohan og Luc Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*. Cambridge: Cambridge University Press, 169-194.
- Corcoran, T. (2007). Paul Martin's Argentine PR Miracle. *Cato Institute*. Udlagt på www.cato.org.
- Corsetti, G., P. Pesenti og N. Roubini (1999). Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis. *European Economic Review*, 43, 1211-1236.
- Cour des Comptes (2000). L'Intervention de l'État dans la Crise du Secteur Financier.
- Crockett, A. (2002). Market Discipline and Financial Stability. *Journal of Banking & Finance*, 26, 977-987.
- Crockett, A. (2005). Dealing with Stress at Large and Complex Financial Institutions. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 17-27.
- Dale, R. (2004). *The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble*. Princeton, N. J.: Princeton University Press.
- Danmarks Statistik (1969). *Statistiske Undersøgelser nr. 24: Kreditmarkedsstatistik*. København: Danmarks Statistik.
- Davis, E. P. (1992). *Debt, Fragility and Systemic Risk*. Oxford: Clarendon.
- Davis, E. P. (1993). Bank Credit Risk. *Bank of England, Working Paper Series*, No. 8.
- Davis, E. P. og H. Zhu (2005a). Bank Lending and Commercial Property Cycles: Some Cross-Country Evidence Bank. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers, No. 150.
- Davis, E. P. og H. Zhu (2005b). Commercial Property Prices and Bank Performance. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers, No. 175.

- dell' Ariccia, G. og R. Marquez (2004). Information and Bank Credit Allocation. *Journal of Financial Economics*, 72(1), 185-214.
- del Negro, M. og S. J. Kay (2002). Global Banks, Local Crises: Bad News from Argentina. *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, Third Quarter 2002, 1-18.
- Demirgüç-Kunt, A. (2006). Designing a Bank Safety Net: Regulatory Challenges for Cross-Border Banking. I G. Caprio, D. D. Evanoff og G. C. Kaufman (red.), *Cross-Border Banking: Regulatory Challenges*. Singapore: World Scientific, 389-398.
- Demirgüç-Kunt, A. og E. Detragiache (1999). Financial Liberalization and Financial Fragility. *World Bank*, World Bank Research Work Paper no. 1917.
- Demirgüç-Kunt, A. og E. Detragiache (2002). Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*, 49, 1373-1406.
- De Nicolo, G. og M. L. Kwast (2002). Systemic Risk and Financial Consolidation: Are They Related? *Journal of Banking & Finance*, 26, 861-880.
- De Vylder, S. (1999). Finanskriser och krishantering: några lärdomar. *Ekonomisk Debatt*, 27(2), 107-121.
- Diamond, D. og P. Dybvig (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.
- Diamond, D. og Raghuram G. Rajan (2005). Liquidity Shortages and Banking Crises. *The Journal of Finance*, LX(2), 615-647.
- Dillard, D. (1967). *Economic Development of the North American Community*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.
- Dowd, K. (1999). Too Big to Fail? Long-Term Capital Management and the Federal Reserve. *Cato Institute*, Brief Papers, No. 52.
- Dziobek, C. og C. Pazarbasioglu (1997). Lessons from Systemic Bank Crises: A Survey of 24 Countries. *International Monetary Fund*, Working Paper No. 97/161.
- Edwards, F. R. (1999). Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. *Journal of Economic Perspectives*, 13(2), 189-210.
- Edwards, F. R. og E. R. Morrison (2005). Derivatives and Systemic Risk: What Role Can the Bankruptcy Code Play? I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 347-364.
- Eichengreen, B. og P. Hausmann (1999). Exchange Rates and Financial Fragility. *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 7418.

- Eichengreen, B. og P. Hausmann (red.) (2005). *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Economies*. Chicago: Chicago University Press.
- Eichengreen, B., P. Hausmann og U. Panizza (2005). The Pain of Original Sin. I B. Eichengreen og P. Hausmann (red.) (2005), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Economies*. Chicago: Chicago University Press.
- Eisenbis, R. A. og G. G. Kaufman (2006). Challenges for Deposit Insurance and Financial Stability in Cross-Border Banking environments with Emphasis on the European Union. I G. Caprio, D. D. Evanoff og G. C. Kaufman (red.), *Cross-Border Banking: Regulatory Challenges*. Singapore: World Scientific, 331-347.
- Ekspertgruppen til undersøgelse af Finanstilsynets forvaltning (2004). Finanstilsynets forvaltning i nogle større sager ca. 1990-1995 (Baltica-sagen, Hafnia-sagen m.fl.). Sammenfattende rapport.
- Englund, P. (1999). The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences. *Oxford Review of Economic Policy*, 15, 80-109.
- European Central Bank (ECB) og Committee of European Securities Regulators (CESR) (2004). *Standards for Securities Clearing and Settlement Systems in the European Union*.
- European Parliament (2007). *Report on the Crisis of the Equitable Life Assurance Company*. Dokument A6-0203/2007.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (1984). *Federal Deposit Insurance Corporation: The First Fifty Years – A History of the FDIC 1933-1983*. Washington, D. C.: Federal Deposit Insurance Corporation.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (1997). *History of the Eighties – Lessons for the Future: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*. Washington, D.C.: Federal Deposit Insurance Corporation.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (1998a). *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience*. Washington, D.C.: Federal Deposit Insurance Corporation.
- FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (1998b). *A Brief History of Deposit Insurance in the United States*. Washington, D.C.: Federal Deposit Insurance Corporation.
- Finanstilsynet (1991). Beretning fra Finanstilsynet – Tilsynet med Realkreditinstitutter 1990. København.
- Finanstilsynet (1992). Beretning fra Finanstilsynet – Tilsynet med Realkreditinstitutter 1991. København.

- Finanstilsynet (1998). Redegørelse for anvendelsen af de regler, der blev benyttet ved fusionen i 1993 mellem Baltica Kapital A/S og Baltica Forsikring A/S. Redegørelse til Folketingets Erhvervsudvalg.
- Finans- og Tolldepartementet (1993). Bankkrisen og udviklingen i den norske banknæringen. St. meld. Nr. 39 (1993-94).
- Fisher, I. (1933). The Debt-Inflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4), 337-357.
- FitchRatings (2007). Asset-Backed Commercial Paper & Global Banks Exposure.
- Forsbæck, J. og L. Oxelheim (2003). *Money Markets and Politics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Freixas, X. (2003). Crisis Management in Europe. I J. Kremers, D. Schoemaker og P. Wierst (red.), *Financial Supervision in Europe*. Cheltenham: Edward Elgar, 102-119.
- Friedman, M. og A. J. Schwartz (1963a). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton, N. J.: Princeton University Press.
- Friedman, M. and A. J. Schwartz (1963b). Money and Business Cycles. *Review of Economics and Statistics*, 45 (Supplement), 32-64.
- Furfine, C. (2001). The Interbank Market during a Crisis. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers No. 99.
- Furfine, C. (2005). A Note on Financial Stability. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 115-120.
- Furman, J. og J. E. Stiglitz (1998). Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-135.
- Galbraith, J. K. (1961). *The Great Crash*. Harmondsworth: Penguin Books.
- Garantifonden for indskydere og investorer (2007). *Beretning og regnskab 2006*.
- Garde, P. (1990). Erfaringer ved håndtering af Kronebanksagen. *Nordisk Tidsskrift for Kriminalvidenskab*, 77(2), 73-99.
- Geithner, T. F. (2005). Changes in the Structure of the U.S. Financial System and Implications for Systemic Risk. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 29-38.
- Gerdrup, K. R. (2004). Three Booms and Busts involving Banking Crises in Norway since the 1890s. I T. G. Moe, J. A. Solheim og B. Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank, Occasional Papers No. 33, 145-177.
- Gerlach, S. og W. Peng (2005). Bank Lending and Property Prices in Hong Kong. *Journal of Banking and Finance*, 29, 461-481.

- Glick, R. og M. Hutchinson (2001). Banking Crises and Currency Crises: How Common Are the Twins? In R. Glick, R. Moreno og M. Spiegel (red.), *Financial Crises in Emerging Markets*. New York: Cambridge University Press.
- Goldberg, L., R. J. Sweeney og C. Wihlborg (2005). Can Nordea show Europe the way? *The Financial Regulator*, 10(2).
- Goldstein, M., G. L. Kaminsky og C. M. Reinhart (2000). *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*. Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Goldstein, M. og P. Turner (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Market Economies*. Washington, D.C.: Institute of International Economics.
- Goodhart, C. (2005). Multiple Regulators and Resolutions. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 253-273.
- Goodhart, C. (2007). Capital, not liquidity, is the problem. *Financial Times*, September 14, 2007.
- Goodhart, C. og D. Schoenmaker (2006). Burden Sharing in a Banking Crisis in Europe. *Penning- och Valutapolitik*, 2, 34-57.
- Greenspan, A. (1998). *Private-sector refinancing of the large hedge fund, Long-Term Capital Management*. Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998.
- Group of Ten (2001). Report on Consolidation in the Financial Sector (Fergusson Report).
- Group of Ten (2002). Insolvency Arrangements and Contract Enforceability.
- Group of Thirty (1998). International Insolvencies in the Financial Sector.
- Gulde, A.-M. og H. C. Wolf (2005). Financial Stability Arrangements in Europe: A Review. *Österreichische Nationalbank*, Workshops No. 4/2005.
- Hadjiemmanuil, C. (2004). Bank Resolution Policy and the Organization of Bank Insolvency Proceedings: Critical Dilemmas. I D. Mayes og A. Liuksila (red.), *Who Pays for Bank Insolvency*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 272-330.
- Hadjiemmanuil, C. (2005). Europe's Universalist Approach to Cross-border Bank Resolution Issues. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 217-235.

- Haldane, A. G., G. Hoggarth og V. Saporta (2005). Financial Stability and Bank Solvency. In D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (eds.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 83-113.
- Hansen, P. H. (1996). På glidebanen til den bitre ende: Dansk bankvæsen i krise 1920-1933. Odense: Odense Universitetsforlag.
- Hansen, S. A. (1968). Perioden 1818-1914. I K. E. Svendsen, S. A. Hansen, E. Olsen og E. Hoffmeyer (red.), *Dansk Pengehistorie*, bind 1. København: Danmarks Nationalbank, 129-390.
- Hansen, S. A. (1974). *Økonomisk vækst i Danmark, bind II: 1914-1970*. København: Akademisk Forlag.
- Hantering av en finansiell kris i ett gränsöverskridande bankföretag. Memorandum of Understanding (MoU) mellan centralbankerna i Danmark, Finland, Island, Norge och Sverige.
- Harris, K. (2005). Anticipatory Regulation for the Management of Banking Crises. *Columbia Journal of Law and Social Problems*, 38, 251-286.
- Harrison, I. (2005). The Reserve Bank of New Zealand's Creditor Recapitalization (BCR) Project: An Option for Resolving Large Banks? I Douglas D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 397-406.
- Haugland, K. og B. Vikøren (2006). Finansiell stabilitet og pengepolitik – teori og praksis. *Penge og Kreditt*, 34(1), 39-46.
- Herring, R. (2004). International Financial Conglomerates: Implications for Bank Insolvency Regimes. Financial Institutions Center, The Wharton School.
- Herring, R. (2005). BCCI & Barings: Bank Resolutions Complicated by Fraud and Global Corporate Structure. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. New Jersey: World Scientific, 321-345.
- Hofmann, B. (2001). The Determinants of Private Sector Credit in Industrialised Countries: Do Property Prices Matter? *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers, No. 108.
- Hoggarth, G. (2003). Resolution of Banking Crises: A Review. *Financial Stability Review*, December, 109-123.
- Hoggarth, G., R. Reis og V. Saporta (2002). Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence. *Journal of Banking & Finance*, 26, 825-855.
- Honohan, P. (2002). Comment on "Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence". *Journal of Banking & Finance*, 26, 857-860.

- Honohan, P. (2005). Fiscal, Monetary, and Incentive Implications of Bank Recapitalization. I Patrick Honohan og Luc Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge: Cambridge University Press, 109-134.
- Honohan, P. og R. Klingebiel (2003). The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises. *Journal of Banking and Finance*, 27, 1539-1560.
- Humphrey, T. M. (2007). Lender of Last Resort: The Concept in History. I F. H. Capié og G. E. Wood (red.), *The Lender of Last Resort*. London: Routledge, 263-278.
- Hüpkes, E. H. G. (2005). "Too Big to Save" – Toward a Functional Approach to Resolving Crises in Global Financial Institutions. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 193-215.
- Høyland, E., T. Johnsen, C. B. Meyer, T. Reve, E. Steigum og F. Sættem (1992). *Bankkrisen i Norge*. SNF-rapport 29/92. Bergen: Senter for Anvendt Forskning.
- Inaba, N. (2005). Planning for Efficient Resolution. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 407-413.
- Ingves, S. (2002). The Nordic Banking Crisis from an International Perspective. Seminar on Financial Crises, Kredittilsynet i Oslo den 11. september 2002.
- Ingves, S. og D. S. Hoelscher (2005a). The Resolution of Systemic Bank Crises. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 41-57.
- Ingves, S. og D. S. Hoelscher (2005b). The Resolution of Systemic Banking System Crises: The Way Forward. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 159-167.
- Ingves, S. og G. Lind (1996). Hanteringen av bankkrisen – sedd i efterhand. *Penning- och Valutapolitik*, 1/1996, 5-18.
- Ingves, S. og G. Lind (1998). Om att hantera en bankkris. *Ekonomisk Debatt*, 26(1), 41-54.
- IMF (International Monetary Fund) (1998). Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability. *International Monetary Fund*, World Economic Outlook, Chapter IV.
- Iwata, K. (2007). *Housing and Monetary Policy in Japan*. Summary of a speech by Mr Kazumasa Iwata, Deputy Governor of the Bank of Japan,

- at the Panel Session "Housing and Monetary Policy" at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 1 September 2007.
- James, H. (2001). *The End of Globalization*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Jennergren, P. og B. Näslund (1998). Efter bankkrisen: Vad blev notan för skattebetalarna? *Ekonomisk Debatt*, 26, 69-76.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach og E. Friedman (2000). Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, 58, 141-186.
- Kane, E. J. (1989). *The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?* Washington, D.C.: Urban Institute Press.
- Kane, E. J. (2005). Impediments to Fair and Efficient Resolution of Large Banks and Banking Crises. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 123-140.
- Kane, E. J. og M.-T. Wu (1996). Opportunity Cost of Capital Forbearance during the Final Years of the FSLIC Mess. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 36(3), 271-290.
- Karlsson, C. (2002). Nordbanken och den svenska bankkrisen ur ett konkurrensrättsligt perspektiv. SNS Occasional Paper No. 90.
- Kashyap, A. K. (2002). Sorting Out Japan's Financial Crisis. *Federal Reserve Bank of Chicago*, Economic Perspectives, 4th Quarter 2002, 42-55.
- Keynes, J. M. (1936 [1973]). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: The Macmillan Press.
- Kindleberger, Charles P. (1989). *Manias, Panics, and Crashes*. 2nd edition. Basingstoke: Macmillan Press.
- Kindleberger, C. P. (1993). *A Financial History of Western Europe*. New York: Oxford University Press.
- King, M. (2007). Monetary Policy Developments. Speech by Mr Mervyn King, Governor of the Bank of England, at the Northern Ireland Chamber of Commerce and Industry, 9 October 2007.
- Kiyotaki, N. og J. Moore (1997). Credit Cycles. *Journal of Political Economy*, 105, 211-248.
- Klingebiel, D. (2000). The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross Country Experiences. *The World Bank*, Policy Research Working Paper Series 2284.
- Koskenkylä, H. (2000). The Nordic Countries' Banking Crises And the Lessons Learned. *Bank of Finland*, Financial Markets Department, Working Paper 6/00.

- Krimminger, M. (2006). Banking in a Changing World: Issues and Questions in the Resolution of Cross-Border Banks. I G. Caprio, D. D. Evanoff og G. C. Kaufman (red.), *Cross-Border Banking: Regulatory Challenges*. Singapore: World Scientific, 401-422.
- Kroszner, R. S. (2007). Analyzing and Assessing Banking Crises. Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco, Conference on the Asian Financial Crisis Revisited, September 6, 2007.
- Kroszner, R. S., L. Laeven og D. Klingebiel (2007). Banking Crises, Financial Dependence, and Growth. *Journal of Financial Economics*, 87, 187-228.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer og R. W. Vishny (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- Lastra, R. M. og C. Wihlborg (2007). Law and Economics of Crisis Resolution in Cross-border Banking. Arbejdspapir.
- Latter, T. (1997). Causes and Management of Banking Crises. *Bank of England*, Centre for Central Banking Studies, Handbooks in Central Banking No. 12.
- Lawson, N. (1992). *The View from No. 11*. London: Batham Press.
- Lee, J. W. og Y. C. Park (2003). Recovery and Sustainability in East Asia. I M. Dooley og J. Frankel (red.), *Managing Currency Crises in Emerging Markets*. Chicago: Chicago University Press.
- Léguevaques, C. (2002). *Droit des défaillances bancaires*. Paris: Economica.
- Lind, H. (1998). Bublör och beslutsunderlag: Fastighetsvärderingar under boomen 1985-1990. *Ekonomisk Debatt*, 26(1), 31-39.
- Lindgren, C.-J. (2005). Pitfalls in Managing Closures of Financial Institutions. I Patrick Honohan og Luc Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge: Cambridge University Press, 76-108.
- Lowenstein, R. (2000). When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management. New York: Random House.
- Lund, J. Windfeld (2007). Uro på de finansielle markeder. *Danmarks Nationalbank*, Kvartalsoversigt, 3. kvartal, 37-47.
- Lybeck, J. A. (1992). *Finansiella Kriser För och Nu*. Stockholm: SNS Förlag.
- Mahoney, C. (2000). The Truth about Bank Credit Risk. *Moody's Special Comment*, April.
- Mayes, D. G. (2004). Preparing for Cross-Border Bank Failures. *The Financial Regulator*, 8(4), 58-63.
- Mayes, D. G. (2005). The Role of the Safety Net in Resolving Large Financial Institutions. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic*

- Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 275-306.
- Mayes, D. G., L. Halme og A. Liuksila (2001). *Improving Bank Supervision*. Basingstoke: Palgrave.
- Mikkelsen, R. (2001). *Færøerne i bankkrisens tegn*. København: Handelshøjskolens Forlag.
- Minsky, H. P. (1964). Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions. *American Economic Review*, May, 324-335.
- Minsky, H. P. (1993). The Financial Instability Hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute*, Working Paper No. 74.
- Mishkin, F. S. (1978). The Household Balance Sheet and the Great Depression. *Journal of Economic History*, 38, 918-937.
- Mishkin, F.S. (1991). Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective. I R. G. Hubbard (red.), *Financial Markets and Financial Crises*. Chicago: University of Chicago Press, 1991, 69-108.
- Mishkin, F. S. (1996). Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective. I M. Bruno og B. Pleskovic (red.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*. Washington, D. C.: World Bank, 29-62.
- Mishkin, F. S. (1997). The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers. In *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, proceedings of a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 28-30, 55-96.
- Mishkin, F. S. (1999). Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 3-20.
- Mishkin, F. S. (2006a). How Big a Problem is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts. *Journal of Economic Literature*, XLIV, 988-1004.
- Mishkin, F. S. (2006b). *The Next Great Globalization*. Princeton: Princeton University Press.
- Moen, H. (2004). The Present Value of Central Government Investments in and Support to Norwegian Banks. I T. G. Moe, J. A. Solheim og B. Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank, Occasional Papers No. 33, 225-249.
- Mordhorst, K. (1968). Bilag: Bankrekonstruktioner og banksammenbrud 1920-30. I K. E. Svendsen, S. A. Hansen, E. Olsen og E. Hoffmeyer (red.), *Dansk Pengehistorie*, bind 3. København: Danmarks Nationalbank, 114-155.

- Mølgaard, E. (2003). *Vagthund og Syndebuk*. København: Børsens Forlag.
- Mørch, S. (1986). Det store bankkrak: Landmandsbankens sammenbrud 1922-1923. København: Gyldendal.
- Nakaso, H. (2001). The Financial Crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan Responded and the Lessons Learnt. *Bank for International Settlements*, BIS Papers No. 6.
- Natorp, L. (2006). Afvikling af valutahandler. Danmarks Nationalbank, kvartalsoversigt, 4. kvartal, 67-84.
- Norges Offentlige Utredninger (1992). *Bankkrisen*. NOU 1992: 30. Oslo: Statens Forvaltningstjeneste.
- Nyberg, P. og V. Vihriälä (1994). The Finnish Banking Crisis and Its Handling. *Bank of Finland*, Discussion Papers 7/94.
- OECD (Organisation for Economic Co-Operation and Development). *Bank Profitability*. Diverse årgange.
- Office of the Census (1975). *Historical Statistics of the United States*. Washington, D.C.: Office of the Census.
- Olsen, E. (1968). Perioden 1914-1931. I K. E. Svendsen, S. A. Hansen, E. Olsen og E. Hoffmeyer (red.), *Dansk Pengehistorie*, bind 2. København: Danmarks Nationalbank, 9-152.
- Oosterloo, S. og J. de Haan (2005). Arrangements for Financial Stability in OECD and EU Countries. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 421-439.
- Papathanassiou, C. (2005). Comments on Financial Institution Resolution: Cross-Border Issues. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 237-249.
- Peek, J. og E. Rosengren (2005). Crisis Resolution and Credit Allocation. I P. Honohan og L. Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge: Cambridge University Press, 276-305.
- Penrose, The Right Honourable Lord (2004). *Report of the Equitable Life Inquiry*. London: Stationery Office.
- Persson, M. og S. Viotti (1998). Bankkrisen – en blick framåt. *Ekonomisk Debatt*, 26(1), 77-84.
- Pesola, J. (2001). The Role of Macroeconomic Shocks in Banking Crises. *Bank of Finland*, Discussion Papers, 6, 2001.
- Presidential Task Force on Market Mechanisms (1988). *Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms* (Brady-rapporten). Washington D.C.

- Ranciere, R., A. Tornell og F. Westermann (2006). Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth. *Journal of Banking & Finance*, 30, 3331-3348.
- Reinhart, C., K. Rogoff og M. Savastano (2003). Debt Intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1-74.
- Rigsrevisionen (1998). Beretning om grundlaget for Lønmodtagernes Dyrtdidsfonds og Arbejdsmarkedets Tillægspensions beslutning om ikke at anlægge erstatningssag i forbindelse med Hafnia Holding A/S' betalingsstandsning og konkurs og Finanstilsynets rolle i Hafnia-sagen. www.ft.dk/baggrund/statsrev/1197.
- Rojas-Suarez, L. (2005). Argentina and Uruguay in the 2000s: Two Contrasting Experiences of Banking Crisis Resolution. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 365-389.
- Sabourin, J. P. (2005). The Deposit Insurer's Role in Maintaining Financial Stability. I D. D. Evanoff og G. G. Kaufman (red.), *Systemic Financial Crises: Resolving Large Bank Insolvencies*. Hackensack, N. J.: World Scientific, 59-68.
- Sandal, K. (2004). The Nordic Banking Crises in the Early 1990s – Resolution Methods and Fiscal Costs. I T. G. Moe, J. A. Solheim og B. Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank, Occasional Paper No. 33, 77-115.
- Schinasi, G. J. og P. G. Teixeira (2006). The Lender of Last Resort in the European Single Financial Market. I G. Caprio, D. D. Evanoff og G. C. Kaufman (red.), *Cross-Border Banking: Regulatory Challenges*. Singapore: World Scientific, 349-372.
- Schwartz, A. J. (1986). Real and Pseudo Financial Crises. Optrykt I F. Capie og G. Wood (red.), *Financial Crises and the World Banking System*. London: Macmillan, 11-31.
- Schwierz, C. (2004). Economic Costs Associated with the Nordic Banking Crisis. I Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim og Bent Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. *Norges Bank*, Occasional Papers No. 33, 117-144.
- Seidman, L. W. (1993). Full Faith and Credit: The Great S&L Debacle and Other Washington Sagas. Frederick, Md.: BeardBooks.
- Sironi, A. (2002). Strengthening Banks' Market Discipline and Leveling the Playing Field: Are the Two Compatible? *Journal of Banking & Finance*, 26, 1065-1091.
- Sprague, I. H. (1986 [2000]). *Bailout: An Insider's Account of Bank Failures and Rescues*. Washington, D. C.: Beard Books.

- Statsrådet (1999). Statsrådets Redegörelse till Riksdagen om Bankstödet.
- Stehm, J. (2006). Payment Systems and the Safety Net: The Role of Central Bank Money and Oversight. I G. Caprio, D. D. Evanoff og G. C. Kaufman (red.), *Cross-Border Banking: Regulatory Challenges*. Singapore: World Scientific, 373-388.
- Steigum, E. (2004). Financial Deregulation with a Fixed Exchange Rate: Lessons from Norway's Boom-Bust Cycle and Banking Crisis. I Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim og Bent Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank, Occasional Paper No. 33, 23-75.
- Steinmeyer, H.-D. (2007). Private und betriebliche Altersvorsorge zwischen Sicherheit und Selbstverantwortung. Upubliceret manuscript.
- Stern, Gary H. og R. J. Feldman (2004). *Too Big to Fail*. Washington, D. C.: Brookings Institution Press.
- Stiglitz, J. (1990). Symposium on Bubbles. *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), 13-18.
- Stortingets Granskningskommisjon for Bankkrisen (1998). Rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen. Stortinget, Dokument nr. 17 (1997-98).
- Straarup, P. (2006). *Finansielle kriser: Hvad har den finansielle sektor lært af 90'erne?* Indlæg ved Finanstilsynets konference den 12. september 2006 om "Finansielle kriser – hvordan opstår de – hvordan kan de bekæmpes".
- Sveriges Riksbank (2003a). Riksbankens rolle som lender of last resort. *Finansiell Stabilitet*, 3.
- Sveriges Riksbank (2003b). Kan ett bankfallissemang hota betalningssystemet? *Finansiell Stabilitet*, 1, 75-92.
- Trichet, J. C. (2007). Hearing before the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament.
- Tschoegl, A. (2005). Financial Crises and the Presence of Foreign Banks. I Patrick Honohan og Luc Laeven (red.), *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge: Cambridge University Press, 197-231.
- Undersøgelseskommissionen vedrørende den Færøske Banksag (1998). *Beretning afgivet af Undersøgelseskommissionen vedrørende den Færøske Banksag*. København: Statens Information.
- Urwitz, G. (1998). Erfarenheter från en bankkris. *Ekonomisk Debatt*, 26(1), 55-68.

- Vale, B. (2004). The Norwegian Banking Crisis. I T. G. Moe, J. A. Solheim og B. Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank, Occasional Paper No. 33, 1-21.
- Vásquez, I. (1996). The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises. *The Cato Journal*, 16(2).
- Vihriälä, V. (1997). Banks and the Finnish Credit Cycle 1986-1995. *Bank of Finland*, Bank of Finland Studies, E:7.
- Viotti, S. (2000). Hantering av bankkriser – förslag till nytt regelverk. *Penning- och Valutapolitik*, 3/2000, 5-22.
- Visholm, T. (2006). Samspel mellem risikostyring og tilsynsmæssig regulering. I L. Lynge Andersen og F. B. Søgaard (red.), *12 perspektiver på pension*. København: Forlaget Thomson, 222-244.
- Von Peter, G. (2004). Asset Prices and Banking Distress: A Macroeconomic Approach. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers, No. 167.
- Von Peter, G. (2005). Debt-Deflation: Concepts and a Stylised Model. *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers, No. 176.
- Walker, G. A. (2001). *International Banking Regulation: Law, Policy and Practice*. The Hague: Kluwer Law International.
- Warsh, K. M. (2007). Financial Market Developments. Remarks by Mr Kevin M Warsh, Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, to the State University of New York at Albany's School of Business, Albany, New York, 21 September 2007.
- White, W. R. (2004). Are Changes in Financial Structure Extending Safety Nets? *Bank for International Settlements*, BIS Working Papers No. 145.
- Witse, H. P. (2004). Management of the Banking Crisis and State Ownership of Commercial Banks. I Thorvald G. Moe, Jon A. Solheim og Bent Vale (red.), *The Norwegian Banking Crisis*. Norges Bank, Occasional Papers No. 33, 179-207.
- Wohlin, L. (1998). Bankkrisens upprindelse. *Ekonomisk Debatt*, 26(1), 21-30.
- Woo, D. (2002). Two Approaches to Resolving Nonperforming Assets during Financial Crises. *International Monetary Fund*, Working Paper no. 00/33.
- Økonomiministeriet (1994). *Den danske pengeinstitutsektor*. København: Schultz Information.
- Økonomiministeriet (1995a). *Redning af pengeinstitutter siden 1984*. København: Schultz Information.
- Økonomiministeriet (1995b). *Demokrati og åbenhed om pensionsinstitutternes investeringsbeslutninger*. København: Schultz Information.

Litteratur

- Økonomiministeriet (1997). *Håndtering af pengeinstitutkriser*. København: Schultz Information.
- Økonomi- og Erhvervsministeriet (2003). *Større valgfrihed i pensionsopsparingen*. København: Schultz Information
- Østrup, F. (1989). *Det finansielle system i Danmark*. København: Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Østrup, F. (1993a). *Finansfusionerne i de nordiske lande*. Nord 1993:33. København: Nordisk Ministerråd.
- Østrup, F. (1993b). Fremtiden for den danske finansielle sektor. *Fremtidsorientering*, 1, 20-22.
- Østrup, F. (1993c). Pengepolitikken i 1992. *Danmarks Nationalbank*, Kvartalsoversigt – Maj 1993, 13-17.
- Østrup, F. (2002). Lempelse af realkreditlån problematisk. *Finansfokus*, 2, 2002, 3-7.