



Management Working Papers

2013-03

Den finansielle krise i Danmark:

Diskussion af rapporten fra "Udvalg om årsagerne til finanskrisen"

Tom Engsted and Johannes Raaballe



AARHUS
UNIVERSITY

BUSINESS AND SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF ECONOMICS AND BUSINESS

Den finansielle krise i Danmark:

Diskussion af rapporten fra ”Udvalg om årsagerne til finanskrisen”

Tom Engsted og Johannes Raaballe
Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

Vi diskuterer finanskriseudvalgets rapport. Der er mange nyttige informationer i rapporten, og en god beskrivelse/analyse stiller lige så mange spørgsmål, som den besvarer. Som følge heraf, og i betragtning af rapportens omfang, har vi i vor diskussion valgt at fokusere på de områder, der ikke belyses/besvares, og de områder, hvor vi ikke kan finde et empirisk og/eller logisk belæg for rapportens påstande.¹

Finanskriseudvalgets rapport er et digert værk, der giver en omfattende beskrivelse af finanskrisen, som den udfoldede sig i Danmark. Rapporten vil givetvis i årene fremover fremstå som en væsentlig kilde, når detaljer i kriseforløbet skal analyseres.

Udvalget opremser en lang række af årsager til krisen. Alle årsager var næppe lige væsentlige, og vi kunne derfor have ønsket os en analyse af, hvad der var de væsentligste årsager. I den forbindelse savner vi en diskussion af Too Big To Fail - Bailout - Moral Hazard problematikken samt en mere klar stillingtagen/diskussion af betydningen af corporate governance for den danske krise.

¹ Tak for kommentarer fra Anders Grosen og Ken L. Bechmann.

Vi er i modsætning til udvalget ikke overbeviste om, at realkreditens salg af obligationer i december 2008 havde forløbet i god ro og orden uden myndighedernes støtte. Vi kunne have ønsket os en grundigere behandling af dette forhold.

Vi kunne enkelte steder have ønsket os mere detaljerede faktuelle oplysninger. Eksempelvis vedrørende indlånsunderskuddets finansiering, der ikke fuldt ud kan afdækkes alene med baggrund i offentligt tilgængelige kilder, og vi finder ikke, at rapportens sammenligning af indlånsunderskuddene på tværs af lande er retvisende.

Vedrørende krisehåndteringen bringer rapporten desværre ikke meget faktisk nyt. Hvordan var eksempelvis krisehåndteringen organiseret i praksis? Hvem sad for bordenden? Hvilken ekspertise havde man? Hvem kom med forslag, og hvem koordinerede?

Rapporten konkluderer, at "Bankpakkerne har overordnet og generelt været hensigtsmæssigt udformet". Vi er ikke enige heri. Efter vores opfattelse mangler der analyser af helt centrale spørgsmål. Hvorfor virkede eksempelvis garantierne i Bankpakke 1 ikke straks, når staten så at sige havde satset hele butikken? Fra hvornår virkede garantierne? Bankpakke 2 indeholdt adskillige uhensigtsmæssigheder, bl.a. vedrørende den hybride kernekapital og det indbyggede statssubsidium til pengeinstitutterne. Bankpakke 4 ender med – i modsætning til de oprindelige intentioner bag pakken – at blive en statsstøtteordning for to usunde banker.

Udvalget fremlægger 18 anbefalinger. Taget hver for sig har vi ikke stort at indvende mod de enkelte anbefalinger. Men samlet set finder vi, at de 18 anbefalinger sammen med de allerede gennemførte tiltag er utilstrækkelige.

Udvalget er enige med os i, at dårlig corporate governance var et problem i de faldne pengeinstitutter. Der var ingen egenkontrol i disse institutter, og man havde ikke været i stand til at lære af den forrige bankkrise. Til trods herfor har udvalget ingen anbefalinger angående en forøget ejerkontrol af pengeinstitutternes ledelser, hvorimod halvdelen af udvalgets anbefalinger vedrører et styrket Finanstilsyn.

Ingen disciplinerings- og kontrolmekanismer er perfekte, heller ikke et styrket Finanstilsyn. Det havde derfor efter vor opfattelse været naturligt også at tildele andre end Finanstilsynet en væsentlig kontrollerende rolle. Som i det øvrige erhvervsliv kunne man udnytte, at ejerne har en væsentlig interesse i at beskytte deres investering. Dette kunne passende suppleres med langt stærkere krav til den eksterne revision, så offentligheden kunne forlade sig på en blank "going concern" påtegning.

Selv i flerstrengede kontrolsystemer kan der ske svigt, men følgerne heraf for pengeinstitutternes kreditorer og især staten ville blive afbødet ved, at der stilles væsentlig større egenkapitalkrav til pengeinstitutterne.

I stedet hænger udvalget stort set alene sin hat på, at et nyt og forbedret Finanstilsyn, som udvalget samtidig frygter vil blive politisk undermineret, alene skal løfte opgaven. Det forekommer risikabelt og utilstrækkeligt.

INDLEDNING

Resultatet af kriseudvalgets arbejde forelå den 18. september 2013 i form af rapporten *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*. Rapporten er på 488 sider, fordelt på 14 kapitler og et bilagsafsnit.

Udvalget bag rapporten har bestået af 11 medlemmer, heraf 4 fra den akademiske verden, en tidligere bankdirektør og tidligere formand for Finansrådet, en tidligere nationalbankdirektør samt 5 medlemmer fra embedsværket. Udvalget har været sekretariatsbetjent af 9 personer fra embedsværket, dvs. Erhvervs- og Vækstministeriet (herunder Finanstilsynet), Finansministeriet, Økonomi- og Indenrigsministeriet og Danmarks Nationalbank. Havde der i stedet for et udvalg været tale om en bestyrelse i et børsnoteret selskab, ville man ikke efter gængse corporate governance kriterier have karakteriseret bestyrelsen som værende uafhængig. Udvalget og sekretariatsbetjeningen er således født med en interessekonflikt, og som det vil fremgå, bærer rapporten efter vor opfattelse præg heraf.

Ifølge kommissoriet skulle udvalget både ”belyse internationale faktorer som årsag til krisen i den danske finanssektor” og ”undersøge, hvilke særlige danske forhold som kan have medvirket til krisen i den danske finanssektor”. Udvalget skulle desuden give en vurdering af iværksatte opstramninger, herunder om opstramningerne er tilstrækkelige og afbalancerede.

Dispositionsmæssigt følger vi rapporten, idet vi dog først behandler udvalgets anbefalinger til sidst. I næste afsnit diskuterer vi krisens årsager, hvorefter vi diskuterer krisehåndteringen. Vi afslutter med en diskussion af udvalgets anbefalinger.¹

KRISENS ÅRSAGER

Udvalget sætter fingrene på de umiddelbart synlige punkter op til krisen: ”Høj og tilsyneladende holdbar økonomisk vækst, der medførte en udbredt optimisme og deraf følgende generel undervurdering af risiko, procyklisk (konjunkturmedløbende) finanspolitik, procyklisk regulering af den finansielle sektor, lempelige finansielle vilkår, risikosøgende kreditinstitutter og utilstrækkelig selskabsledelse i en række pengeinstitutter.”, jf. side 15.

Udvalget fremfører side 15, at ”Årsagen til finanskrisen er således en kombination af mange faktorer – både internationale og nationale – der spillede sammen, og det er derfor ikke muligt at udpege én årsag eller én skurk bag den finansielle krise.” Det kan vi kun erklære os enige i. Men alle årsagerne er jo ikke lige væsentlige, og vi savner en prioritering af årsagerne. Var den konjunkturmedløbende finanspolitik eksempelvis lige så vigtig som bankernes akkumulerede indlånsunderskud? Der er mange ”skurke”, ja, men nogle er trods alt større end andre.

Dårlig corporate governance

Vort konkrete bud på de væsentligste af de umiddelbart synlige årsager er: Høj udlånsvækst, indlånsunderskud som sektoren finansierede ved kort låntagning i udlandet, dårlig corporate governance og lav egenkapital. Finanstilsynets tilsynsdiamant og Niro Invests årlige rapport har tilsvarende konkrete bud.

Dårlig corporate governance er efter vores opfattelse helt central i forståelsen af den danske bankkrise. Bechmann og Raaballe (2008, 2009a, 2009b, 2010, 2012) finder, at de nødlidende/dårligt præsterende banker er karakteriseret ved dårlig corporate governance uden en større uafhængig storaktionær og med en opportunistisk ledelse, der ”afsløres” som sådan ved at tiltage sig incitamentsbaseret aflønning. Det er især i disse banker, man finder ekstrem udlånsvækst, høje indlånsunderskud og dårlig udlånsdiversificering, herunder også mange store engagementer.

Da den næste bankkrise ikke nødvendigvis forløber som den nuværende, er det måske værd at have disse og andre mere fundamentale karakteristika for øje.

Too big to fail – bailout – moral hazard

Internationalt spillede subprime problemerne i USA en vigtig rolle ved at sprede sig til en række andre lande, eksempelvis Tyskland. Men som rapporten gør opmærksom på, var dette ikke kendetegnende for Danmark. Her var problemet ikke tab på derivater indeholdende subprimelån, men på

gode gammeldags udlån. Udtryksformerne var altså forskellige, men måske var der alligevel fælles bagvedliggende faktorer.

Den internationale baggrund for krisen beskrives, herunder opbygningen af en række makroøkonomiske ubalancer, og de strukturelle ændringer i den finansielle sektor med især udviklingen af strukturerede produkter indeholdende subprimelån i den amerikanske skyggebankssektor.²

Men rapporten har svært ved at løfte sig op over det beskrivende for at give en mere grundlæggende analyse af de dybereliggende årsager til krisen.

Hvorfor blev der taget mere og mere risiko i finanssektoren?

Vi savner eksempelvis en diskussion af, hvorvidt den siden 1980'erne nærmest institutionaliserede internationale praksis med at redde store finansielle institutioner, der kommer i vanskeligheder, kan have medført så massive moral hazard problemer, at det i virkeligheden er de mange bailouts af too-big-to-fail institutter, der grundlæggende er årsag til krisen. Hvis man som bankledelse forventer at blive reddet, når man løber ind i problemer, får man et incitament til at tage for meget risiko. Går det godt, scorer man selv fortjenesten. Går det dårligt, bliver man reddet af staten. Og jo oftere man oplever, at andre finansielle institutioner bliver reddet, desto større incitament får man til at drive sin egen forretning endnu mere risikofyldt.

Der refereres mange steder i rapporten til Lehman Brothers kollaps i september 2008 som startskuddet til den egentlige eskalering af krisen. Men det diskuteres ikke, om det var en fejl at lade Lehman falde. I den offentlige debat er det nærmest blevet en alment accepteret sandhed, at hvis blot Lehman var blevet reddet, var krisen ikke blevet så omfattende. Udvalget skriver side 86: ”Man må efterfølgende konstatere, at beslutningen om at

lade Lehman Brothers gå ned var skæbnesvanger.” Dette tyder på, at udvalget også mener, at det *var* en fejl at lade Lehman falde.

Det er i høj grad relevant at diskutere hele ”too big to fail – bailout – moral hazard” problematikken, også for at få en dybere forståelse af krisen i Danmark, jf. eksempelvis diskussionen af bankpakkernes betydning for Danske Banks overlevelse. Cochrane (2010) giver en detaljeret analyse af hele denne problemstilling, og han ender med at konkludere : ”*the central problem is how to escape the bailout expectations trap*” og: ”*The only way to limit expectations of a bailout is for the government to give up the legal authority to do it.*”, jf. Cochrane (2010, side 36).

Vi savner en diskussion af disse aspekter i rapporten. Efter vores opfattelse er det helt afgørende for en dybere forståelse af årsager til finanskriser, at man analyserer *roden* til den overrisikable adfærd i finanssektoren.

Lehman Brothers

Som nævnt abonnerer udvalget på ’Lehman hypotesen’. Men denne hypotese kan i høj grad diskuteres. Taylor (2008) og Cochrane & Zingales (2009) har interessante analyser af begivenhederne i dagene og ugerne omkring Lehmans krak mandag den 15. september 2008. Fire dage efter krakket, lå det amerikanske aktiemarked *højere* end børsdagen før krakket, og de kreditspænd, der måler risikoen og usikkerheden i pengemarkedet (CDS spread og Libor-OIS spread), steg kun marginalt i dagene umiddelbart efter krakket. Noget tyder altså på, at Lehmans kollaps *i sig selv* ikke blev betragtet som en systemisk katastrofe af de finansielle markeder.

Derimod steg kreditspændene dramatisk i dagene og ugerne efter den 23.-24. september. Det var de dage, at Kongressen blev præsenteret for

finansminister Paulson og centralbankchef Bernankes TARP plan (*Troubled Asset Relief Program*), efter hvilken staten skulle stille 700 milliarder dollars til rådighed til køb af bankernes syge boliglån. Planen blev præsenteret i al hast og med meget lidt baggrundsinformation. Som Cochrane og Zingales formulerer det: *In effect, these speeches amounted to "The financial system is about to collapse. We can't tell you why. We need \$700 billion. We can't tell you what we're going to do with it." That's a pretty good way to start a financial crisis.*

Ikke så underligt, at finansmarkederne tænkte "Er der noget vi har overset? Er USA ved at kollapse? Vi må hellere redde hvad reddes kan", når regeringen og centralbankchefen pludselig beder skatteyderne om 700 milliarder dollar til opkøb af bankernes værdiløse boliglån!

Med andre ord: Det var måske mere de offentlige myndigheders uklare udmeldinger, og markedets *forventninger* om fremtidige redninger – forventninger skabt af en lang række tidligere redninger – end Lehmans krak i sig selv, der fik de finansielle markeder til at panikke.

Tilhængerne af Lehman hypotesen skylder i øvrigt svar på følgende enkle spørgsmål: Ville der ikke være faldet det samme antal børsnoterede danske banker (19 ud af oprindeligt 44) under alle omstændigheder? Faldt disse banker ikke på grund af for lav solvens som følge af tab på udlån, der allerede var givet før Lehmans fald? Hvorfor faldt der ikke en eneste børsnoteret bank i Norge, Sverige og Finland? Hvorfor var Danske Bank i langt større vanskeligheder under krisen – og har efterfølgende performet langt dårligere – end deres sammenlignelige nordiske kollegaer? Vi kunne ønske en diskussion heraf.

Markedsøkonomisk disciplin

Flere gange i rapporten – eksempelvis side 149 – anføres, ”reguleringen inden krisen var i høj grad baseret på markedsøkonomisk disciplin og en mulighed for forholdsvis præcist at måle risici.” Vi kan godt forstå det sidste udsagn, men har noget sværere ved at se, at der var en markeds­mæssig disciplinering af de danske pengeinstitutter inden krisens opståen.

I de fleste danske pengeinstitutter havde ejerne ikke noget at skulle have sagt som følge af omfattende aktionærhindringer – se eksempelvis Bechmann og Raaballe (2009b og 2010). Der var således ingen aktuel eller potentiel fremtidig mulighed, eksempelvis ved at indsætte en anden bestyrelse, for ejerdisciplinering af den eksisterende ledelse. Et pengeinstituts store långivere har heller ikke store muligheder for at disciplinere ledelsen, idet pengeinstituttets långivere er afskåret fra at betinge deres långivning på andet end offentligt tilgængeligt information. Långivernes eneste disciplineringsmulighed er altså at stemme med fødderne og lade være med at forny långivningen, hvilket var det, som skete i efteråret 2008, da de udenlandske långivere ikke ville forny de danske pengeinstitutters lån. Dette var sammen med insolvens den eneste markeds­mæssige disciplinering af ledelserne. Men begge disse disciplineringsformer virkede først under og efter krisen, altså en postgang for sent.

Aktionærerne i landets største bank, Danske Bank, *havde* muligheden for at disciplinere ledelsen. Danske Bank aktionærerne havde imidlertid som følge af too big to fail problemstillingen ikke et fornødent incitament hertil.

IFRS reglerne og Basel II

Ifølge udvalget fik de internationale reguleringstiltag i midt 00'erne, især overgangen til Basel II og indførelsen af de internationale regnskabsstandarder (IFRS), betydning for dansk regulering. I troen på, at man ret præcist var i stand til at måle risici, kom der mere fokus på avanceret risikostyring, og mindre fokus på kapitalpolstring.

Ifølge udvalget indebar de nye IFRS-standarder lavere hensættelser på udlån og dermed højere egenkapital (i størrelsesordenen 25-50 mia. kr.), hvilket ifølge rapporten indebar højere udlån (i størrelsesordenen 175-350 mia. kr.) og dermed højere udlånsvækst. Argumentet i rapporten er, at der er et fast forhold mellem et pengeinstituts udlån og dets egenkapital. Når egenkapitalen øges, da øges pengeinstituttets udlån i henhold til dette argument med et fast forhold. Der er imidlertid intet belæg, hverken i rapporten eller den finansielle litteratur, for påstanden om et fast forhold mellem udlån og egenkapital. Tværtom. Igennem de to sidste årtier har forholdet mellem udlån og egenkapital været stigende i danske pengeinstitutter, og endnu mere sigende er den særdeles markante spredning i samme forhold på tværs af de danske pengeinstitutter. Ydermere var danske pengeinstitutter inden krisen ikke tæt på den lovbestemte solvensbegrænsning. Vi kan således ikke følge argumentet om, at lavere hensættelseskrav, der indebar højere bogført egenkapital, boostede danske pengeinstitutters udlån som følge af et fast forhold mellem udlån og egenkapital. Hvis der hypotetisk eksisterede et sådant fast forhold, ville eksempelvis Danske Bank ikke have været i stand til at 6-doble balancen med blot en 3-dobling af egenkapitalen over perioden 1998 til 2008, jf. Raaballe (2013). Danske Banks balanceforøgelse ville, hvis udvalgets IFRS-

argument skulle være sandt, have krævet 100-200 mia. kr. mere i egenkapital i Danske Bank.

Overgangen til Basel II indebærer en lempelse af kapitalkravene. Særligt interessant er i den forbindelse fastsættelsen af de individuelle solvenskrav, som Finanstilsynet fik hjemmel til fra januar 2005. Tilsynet fik mulighed for at påbyde pengeinstitutterne højere solvenskrav, men udvalget skriver side 168, at "Finanstilsynet var tilsyneladende tilbageholdende i sin fortolkning af solvensreglerne, hvorfor der ikke blev testet grænser af for tilsynets skønsudøvelse i forhold til at kunne fastsætte et højere individuelt solvenskrav." Det var først med bankTrelleborg sagen i januar 2008, at Finanstilsynet kom med et specifikt påbud om højere solvens.

Udvalget konkluderer generelt om Finanstilsynets ageren op til krisen, at dets tilsynsvirksomhed havde karakter af "en mere eller mindre mekanisk gennemgang af overholdelse af reguleringen og en ringe vægt på top-down risikoanalyser.", jf. side 166. Vi er enige med udvalget i denne vurdering. Glædeligvis ser det ud til, at der siden krisen er sket et betydeligt kvalitetsløft i tilsynets øverste ledelse og i dets virksomhed.

Realkreditsektoren

Udvalget fremfører side 219: "På trods af uroen kunne danske realkreditinstitutter stadig sælge realkreditobligationer gennem efteråret 2008, og obligationerne bevarede deres likviditet."

Gjorde de? Hvem købte obligationerne? For det første købte Nationalbanken for ca. 100 mia. kr. via belåning i Nationalbanken. For det andet gav Bankpakke 1 likviditet til opkøb af (egne) realkreditobligationer. Eksempelvis havde Danske Bank forøget beholdningen af egne

realkreditobligationer med godt 90 mia. kr. fra ultimo 2007 til ultimo 2008. For det tredje havde man gennem en ”politisk” bestemt ændring af rentekurven for pensionssektoren sikret, at pensionssektoren ikke solgte ud af danske realkreditobligationer og også kunne købe på december auktionerne. Endelig havde Den Sociale Pensionsfond (bestyret af Nationalbanken) investeret 22 mia. kr. i variabelt forrentede obligationer.

Vi er ikke overbeviste om, at december auktionerne havde forløbet i god ro og orden uden disse tiltag. Vi har bemærket, at kreditvurderingsbureauerne den dag i dag deler vor bekymring. Vi finder ikke, at rapporten behandler dette forhold grundigt nok.

Udlånsvækst og indlånsunderskud

Rapporten dokumenterer side 186, at de danske kreditinstitutters udlånsvækst i årene 2005-07 var markant højere end i landene omkring os, eksempelvis Norge, Sverige, Holland og Tyskland. I beskrivelsen af udlånsvækst finder vi, at der helt korrekt fokuseres på udlån til boligudvikling og landbrug. Men vi finder, at der fokuseres for lidt på udlån til andre erhverv, særligt de små og mellemstore virksomheder, som i de større pengeinstitutters regnskaber blev fremhævet som et væsentligt hensættelsesområde. Ganske vist var hensættelsesprocenterne for disse udlån lavere, men udlånene var af et stort omfang. Med fare for at blive beskyldt for populisme minder vi om Stein Bagger sagen.

Den kraftige udlånsvækst resulterede i et stort indlånsunderskud, der blev finansieret med kortfristede internationale pengemarkedslån. Dette indlånsunderskud spillede en væsentlig rolle under den danske bankkrise. Detaljerede oplysninger vedrørende indlånsunderskuddene fremgår ikke af

de enkelte pengeinstitutters regnskaber eller andre offentligt tilgængelige kilder. For at forstå omfanget af den risiko, der var forbundet med disse underskud – likviditetsrisiko og tilhørende valutakursrisiko – er det væsentligt at vide, hvem der finansierede underskuddene, i hvilke valutaer og med hvilke løbetider. I hvor høj grad blev eksempelvis de små og mellemstore pengeinstitutters indlånsunderskud finansieret af de store pengeinstitutter, og i hvor høj grad finansierede de selv indlånsunderskuddene på de udenlandske markeder? Vi kunne, emnets vigtighed taget i betragtning, have ønsket os langt mere detaljerede og systematiske opgørelser over finansieringen af de danske pengeinstitutters indlånsunderskud.

I rapporten sammenlignes indlånsunderskud på tværs af en række nordeuropæiske lande. Det konkluderes, at ”Opbygningen af et stort indlånsunderskud i de danske pengeinstitutter er således ikke et specielt dansk fænomen.” (side 190), og: ”indlånsunderskuddet i danske pengeinstitutter [lå] på niveau med gennemsnittet for kreditinstitutter i Holland og Storbritannien.” (side 189). Men rapportens internationale sammenligning er desværre ikke retvisende. Som indlån (der gives dog ikke en definition heraf) regnes alene kundeindskud i pengeinstitutterne. For Danmarks vedkommende indebærer dette således, at realkrediten har et stort indlånsunderskud, idet de udstedte realkreditobligationer ikke tæller som indlån. Når man således sammenligner penge- og realkreditinstitutters samlede indlånsunderskud på tværs af lande, har Danmark et særdeles højt indlånsunderskud – se for eksempel rapportens figur 8.7 ”Danmark”. Sammenligner man i stedet danske pengeinstitutters indlånsunderskud

(eksklusiv realkredit) med indlånsunderskuddene i de udenlandske pengeinstitutter, får danske pengeinstitutter relativt et alt for lille indlånsunderskud, idet de udenlandske pengeinstitutter får store indlånsunderskud som følge af, at boligfinansieringen i disse lande typisk foretages af pengeinstitutter, der udsteder boligobligationer, som ikke tæller med i disse pengeinstitutters indlån. Vi er således ikke overbeviste om, at det danske indlånsunderskud ikke var ekstraordinært højt i en international sammenhæng.

Advarsler og ansvar

Man kan spørge, om en anderledes dansk makropolitik op til bankkrisen ville have forhindret krisen. Vi er enige med udvalget i, at den procykliske finanspolitik var problematisk. Og de 'vilde' udlån til ejendomsamatadorene ville formentlig have været mindre uden boligboblen, som bl.a. var et resultat af fastfrysningen af ejendomsværdiskatten, jævnfør Dam m.fl. (2011).

På toppen af boligboblen mente hverken Nationalbanken eller vismændene, at der var en boligboble. Begge institutioner beskrev de kraftige stigninger og udtrykte en vis bekymring, der dog ikke stak så dybt. I 2006 fastslog Nationalbanken, at der var "en solid bund under boligmarkedet, og der er næppe udsigt til en umiddelbart forestående vending", jf. Danmarks Nationalbank (2006, side 20). På samme tidspunkt konkluderede vismændene, at: "boligmarkederne næppe udgør en alvorlig risikofaktor", jf. Det Økonomisk Råd (2006, side 48).

Som rapporten korrekt gør opmærksom på, var der derimod adskillige økonomer fra universitetsverdenen, der råbte vagt i gevær og advarede om risikoen for boligprisfald.

Rapporten kritiserer myndighederne – herunder Nationalbanken – for ikke tilstrækkeligt kraftigt at have advaret om de usunde udviklingstendenser i årene op til krisen. Men rapporten er samtidig meget omhyggelig med at nævne alle de steder – store som små – hvor Nationalbanken rent faktisk advarede, se eksempelvis siderne 173-177. Ved læsningen af disse sider kan man ikke helt undslippe fornemmelsen af, at Nationalbankens folk har været med til at føre pennen (hvilket måske er naturligt, da banken har været repræsenteret i både udvalget og sekretariatsbetjeningen; men spørgsmålet om indbyggede interessekonflikter rejser sig naturligvis).

Det, der står tilbage er, at Nationalbanken i 2006 ikke mente, at der var en boligboble, og i foråret 2008 i sin stabilitetsrapport vurderede: ”Robust finansiel sektor i Danmark”. Dermed svigtede banken en af sine hovedopgaver, jf. rapportens side 172: ”En af Nationalbankens væsentligste opgaver i forbindelse med finansiel stabilitet er at analysere og kommunikere relevante risici i den finansielle sektor.”

Pointen er *ikke*, at Nationalbanken skulle kunne forudse nedturen på boligmarkedet. Ingen kan med sikkerhed sige, hvad der sker i fremtiden. Men når priserne vokser så voldsomt over så lang tid, som de gjorde fra midten af 90’erne, burde man have advaret om en *stigende risiko* for prisfald. I stedet gjorde man nærmest det modsatte, jævnfør den ”solide bund under boligmarkedet”. Tilsvarende med vurderingerne af den finansielle stabilitet: Med så kraftig udlånsvækst og som noget historisk helt nyt

opbygning af et stort indlånsunderskud over flere år, er det uforståeligt, at Nationalbanken i 2008 kunne nå til den konklusion, at den finansielle sektor var ”robust”.

Hvor der i rapporten er kritik af Finanstilsynet og Nationalbanken, har vi ikke kunnet finde et eneste rap over fingrene til det daværende Økonomi- og Erhvervsministerium. Det er bemærkelsesværdigt, at der ingen vurdering overhovedet gives af ministeriets rolle og ansvar under kriseforløbet.

Ministeriet er trods alt ressortministerium for bankerne og har Finanstilsynet under sig. ”Lov om Finansiell Virksomhed” hører under Økonomi- og Erhvervsministeriet.

Man må formode, at Økonomi- og Erhvervsministeriets departementschef gennem kriseforløbet har spillet en aktiv rolle, måske ligefrem været ”ham for bordenden”. Der er imidlertid ingen oplysninger herom i rapporten. Har departementschefen haft indflydelse på kriseudvalgets rapport? Spørgsmålet lader sig ikke besvare. Men under alle omstændigheder har ministeriet haft en vigtig rolle i sekretariatsbetjeningen af udvalget. For os rejser de manglende oplysninger spørgsmål om transparens og mulige interessekonflikter.

KRISEHÅNTERINGEN

Den danske finanskriser var allerede relativt velbeskrevet og analyseret inden kriseudvalgets rapport udkom, hvorimod der stadig var adskillige hvide pletter for så vidt angår *kriسهåndteringen*. Vi har således især set frem til at læse disse afsnit i rapporten.

Rapporten bringer desværre ikke meget nyt på dette punkt. Vi er helt på det rene med og har forståelse for, at det kan være svært for embedsværket at holde en passende distance til det stofområde, som har udgjort embedsværkets arbejdsområde igennem mere end 5 år. Men vi har mindre forståelse for, at der også for så vidt angår faktuelle oplysninger stort set er det samme antal hvide pletter på landkortet.

Hvordan var og er eksempelvis krisehåndteringen organiseret i praksis? Og på daglig basis? Siden 2005 har der eksisteret et ”Koordinationsudvalget for Finansiell Stabilitet” med repræsentanter for det daværende Økonomi- og Erhvervsministerium, Finanstilsynet, Nationalbanken og Finansministeriet. Samarbejdet tog sigte på at ”opretholde finansiell stabilitet og koordinere institutionernes håndtering af eventuelle finansielle kriser.”, jf. side 178. Var dette koordineringsudvalg, der ikke gøede en eneste gang op til krisen, forløberen for krisehåndteringsorganisationen? Hvem kom med forslag til krisehåndtering og hvem koordinerede? Hvem havde ansvaret for at ”mandsopdække” Danske Bank – måske frem til forsommeren 2009? Skal vi i denne forbindelse fæste lid til Berlingskes oplysninger (2013) eller de få og upræcise oplysninger i rapporten side 313?

Krisehåndteringsforløbet bør give anledning til udarbejdelse af en drejebog, som løbende bør ajourføres. Erfaringer fra 5 bankpakker under et 5-årigt forløb med 6 ministre og én departementschef kan let gå i glemmebogen.

Vi må trøste os med: ”Bankpakkerne har overordnet og generelt været hensigtsmæssigt udformet, givet den sårbare situation på de finansielle

markeder og i realøkonomien på tidspunktet for bankpakkernes tilblivelse,” jf. side 302 og 327.

Bankpakke 1

Det væsentligste i Bankpakke 1 var, at staten stillede en ubegrænset statsgaranti overfor pengeinstitutternes indskydere og andre simple kreditorer. Pengeinstitutterne kunne således forlænge/optage nye lån med den danske stats AAA i ryggen. I rapporten, side 312; står: ”Mod forventning medførte aftalen den 5. oktober ikke en mærkbar likviditetsadgang for de danske pengeinstitutter”. Men på side 314 i rapporten læser vi: ”Bankpakke 1 havde hurtigt en positiv effekt på pengeinstitutternes adgang til likviditet og situationen blev stabiliseret.” I samme forbindelse skriver Danmarks Nationalbank (2011, side 70) to år senere: ”Det høje kreditrelaterede spænd er ved første øjekast bemærkelsesværdigt i lyset af, at Bankpakke 1 indebar en statsgaranti for alle indskyderes og andre simple kreditorers tilgodehavender i pengeinstitutterne fra oktober 2008 til september 2010. En væsentlig del af forklaringen er, at pengeinstitutterne i vid udstrækning fastsatte kreditpolitikken overfor de andre pengeinstitutter, som om Bankpakke 1 ikke eksisterede.”

Vore spørgsmål er: Hvornår begyndte garantien at virke? Hvorfor virkede den ikke til at begynde med? Selv om staten så at sige havde satset hele butikken, og dette ikke umiddelbart virkede, findes der ikke en nærmere diskussion/analyse af dette forhold i rapporten. Var forklaringen, at den danske stat i slutningen af 2008 de facto ikke blev anset som AAA som

følge af valutakrisen (som i øvrigt er velbeskrevet i rapporten)? Eller er forklaringen den mere prosaiske, at staten ikke udstedte garantibeviser med guldlogo, som de danske pengeinstitutter kunne have med, når de skulle have forlænget deres lån i udlandet? Eller var forklaringen, at de store pengeinstitutter optrådte som monopolistiske grossister overfor de små og mellemstore pengeinstitutter?

Bankpakke 2

Stemningen lige efter Bankpakke 1 var, at der ikke var behov for flere bankpakker. Vi citerer Bechmann, Grosen og Raaballe (2009): ”Så vi opfordrede til at lade bankredningspakken afløse af en ny og gennemtænkt bankpakke. Det var der intet behov for, fik vi at vide. Fjorten dage efter ovenstående opfordring var det hele gået i selvsving. Det kunne ikke gå stærkt nok med en ny bankpakke. Statsministeren og Nationalbankdirektøren annoncerede den 8. december 2008 i henholdsvis Børsen og på Finansrådets årsmøde et akut behov for en ny bankpakke. Næste morgen i P1 udtalte vi, *at der ikke var noget hastværk, det var bedre at klappe hesten og tænke sig om.*”

”33.000 selskaber i akut pengenød” lød det med store typer på Børsens forside den 19. december 2008. Dansk Industri og Finansrådet havde skruet op for musikken. Det er i det lys, at tilvejebringelsen af Bankpakke 2 skal ses.

På tidspunktet for Bankpakke 2's (også kaldet Kreditpakken) vedtagelse viste de officielle tal imidlertid, at der ikke var tale om en aktuel

kreditklemme. Paradoksalt viste tallene, at der stadig var udlånsfremgang til erhvervene. Embedsværket fæstner i stedet lid til interesseorganisationernes vurderinger og skriver: ” ... danske virksomheder oplever uhensigtsmæssige kreditbegrænsninger, som ligger ud over, hvad den konjunkturrelle situation og en forsvarlig kreditvurdering tilsiger.”, Økonomi- og Erhvervsministeriet samt Finansministeriet (14. januar 2009).

Hvordan sikrer vi os, at vi fremover også i pressede situationer ikke bukkes under for interesseorganisationers pres, men holder hovedet koldt og baserer vore beslutninger på kendsgerninger? Sådant bliver situationen sikkert også næste gang. Så vi kunne have ønsket os en diskussion heraf.

De to væsentligste elementer i Bankpakke 2 var pengeinstitutternes mulighed for at få hybrid kernekapital og individuelle statsgarantier for perioden oktober 2011 til udgangen af 2013. Havde pengeinstituttet alene likviditetsproblemer, valgte det at søge om individuelle statsgarantier, idet låneomkostningen inklusiv garantiprovision var i størrelsesordenen 3,5-4,5% p.a., hvorimod låneomkostningen ved hybrid kernekapital var i størrelsesordenen 10% p.a. Havde pengeinstituttet derimod solvensproblemer, og dermed frygt for at blive lukket af Finanstilsynet, valgte det hybrid kernekapital, idet denne tæller med i pengeinstituttets solvens. Og det var præcist sådan, at det gik. De svageste pengeinstitutter søgte også om hybrid kernekapital.

Det væsentligste og mest omdebatterede element i forbindelse med Bankpakke 2 er den hybride kernekapital. Målet var at polstre pengeinstitutterne, gøre dem mere sikre, gøre dem mere solvente. Et

mindretal i udvalget finder, at andre virkemidler havde været mere velegnede. Det punkt lader vi ligge og koncentrerer os om den hybride kernekapital.

Bechmann, Grosen og Raaballe (2009a) skriver to dage efter den politiske aftale om Bankpakke 2: ”Nok så væsentligt er det, at en bank slet ikke bør være polstret ved hjælp af hybrid kernekapital. Når roen har indfundet sig, vil de fleste indse, at alene kapital indskudt af aktionærer og optjent af banken bør tælle med i kernekapitalprocenten.”

Ratingbureauerne fandt ikke, at hybrid kernekapital var svaret på mere egenkapital. Og Bankpakke 2 måtte da allerede i al hast ændres i marts 2009, således at bankerne under nærmere omstændigheder kunne vælge at konvertere den hybride kernekapital til rigtig egenkapital. Lige lidt hjalp det. Og længere fremme i rapporten kan vi da også læse (side 343): ”Det indebærer bl.a., at de statslige kapitalindskud fra Bankpakke II ikke længere vil opfylde kriterierne for hybrid kernekapital.” Og endnu værre blev det. Selv hybrid kernekapital af bedste beskaffenhed kan nu blot i mindre omfang medregnes til egenkapitalen. Vi finder således ikke, at hybrid kernekapital var det rette svar på den stillede udfordring.

På side 326 kan vi læse: ”Et krav om, at sektoren betaler for bankpakkerne indebærer desuden, at de sunde, veldrevne pengeinstitutter kommer til at betale for de nødlidende.” Dette var byrdedelingen bag Bankpakke 1 og til dels også Bankpakke 2. Vi forstår ikke logikken bag ovenstående citat, og der gives ingen argumenter i rapporten. Vi forstår godt, at krakkede pengeinstitutter ikke kan betale for overlevende pengeinstitutter, men vi

forstår ikke det hensigtsmæssige i, at pengeinstitutter, der har holdt sig på måtten, skal betale for pengeinstitutter, der ikke har holdt sig på måtten. Hvorfor ikke betale efter den risiko, som det enkelte pengeinstitut påfører samfundet? Det vil fremadrettet give pengeinstitutterne bedre tilskyndelser til at gøre det rigtige set med samfundets øjne. Vi forstår godt, at man byder den fortabte søn velkommen hjem, men der er jo ingen grund til at holde festen sådan, at hele børneflokken ender op med at være fortabte sønner og døtre.

Af side 314, 318 og 319 fremgår, at staten indtil videre har opnået et beskedent overskud på Bankpakke 1 og 2, og at overskuddet ikke kan gøres op endnu, idet der stadig er udeståender på Bankpakke 2. I den forbindelse står det os ikke helt klart, hvordan statens engagement med Vestjysk Bank og FIH er indregnet. Under alle omstændigheder er det en ex post betragtning. Mere relevant er en ex ante betragtning: På tidspunkterne for bankpakkernes indførelse, blev staten da tilstrækkeligt kompenseret, i forventede termer, for den betydelige risiko staten tog?

Af Rothschild rapporter og interne notater fra embedsværket op til Bankpakke 2, som vi har haft lejlighed til at læse, fremgår det, at renterne på den hybride kernekapital og de individuelle garantier under Bankpakke 2 var væsentligt lavere end de tilsvarende markedsrenter. Der er altså tale om et subsidium til pengeinstitutterne, men et subsidium, der (lige netop) er i overensstemmelse med EU's retningslinjer. Dette fremgår ikke af rapporten, og vi havde gerne set et skøn over værdien af disse subsidier, som vi vurderer som ganske betydelige på tildelingstidspunktet.

I tilknytning til rapporten læser vi flere steder, at der ikke kunne rejses aktiekapital på aktiemarkedet. På side 333 fremgår eksempelvis: ”Da ordningen i Bankpakke II blev udformet primo 2009, var det bl.a. statens rådgiver Rothschilds vurdering, at kun meget få danske selskaber – og måske kun Danske Bank – kunne rejse aktiekapital på markedet.”

Vi har flere bemærkninger hertil. Vi har ikke været i stand til at finde denne vurdering i Rothschild rapporterne. Vi har på den anden side været i stand til at finde Rothschilds vurdering af, at lånemarkederne var svært tilgængelige, hvilket vi er helt enige i. Det er velkendt, at lånemarkeder under turbulente forhold kan lukke ned, se eksempelvis Stiglitz & Weiss (1981). Men aktiemarkederne er normalt funktionsdygtige. De tilbyder blot ikke attraktive priser, set med udstederøjne, i turbulente tider.

Den 10. februar 2009, midt i orkanens øje, annoncerede Bang og Olufsen, der var i vanskeligheder, en aktieemission på 460 mio. kr. Samme dag aflagde Nordea et pænt årsregnskab og annoncerede samtidig en aktieemission på 19 mia. kr. Begge aktieemissioner blev fuldtegnede. Efterfølgende har vi set danske banker, der bestemt ikke kunne karakteriseres som værende i god gænge, gennemføre aktieemissioner. Vi finder således, at aktiemarkedet i modsætning til markedet for risikable lån var funktionsdygtigt. Vi kunne have ønsket os en mere specifik diskussion heraf i rapporten.

Efter vor opfattelse er en god ting i forbindelse med Bankpakke 2 kravet om, at pengeinstitutterne skal offentliggøre deres individuelle solvensbehov, og at Finanstilsynet skal offentliggøre vurderingen af pengeinstituttet efter en

inspektion. Åbenhed har en væsentlig disciplinerende effekt på pengeinstituttets ledelse. Samtidig er det en ubureaukratisk måde at gøre det på. Det kræver ikke ekstra arbejde, og ledelsesretten og ansvaret er stadig i pengeinstituttet. Det, der ikke tåler dagens lys, er næppe godt. Vi finder derfor, at det vil være hensigtsmæssigt med yderligere åbenhed. Det gælder eksempelvis om hvert ledelsesmedlems (både bestyrelses- og direktionsmedlems) aflønningspakke og engagement med pengeinstituttet og for så vidt angår den faktiske proces i forbindelse med nominering og valg af bestyrelsesmedlemmer.

Bankpakkerne 3 til 5

Efter vedtagelsen af Bankpakke 2 var der ligesom efter vedtagelsen af Bankpakke 1 ikke mange politikere og embedsmænd, der forestillede sig flere bankpakker – der blev i det mindste ikke givet udtryk herfor. Men på rapportens udgivelsesdag var der vedtaget yderligere tre bankpakker. Er det udtryk for, at der populært sagt hoppes fra tue til tue, eller blot et udtryk for at verden forandrer sig? I Bechmann, Grosen og Raaballe (2009) var der ingen illusion om, at Bankpakke 2 var den sidste danske bankpakke. Det ville have været ønskeligt med en diskussion af spørgsmålet i rapporten.

I det følgende diskuterer vi kort Bankpakke 3-5. Bankpakke 3 kan ses som en præcisering af, hvordan nødlidende danske pengeinstitutter skal håndteres på en smidig måde, ikke mindst set med forbrugerøjne, efter Bankpakke 1's udløb oktober 2011. Det ønskelige var en overtagelse af det nødlidende institut af et andet pengeinstitut, men kunne dette ikke lade sig gøre, blev det

Finansiel Stabilitet A/S's opgave at afvikle det nødlidende institut på en smidig måde. Ved en sådan afvikling lider Indskydergarantifonden tab, og staten lider tab på dens eventuelle aktier, hybrid kernekapital og stillede garantier i det nødlidende pengeinstitut. Det viste sig, at interessen for at medvirke i sådanne konstruktioner var beskeden fra pengeinstitutternes side, og staten ville derfor ved afvikling af et nødlidende institut efter Bankpakke 3 få et tab på eksempelvis statens garantier udstedt i henhold til Bankpakke 2.

For at give pengeinstitutterne en større tilskyndelse til at overtage nødlidende pengeinstitutter, blev der derfor i Bankpakke 4 givet mulighed for, at staten kunne give det overtagende institut en medgift af en sådan størrelse, at statens tab forblev det samme. Hertil kom, at der kunne bevilges yderligere garantier for fusionerede pengeinstitutter frem til 2016.

Den politiske aftale om Bankpakke 4 forelå den 25. august 2011. Af denne aftale fremgår udtrykkeligt – og helt korrekt refereret i dagspressen på daværende tidspunkt – at det var en betingelse for at anvende Bankpakke 4, at det overtagende pengeinstitut var *sundt*. I udvalgets fremstilling af Bankpakke 4 af 25. august 2011 fremstår det stik modsat side 323: ”Det er en forudsætning, at mindst et af de fusionerede pengeinstitutter efter Finanstilsynets vurdering er (forventelig) nødlidende.” Der kræves altså i henhold til rapporten ikke, at mindst et pengeinstitut er *sundt*, men i stedet at mindst et pengeinstitut er *nødlidende*. Det er ikke en korrekt fremstilling af aftalen af 25. august 2011.

Fremstillingen ender imidlertid med at blive korrekt, idet man den 16. februar 2012 ændrede Bankpakke 4 (modificeret Bankpakke 4 ordning) således, at kravet nu ikke længere var, at mindst et pengeinstitut var *sundt*, men blot at mindst et pengeinstitut var *nødlidende*. Denne væsentlige ændring hører vi intet om i rapporten og får derfor ikke en forklaring på, hvorfor Bankpakke 4 blev ændret. Vort bedste gæt er, at det skyldtes et ønske om at fusionere Vestjysk Bank og Aarhus Lokalbanc, hvor staten havde mange penge i klemme i form af aktier, hybrid kernekapital og garantier. Ingen af disse to banker kunne karakteriseres som sunde. Ifølge dette gæt lavede man altså en ”lex Vestjysk Bank og Aarhus Lokalbanc” og brød dermed med det hidtidige princip om, at Bankpakker skulle være til gavn for brede dele af sektoren.

Staten havde på et tidspunkt godt 40 mia. kr. i klemme hos FIH. Det væsentligste element i Bankpakke 5 var muligheden for opsplitning af FIH, så ejendomsdelen kunne videreføres under Finansiell Stabilitet A/S. Her er udvalget dog anderledes klar i mælet (men det var ikke sådan Bankpakke 5 oprindeligt blev markedsført), om hvorfor Bankpakke 5 blev gennemført (side 336): ”Bankpakke V var rettet mod at afhjælpe situationen i FIH bank, da FIH bank på daværende tidspunkt havde planer om at reducere deres udlån i et omfang, som kunne få væsentlige økonomiske konsekvenser. ... brød Bankpakke V med det hidtidige princip om, at Bankpakker skulle være til gavn for brede dele af sektoren.” Det principielle heri diskuteres kort i rapporten, men læseren er overladt til sig selv med henblik på at vurdere, om det var en god løsning eller ej på det foreliggende problem.

Konklusion vedrørende bankpakkerne

Samlet set finder vi ikke belæg for rapportens konklusion om at ”Bankpakkerne har overordnet og generelt været hensigtsmæssigt udformet ... Selv med den erfaring, som forløbet har givet, kan der ikke gives et entydigt svar på, hvad en mere hensigtsmæssig løsning havde været, fordi samspillet mellem løsningerne og den samfundsmæssige udvikling er kompleks.”

Vi havde gerne set en mere ydmyg og open-minded beskrivelse og analyse af krisehåndteringen. Og vi er ikke overbeviste om, at der har fundet en tilstrækkelig læring sted for så vidt angår krisehåndteringen.

Nationalbanken har utvivlsomt lært af krisen. Finansiell stabilitet drejer sig ikke om at komme med et rigtigt gæt på de fremtidige konjunkturer. Det drejer sig om at undersøge, om pengeinstitutterne kan klare sig i alle fremtidige scenarier uden statens hjælp.

I den forbindelse har vi to ønsker. For det første at Finanstilsynets viden om de enkelte pengeinstitutters hensættelser indgår stærkere i de modeller, som Nationalbanken anvender til vurdering af finansiell stabilitet. For det andet at der søges udviklet en sammenhængende model, der indeholder såvel likviditet som solvens. I dag analyseres disse forhold i to separate modeller. Men som det er bekendt, er likviditetsproblemer næsten altid et forvarsel om solvensproblemer.

UDVALGETS ANBEFALINGER

Som et supplement til de tiltag, der allerede er gennemført for at forebygge en lignende finansiel krise i fremtiden, fremlægger kriseudvalget 18 anbefalinger til regeringen.

Anbefalingerne fremtræder sideordnede, og der er således ingen prioritering med hensyn til vigtigheden af anbefalingerne. Udvalgets formand, Jesper Rangvid, har dog efterfølgende udtalt: ”Hvis jeg skal prioritere mellem anbefalingerne, vil jeg fremhæve de anbefalinger, der handler om de store bankers og realkreditinstitutters kapitalkrav. Det er meget vigtigt, at man ikke lemper på de krav, der nu er ved at blive indført på baggrund af arbejdet fra SIFI-udvalget.” (Business.dk, 19. september).³

Da anbefalingerne er sideordnede, har vi valgt at diskutere dem i den rækkefølge, som de præsenteres i rapporten. Anbefalingerne er nummereret fra 1 til 18, og vi anvender samme nummerering. Vi koncentrerer os om de anbefalinger, som vi finder særligt vigtige og/eller problematiske.

Ejendomsbeskatningen

Anbefaling nummer 1 består i at ændre ejendomsbeskatningen, så den følger boligpriserne og dermed giver et bidrag til stabilisering af boligmarkedet. Et mindretal bestående af ministeriernes repræsentanter i udvalget påpeger, at der foreligger en politisk aftale om at fastholde ejendomsværdibeskatningen frem til 2020.

Vi kan ud fra en makroøkonomisk synsvinkel se gode grunde til en sådan anbefaling, men tror dog ikke, at forslaget i væsentlig grad ville have reduceret omfanget af den danske bankkrise. I den forbindelse erindrer vi om, at ejendomsbeskatningen fulgte boligpriserne under 1990'ernes bankkrise.

Regulering og tilsyn

Kriseudvalget finder, at en læring af krisen er, at strammere regulering og tilsyn er nødvendig. Halvdelen af udvalgets 18 anbefalinger (anbefalingerne 2 – 9 og 11) vedrører Finanstilsynet, der skal tildeles flere beføjelser. Men udvalget er bekymret. Denne bekymring luftes i anbefaling 2: ”Det er udvalgets bekymring, at der kommer et pres for en lempelse af de skærpede af den finansielle regulering ... Et sådant pres kan komme både i en tid, hvor der måtte være et ønske om at få mere gang i økonomien, men måske især i en tid, hvor økonomien er god, økonomien blomstrer og konstaterbare nedskrivninger er lave. Udvalget anbefaler, at der udvises stor varsomhed med sådanne lempelser, også når presset for lempelser bliver stort.”

Udvalget anbefaler, at Finanstilsynet holder fast i Tilsynsdiamanten, og at Finanstilsynet løbende er opmærksomt på, om Tilsynsdiamanten indeholder de relevante risikofaktorer. Tilsynsdiamanten foreslås skærpet for så vidt angår store engagementer. Endvidere ønskes pengeinstitutternes risikostyringsprincipper præciseret, og Finanstilsynet skal have mulighed for at dele viden om store engagementer med pengeinstitutterne. Endelig anbefales det, at Finanstilsynet udformer en Tilsynsdiamant særligt målrettet realkreditinstitutter.

Med hensyn til de større pengeinstitutter anbefales større åbenhed og kontrol med de risikovægte, som disse pengeinstitutter anvender i forbindelse med deres solvensberegninger.

Finanstilsynets disciplinerende rolle skal altså opretholdes, men hvad med penge- og kreditinstitutterne selv? Kriseudvalgets analyse/præmisser med hensyn til dette spørgsmål fremgår klart af nedenstående tre citater.

Side 34: ”Det er den ansvarlige ledelse i det enkelte pengeinstitut, dvs. bestyrelsen og den daglige ledelse, som er hovedansvarlige for at sikre en holdbar forretningsmodel for instituttet, herunder at der er en ordentlig kreditstyring og tilstrækkelig kapital og likviditet, sådan at instituttet er robust til at kunne modstå stød i form af tab og nedskrivninger mv. Det gælder uanset, hvad den til hver en tid gældende regulering måtte sætte af krav til de finansielle virksomheder, herunder i form af minimumskrav til kapital og likviditet. Den omstændighed, at der et tilsyn med, at institutterne efterlever de til enhver tid gældende regler, og at dette tilsyn eventuelt rykker tættere på institutternes udførelse af aktiviteterne (herunder vurdering af forretningsmodellen), ændrer ligeledes ikke på ledelsens ansvar. Desuden er ledelsen ansvarlig for i tide at erkende, hvis den valgte forretningsmodel og -strategi ikke er levedygtig, og om nødvendigt tage de heraf følgende nødvendige skridt. Et væsentligt element i at få genskabt tilliden og troværdigheden om sektoren, og dermed det fundament, der er grundlaget for kreditinstitutternes virke, ligger derfor hos de ansvarlige ledelser i de enkelte institutter.”

Side 35: ”Det er i den sammenhæng tankevækkende, at det i vid udstrækning er de samme fejltagelser, som lå bag den forrige bankkrise, og at disse institutter således ikke havde lært af erfaringer fra sidst.”

Side 41: ”En række pengeinstitutter var inden og under krisen præget af dårlig ledelse og uhensigtsmæssige ledelsesstrukturer. I visse institutter havde de administrerende direktører for meget magt i forhold til deres bestyrelser, og agerede derfor egenrådigt. En medvirkende årsag hertil var, at der i bestyrelserne manglede de fornødne kompetencer til reelt at kunne give den daglige ledelse et fagligt og ledelsesmæssigt modspil. Endvidere indebar omdannelsen af sparekasser til aktieselskaber en uheldig sammenblanding af ledelsen i fondene og institutterne, som muliggjorde uhensigtsmæssige forretninger med fondene. Ejer- og stemmebegrænsninger i en lang række pengeinstitutter kan have holdt storaktionærer, der ville stille krav om professionel ledelse, væk fra institutterne”

Ifølge udvalget bør beslutningskompetencen altså ligge hos bestyrelse og direktion, og ansvaret for god ledelse, herunder forretningsmodel, ligger entydigt hos pengeinstituttets ledelse. Ifølge udvalget bestod problemet i dårlig corporate governance i de faldne pengeinstitutter. Og disse pengeinstitutter havde ikke været i stand til at lære af den forrige bankkrise. Deri har udvalget ret. Alle 19 faldne børsnoterede danske banker (ud af 44 børsnoterede banker primo 2008) var kendetegnet ved dårlig corporate governance – eksempelvis stemme- og ejerbegrænsninger, der reelt sætter ejerne udenfor døren. Der fandtes altså ingen trussel om at blive disciplineret/kontrolleret af ejerne/aktiemarkedet.

Til trods for udvalgets plausible analyse, har det ingen forslag til, hvordan markedsdisciplineringen øges. Vi finder dette ulogisk og uforståeligt. Et mindretal bestående af Anders Grosen finder dog, at man også bør forlange, at ejerne kan disciplinere ledelsen.

Det går som en rød tråd igennem rapporten, at Danske Bank som følge af sin størrelse, kompleksitet, internationalisering og lave egenkapitalpolstring udgør en særlig risiko for den finansielle stabilitet i Danmark. Et mindretal bestående af Anders Grosen og Finn Østrup anbefaler, at danske kreditinstitutter, der har væsentlige udenlandske aktiviteter (som eksempelvis Danske Banks irske aktiviteter), skal drive disse i selvstændige datterselskaber, hvilket er det almindelige i international bankvæsen. Herved kan risikoen på de udenlandske aktiviteter ikke automatisk overvæltet på den indenlandske stat. Vi finder dette forslag hensigtsmæssigt.

Et andet mindretal bestående af Peter Møgelvang-Hansen og Finn Østrup anbefaler, at der sigtes mod en øvre grænse for størrelsen af finansielle virksomheder. Vi foretrækker, at det er den enkelte finansielle virksomhed, som vælger sin størrelse. Hvis man vælger at være stor og/eller kompleks, bør kravet da ubetinget være, at man er så egenkapitalmæssigt velpolstret, at man aldrig kommer til at udgøre en risiko for den danske stat.

Egenkapitalkrav

Udvalgets vigtigste (i henhold til udvalgets formand) anbefaling (nummer 10) er et ønske om at undersøge, om der bør fastsættes højere egenkapitalkrav for danske pengeinstitutter. Højere egenkapital vil indebære,

at Finanstilsynet vil kunne gribe ind overfor pengeinstituttet inden, at kreditorernes og statens penge kommer i fare. Det er altså ejerne, som får gevinsten, men også ejerne og kun dem, som må bære et eventuelt tab. En forøget egenkapital vil indebære, at der skal skydes flere penge ind i pengeinstituttet af ejerne. I en situation med væsentligt forøget egenkapital er det ejerne, der har magten, og de vil som betingelse stille, at de får reel indflydelse på pengeinstituttets ledelse.

Væsentligt forøget egenkapital vil således også afhjælpe eventuelle corporate governance problemer. Pengeinstitutterne har udtrykt bekymring for, om mere egenkapital gør det dyrere for pengeinstituttet og dets kunder. Admati m.fl. (2011 og 2013) samt Raaballe (2013) finder, at dette næppe er tilfældet. Pengeinstitutledelsernes bekymring kan i stedet forklares med, at væsentlig mere egenkapital vil indebære, at magten forskydes fra pengeinstitutledelserne til ejerne.

I lyset af et meget tamt SIFI-forlig og den politiske debat i forbindelse hermed finder vi desværre, at dette forslag politisk set ikke har lyse fremtidsudsigter.

To supplerende anbefalinger

I lyset af gennemgangen i krisehåndteringsafsnittet har vi to supplerende anbefalinger.

- *Åbenhed*: Vi ville, jævnfør tidligere, anbefale mere åbenhed omkring pengeinstitutledelserne (både bestyrelses- og direktionsmedlemmer), særligt

for så vidt angår deres aflønning og engagement med pengeinstituttet og for så vidt angår den faktiske proces i forbindelse med nominering og valg af bestyrelsesmedlemmer.

- *Krisehåndtering*: Vi anbefaler, at der oprettes en formel krisehåndteringsorganisation med rammer for denne.

Krisehåndteringsforløbet bør give anledning til udarbejdelse af en drejebog, som løbende bør ajourføres.

Diskussion og vor vurdering af Kriseudvalgets anbefalinger

- *Finanstilsynet*: Kriseudvalget er bekymret for, at Finanstilsynet undermineres politisk. Det samme er Nationalbankdirektør Lars Rohde, der på Realkreditrådets årsmøde den 26. september 2013 udtalte: ”Personligt er jeg noget overrasket over den politiske udvikling herhjemme. Forligskredsen bag bankpakkerne er bredt funderet i det politiske landskab og har indtil for nyligt haft et klart mål: Aldrig mere en finanskriser. Der skulle ryddes op og strammes til. Men det virker som om, at de politiske vinde er ved at vende. Har Finanstilsynet nu fået for meget magt, og er kravene til kreditinstitutterne nu også blevet for stramme? Det er som om, at finanskrisen allerede er glemt. Men hvis den kollektive hukommelse er så kort, vil det overraske mig. Oven i købet en kortere hukommelse end i de andre europæiske lande ... I det perspektiv (Bankpakke 1 og 2) er der vist ingen tvivl om, at der var behov for at stramme op. Vi er kommet langt i oprydningen, men det er uheldigt, hvis pendulet allerede svinger den anden vej.”

Vi forstår bekymringen. Ingen disciplinerings- og kontrolorganer er perfekte. Og når kriseudvalget stort set alene hænger sin hat på Finanstilsynet, der desuden kan undermineres, må det især give anledning til bekymring. Samtidig vil disciplinering/kontrol alene baseret på Finanstilsynet formentlig, som vi kort diskuterer senere, give anledning til for megen stivhed og for lidt innovation hos pengeinstitutterne.

- *Ejerne*: Vi finder, at reguleringen vil være langt mere robust ved at være baseret på flere uafhængige disciplinerings – og kontrolsystemer. Udvalget observerer helt korrekt, at det var så som så med pengeinstitutternes læring, og dermed egenkontrol, fra den forrige krise. Vi undrer os derfor over, at man ikke klart og utvetydigt anbefaler, at give ejerne mulighed for at disciplinere/kontrollere pengeinstitutterne ved at fjerne stemme- og ejerbegrænsningerne. Det er en mekanisme, der har tjent os godt for så vidt angår det øvrige danske erhvervsliv, hvor tilstedeværelsen af en større aktionær er den typiske ejerform. Vi er klar over, at det ikke er en perfekt mekanisme. Vi er, som formentlig mange andre, forundrede over Danske Banks ejeres ageren.

- *Revisorerne*: Vi ville også anbefale at stramme skruen overfor pengeinstitutternes eksterne revision, der jo er en tredje kontrolmekanisme. Vi kan langt hen ad vejen følge udvalgets analyse og kritik vedrørende den eksterne revision. Vi finder i lyset af det passerede, at udvalgets anbefaling nummer 15 om ekstraordinært at tilføre Revisornævnet ressourcer, er utilstrækkelig. Pengeinstitutter har monopol på at tiltrække indskud, som oven i købet er garanterede op til modværdien af 100.000 euro. Vi ville derfor stille krav om, at offentligheden kunne forlade sig på en blank *going*

concern påtegning i et pengeinstitut. Kan man ikke det, bør det have alvorlige konsekvenser hos revisionselskabet.

- *Egenkapital*: I denne flerstrengede tilgang ville vi også anbefale betydeligt højere egenkapital hos pengeinstitutterne end anbefalet af SIFI-udvalget. Dette ville ikke nødvendigvis forhindre dårlig pengeinstitutledelse, men sikre, at det alene blev ejerne, der kom til at bøde for dårlig ledelse – og ikke kreditorerne og skatteyderne.

- *Forretningsmodeller*: Vi er bekymrede for den megen snak om en 'sund forretningsmodel' i udvalgets rapport. Skal det virkelig, *on bottom line*, være Finanstilsynet, der vender fingeren nedad til en forretningsmodel? Ingen tvivl om, at der har været rigtigt mange dårlige forretningsmodeller i spil under den danske bankkrise. Men hvem har, hånden på hjertet, evnen til at afgøre, hvad der er en god eller dårlig forretningsmodel? I det øvrige erhvervsliv lader vi ejerne afgøre det spørgsmål, men det er også dem, der alene må bære et eventuelt tab. Hvad er der galt med den model?

- *Detailregulering*: Det er måske ovenstående problemstilling, i vor fortolkning, som tidligere Nationalbankdirektør Nils Bernstein udtrykte på Finansrådets årsmøde den 3. december 2012: "Netop nu er et større lovkompleks vedrørende finansiel lovgivning på vej til behandling i Folketinget. Jeg har udkastet med i dag. Det vejer 1,37 kg. Det skal retfærdigvis siges, at vægten kan halveres, når der skrives på begge sider af papiret. Meget mere er på vej over de kommende år. ... hvor indholdet ofte er så udførligt og indviklet at læse, at det med professorens (Linda Nielsens) egne ord selv for en person med en doktorgrad i jura er meget vanskeligt at

forstå. Der er tale om en myriade af forskellige regler med hver deres struktur, undtagelser og en detaljeringsgrad, som er helt overvældende ... Keep it simple. ... Konklusionen er, at man med relativt simple nøgletal kunne identificere, hvilke institutter der kunne komme i farezonen.”

Vi deler den tidligere Nationalbankdirektørs bekymring og skepsis omkring detailregulering af pengeinstitutterne. Ikke blot skabes der et indviklet administrativt system, men det gør også ansvarsfordelingen uklar, og det fjerner fokus fra det væsentlige til det uvæsentlige. Desuden er det med til at hæmme innovation – først skal bankens ledelse spørges, så skal Finanstilsynet spørges. Det er tungt.⁴

Her er et eksempel. Ringkjøbing Landbobank har klaret sig godt igennem krisen. Man udvidede lokalområdet, så næppe alle lokaliteter kunne ses fra kirketårnet. Man lånte ud til vindmøller, endda i Tyskland, og man lånte ud til lægepraksisser i hele Danmark. Endelig satsede man på formuende kunder især i Nordsjælland. Og man afprøvede andre ting, som man valgte at kassere. Ville det efter den nuværende praksis blive anset som en sund forretningsmodel? Vi ved det ikke. Udfordringen er dobbelt: At genindføre de gamle dyder samtidig med, at pengeinstitutterne moderniseres.

Det var og er pengeinstitutternes direktioner og bestyrelser, der havde ansvaret for de mange dårlige udlån, den risikable finansiering heraf og den generelt dårlige corporate governance. De faldne pengeinstitutters ejere havde ikke mulighed for at disciplinere direktion og bestyrelse. Danske Banks store ejere havde dog denne mulighed, men vi er med rapporten ikke

blevet klogere på, hvorfor dette ikke skete. Finanstilsynet magtede heller ikke at disciplinere direktion og bestyrelse.

Udvalget hænger stort set alene sin hat på, at et nyt og forbedret Finanstilsyn, som udvalget samtidig frygter vil blive politisk undermineret, alene skal løfte opgaven. Det forekommer risikabelt og utilstrækkeligt.

LITTERATUR

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig og Paul Pfleiderer, 2011: *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*. Stanford GSB Research Paper no. 2063.

Admati, Anat R. og Martin F. Hellwig, 2013: *The Bankers' New Clothes: What's wrong with Banking and What to Do about it*. Princeton University Press.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2008: Danske banker og finanskrisen. *Finans/Invest*, 8/08, s. 11-17.

Bechmann, Ken L., Anders Grosen og Johannes Raaballe, 2009a: Bankpakke II under lup. *Morgenavisen Jyllands Posten, Erhvervskronik*, 22. januar 2009.

Bechmann, Ken L., Anders Grosen og Johannes Raaballe, 2009b: Den Danske Bankkrise 2008-. Kapitel 18 i *Bukh*, Per Nikolaj og Niels Peter Mols (Red.): *Strategi & Driftsøkonomi – Festskrift for Ole Ø. Madsen*. Gyldendal, s. 262-278.

- Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009c: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord? *Finans/Invest*, 6/09, s. 16-25.
- Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009d: Manglende bremseklodser i danske banker. *Finans/Invest*, 8/09, s. 4-13.
- Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2010: Stemme- og ejerbegrænsninger i danske banker – en replik. *Finans/Invest*, 3/10, s. 19-27.
- Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2012: *Bad Corporate Governance: When Incentive-Based Compensation Identifies Dangerous CEOs*. Working Paper, Aarhus University.
- Berlingske, 2013: *Artikler om Danske Bank*. 28., 29. og 31. juli 2013.
- Børsen, 2008: *33.000 selskaber i akut pengenød*. 19 december 2008.
- Cochrane, John H., 2010: Lessons from the financial crisis. *Regulation*, Winter 2009-2010, s. 34-37.
- Cochrane, John H. and Luigi Zingales, 2009: Lehman and the financial crisis. *Wall Street Journal*, September 15, 2009.
- Dam, Niels Arne, m.fl., 2011: Udviklingen på boligmarkedet i de senere år – kan boligpriserne forklares? Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt* – 1. kvartal, del 2.
- Danmarks Nationalbank, 2006: *Kvartalsoversigt* – 1. kvartal 2006.
- Danmarks Nationalbank, 2011: *Kvartalsoversigt* – 2. kvartal 2011, del 2.
- Danmarks Nationalbank, 2008: *Finansiel Stabilitet 2008*.
- Danmarks Nationalbank, 2012: *Nils Bernsteins indlæg ved Finansrådets årsmøde mandag den 3. december 2012*.

Danmarks Nationalbank, 2013: *Lars Rohdes indlæg ved Realkreditrådets årsmøde 26. september 2013.*

Det Økonomiske Råd, 2006: *Dansk Økonomi, Efterår 2006.*

Erhvervs- og Vækstministeriet, 2011: *Aftale mellem regeringen (Venstre og Det Konservative Folkeparti) og Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Liberal Alliance om en række konsolideringsinitiativer. 25. august 2011.*

Erhvervs- og Vækstministeriet, 2012: *Modificeret Bankpakke IV-ordning med individuel statsgaranti ved fusion. 16. februar 2012.*

Erhvervs- og Vækstministeriet, 2013: *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring. Rapport fra Udvalget om finanskrisens årsager.*

Rothschild, 2008-2009: *Diverse rapporter. Dateret 26. november 2008 – 27. januar 2009.*

Raaballe, Johannes, 2013: *Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder? Finans/Invest, 03/13, s. 4-16.*

Shiller, Robert J., 2005: *Irrational Exuberance* (2nd Edition). Princeton University Press.

Sinn, Hans-Werner, 2010: *Casino Capitalism.* Oxford University Press.

Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss, 1981: *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. American Economic Review, Vol. 71, No. 3.*

Taylor, John B., 2008: *The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong.* Working Paper, Stanford University.

The Economist, 2013: *The Dodd-Frank act Too big not to fail. 18. februar 2012.*

Økonomi- og Erhvervsministeriet samt Finansministeriet, 2009:

Udlånsvækst med/uden statslig kapital. 14. januar 2009.

¹ Enkelte steder i denne artikel refererer vi til rapporter, som ikke er offentligt tilgængelige. Da vi deler institut med Anders Grosen, som har været med i kriseudvalget, kan vi oplyse, at vi ikke har modtaget nogen af disse rapporter fra Anders Grosen. Vi diskuterer ikke rapportens kapitel 14 om forbrugerforhold, idet dette kapitel behandles i en anden artikel i dette nummer af *Finans/Invest*.

² Rapporten bemærker – som en fælles international faktor – de samtidige kraftige boligprisstigninger i mange lande op til 2007. Vedrørende USA skriver udvalget dog (side 69), at der godt nok var betydelig variation mellem staterne, men at ”boligprisudviklingen for landet som helhed ikke [var] umiddelbart iøjnefaldende”. Dette er en decideret forkert iagttagelse, jf. Shiller (2005, kap. 2).

³ Stramme kapitalkrav fremgår ikke direkte som en af de 18 anbefalinger i rapporten. Men i anbefaling nummer 10 opfordres der til nedsættelse af en ekspertgruppe, der skal vurdere, ”om det vil øge den samfundsmæssige velstand, hvis der stilles højere krav til danske kreditinstitutters egenkapital, end i CRD IV og SIFI-udvalgets anbefalinger.”

⁴ Et skrækeksempel på ad hoc baseret detailregulering ser vi i USA, hvor *Dodd-Frank* lovgivningen har vist sig at være et bureaukratisk monster med flere tusind siders detaljerede regler, og hvor det er meget uklart, om det har gjort finanssektoren mere sikker, jf. bl.a. The Economist artiklen The Dodd-Frank act Too big not to fail, 18. februar 2012.

Management Working Paper

- 2008-2: Jørn Flohr Nielsen and Erik Riiskjær: From Patient Surveys to Organizational Change: Attention, Accept, and Action?
- 2008-3: Jakob Stig Hedensted and Johannes Raaballe: Dividend Determinants in Denmark
- 2008-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske banker og finanskrisen
- 2009-1: Kristina Risom Jespersen: Information paradox of new product development: A case of decision-makers' focus of attention
- 2009-2: Kristina Risom Jespersen: Information source exploitation/exploration and NPD decision-making
- 2009-3: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?
- 2009-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Manglende bremseklodser i danske banker
- 2010-1: Claus Thrane & Per Blenker: A network analysis of the individual – opportunity nexus: Convergence in entrepreneurship research?
- 2011-1: Robert P. Ormrod: Political Market Orientation: An Introduction
- 2011-2: Robert P. Ormrod: Product-, Sales- and Market-Oriented Parties: Literature Review and Implications for Academics, Practitioners and Educators
- 2011-3: Kristina Risom Jespersen: Decision making effectiveness in NPD gates
- 2011-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Bad Corporate Governance: When Incentive-Based Compensation Identifies Dangerous CEOs
- 2012-1: Robert P. Ormrod and Heather Savigny: Election Marketing to Young Voters: Which Media is Most Important?
- 2012-2: Robert P. Ormrod: Defining Political Marketing
- 2013-01: Johannes Raaballe: Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder?
- 2013-02: Ken L. Bechmann, Anders Grosen and Johannes Raaballe: Højere kapitalkrav løfter krav til indtjening i den finansielle sektor – en replik
- 2013-03: Tom Engsted and Johannes Raaballe: Den finansielle krise i Danmark: Diskussion af rapporten fra ”Udvalg om årsagerne til finanskrisen”