

## Kapitel 2

# Den finansielle krise

*“Alt i alt har det danske pengemarked klaret sig forholdsvis godt under uroen. I sidste ende afspejler det jo, at det danske finansielle system er i god form.*

...

*Man kan jo aldrig udelukke, at der dukker ubehagelige overraskelser op, men konjunkturerne er endnu gode. Og regnskaberne for tredje kvartal viste også, at indtjeningen fortsat er høj i pengeinstitutterne. Generelt er solvensen god, og nedskrivningerne er lave. Set i det perspektiv er det Nationalbankens vurdering i dag, at den internationale uro kan tjene som “nyttig” forskrækkelse for pengeinstitutterne i Danmark. De nødvendige tilpasninger til de nye forhold kan foretages i tide uden store omkostninger for de allerfleste institutter og for samfundsøkonomien som helhed.”<sup>1</sup>*

## 2.1 Indledning

Sådan udtalte tidligere Nationalbankdirektør, Nils Bernstein, sig til Finansrådets årsmøde den 5. december 2007. Ca. 9 måneder efter ovenstående udtalelse krakkede Roskilde Bank, den 24. august 2008, og blev overtaget af Nationalbanken og Det Private Beredskab. Ca. 11 måneder efter, den 10. oktober 2008, vedtog Folketinget lov om finansiel stabilitet (bankpakke I)<sup>2</sup>, hvis hovedformål var at sikre tilliden til danske pengeinstitutter. Loven spændte således et sikkerhedsnet ud over alle simple kreditorer, hvorefter disse fik fuld sikkerhed for deres tilgodehavender i pengeinstitutter i Danmark samt udenlandske pengeinstitutters danske filialer. Samtlige indskydere blev sikret, og det samme gjaldt for bankerne, der ydede lån til hinanden.

Set retrospektivt var ovenstående udtalelse fra daværende Nationalbankdirektør således langt fra korrekt. Det danske finansielle system var ikke “i god form”, og blot 11 måneder efter udtalelsen blev det nødvendigt med et omfat-

---

1. Nationalbankdirektør Nils Bernsteins tale til Finansrådets årsmøde den 5. december 2007.

2. Lov nr. 1003 af 10. oktober 2008.

tende lovindgreb for at bevare tilliden til det danske finansielle system. Nærværende kapitel forsøger herefter at forklare, hvorfor og hvordan det finansielle system ikke blot i Danmark, men i det meste af verden, ikke var “i god form”.

Emnet for dette kapitel er herefter den finansielle krise og årsagerne hertil. Baggrunden for et kapitel om den finansielle krise er, at for at forstå bestyrelsesansvaret i lyset af den finansielle krise er det nødvendigt at forstå de udfordringer og den virkelighed, som ramte ikke blot bestyrelserne i de danske banker, men hele verden i 2008. Den internationale finansielle krise var således optakten til det retsopgør, der hersker ved de danske domstole i dag. For at kunne forstå og analysere det retsopgør er det nødvendigt at forklare og beskrive den internationale finansielle krise, der var katalysator for dette. Anderledes formuleret var hele katalysatoren for denne bog således den finansielle krise, idet den rejste en række overordnede spørgsmål om ledelsen og dennes ansvar – særligt i finansielle institutioner.

Overordnet set kan finansielle kriser forklares med fem forskellige faktorer, der ikke gensidigt udelukker hinanden:<sup>3</sup>

- 1) Finansielle kriser skyldes negative forandringer i den økonomiske struktur, som, hvis forandringerne er betydelige nok, fører til sammenbrud i de finansielle virksomheder.
- 2) Årsagen til finansielle kriser skal findes i en ineffektiv ledelse<sup>4</sup>, der bl.a. negligerer risikostyring.
- 3) Sammenbruddet af finansielle virksomheder skyldes institutionelle strukturer, hvor myndigheder mangler evnen til at gennemføre et effektivt tilsyn.
- 4) Finansielle kriser skyldes ændringer i efterspørgslen efter likviditet.
- 5) Finansielle kriser skyldes psykologisk betingede stemningsskift, der skaber anledning til spekulation og bobler i aktiver.

En finanskriser er endvidere generelt karakteriseret ved, at ingen tør låne penge ud på normale vilkår, idet man frygter, at låntager vil gå fallit. Et sådant nedbrud i likviditets- og kreditformidlingen bliver derved ikke alene bankernes problem. En finansielle krise rammer alle virksomheder og husholdninger,

3. Østrup, F., & Handelshøjskolen i København. Center for Kreditret og Kapitalmarkedsret. (2008). *Finansielle kriser* (1. udg.). Kbh.: Thomson, s. 21.

4. Ift. ledelsen er det blandt andet anført at sammenbrud i den finansielle sektor kan forklares med ledelsessvigt, idet ledelserne i de finansielle virksomheder enten selv vælger at påtage sig for store risici eller mangler det fornødne overblik, hvorefter andre personer i det finansielle institut påtager sig for store risici. Tab i finansielle institutter opstår derfor ifølge teorien typisk i forbindelse med en ekspansionspræget strategi, der medfører en øget vækst i udlån, Østrup, F., & Handelshøjskolen i København. Center for Kreditret og Kapitalmarkedsret. (2008). *Finansielle kriser* (1. udg.). Kbh.: Thomson, s. 27.

der har behov for at låne. En finansiell krise får dermed hele samfundets produktion og beskæftigelse til at falde.<sup>5</sup>

En sådan finansiell finanskrise ramte verdensøkonomien i september 2008. Da der er tale om en juridisk fremstilling af bestyrelsens ansvar, behandles emnet ikke ved selvstændige økonomiske modeller eller analyser. Kapitlet forsøger alene at give et samlet overblik over og forståelse for allerede opstillede årsager og forklaring på den finansielle krise. Kapitlet vil have særlig fokus på ledelsens rolle i den finansielle krise. Kapitlet sætter således scenen for ledelsens rolle og ansvar i lyset af den finansielle krise.

## 2.2 Optakten til den internationale finansielle krise

### 2.2.1 Internationale makroøkonomiske forhold

Internationalt set var årene fra 1980'erne og frem til den finansielle krises start i 2007 kendetegnet ved makroøkonomisk stabilitet. I perioden var en pæn økonomisk vækst og lav, stabil inflation i de toneangivende økonomier såsom USA, Storbritannien og Euroområdet. BNP voksede gennemsnitligt med 2-3 % om året, og inflationen aftog til under 4 % i modsætning til tidligere, hvor inflationen i start 80'erne lå på omkring 15 %.<sup>6</sup> Op til krisen talte man således ligefrem om den store moderation i økonomien.<sup>7</sup>

På trods af den stabile periode indtraf der dog i perioden en række alvorlige landespecifikke kriser i slutningen af 80'erne og starten af 90'erne, f.eks. i Norge i 1987, Finland og Sverige i 1991 og Japan i 1992. Herudover indtraf der en krise i det europæiske valutakurssamarbejde i 1992-93, og i Asien udbrød der en finansiell krise i 1997. Ingen af disse kriser udviklede sig dog til større globale finansielle kriser, og den makroøkonomiske betydning var begrænset.<sup>8</sup> Også "dot-com-boblen" og terrorangrebet mod USA i 2001 fik negative konsekvenser for amerikansk økonomi. Disse episoder fik dog som de øvrige nævnte kriser begrænset betydning for verdensøkonomien. Da it-boblen bristede besluttede Federal Reserve, som reaktion herpå, at nedsætte den pengepolitiske rente med 4,75 %, hvilket senere skulle vise sig at få betydning for den finansielle krise med start i 2008.<sup>9</sup>

---

5. Jensen, F., Knudsen, D., Graversen, T. R., & Mackie, M. Bobler og finanskrise – danske konjunkturudsving 1999-2010. *Nationalbanken*, s. 10.

6. Udvalget om Finanskrises årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 61.

7. Spange, M. (2010). Kan kriser forudsiges? *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 35.

8. Udvalget om Finanskrises årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 64.

9. Udvalget om Finanskrises årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 64.

Efter lavkonjunktoren i starten af 00'erne var der økonomisk opsving globalt set. Renterne var lave, særligt i USA, grundet den pengepolitiske beslutning om at nedsætte renten, og i lyset af de informationer, der er tilgængelige i dag, kan det konstateres, at rentepolitikken ikke var tilstrækkelig kontraktiv i USA op gennem 00'erne.<sup>10</sup> I perioden op gennem 00'erne var det endvidere nemt og billigt at få adgang til kredit, grundet den positive stemning på de finansielle markeder. Dette blev afspejlet i meget lave risikopræmier, hvor der skete en negligering af de reelle risici.

I perioden op til den finansielle krise steg økonomiernes produktionsniveau endvidere til et kunstigt niveau, der lå over det underliggende potentiale. Økonomierne blev således overophedet.<sup>11</sup> Kapacitetspresset på økonomien kan måles via det såkaldte produktionsgab, hvor det reale BNP sættes i forhold til det potentielle reale BNP. Dvs. et skøn for, hvor meget der kan produceres, uden at det skaber pres på arbejdsmarkedet.<sup>12</sup> Målt ud fra dette produktionsniveau var økonomierne således generelt overophedede forstået på den måde, at produktionsniveauet lå på et kunstigt højt niveau.

Videre var der i perioden op til 2007 en kraftig ubalance i form af kraftige betalingsbalanceover- eller underskud<sup>13</sup>. Særligt USA havde et kraftigt betalingsbalanceunderskud, mens en række olieøkonomier og Kina og Japan havde store betalingsbalanceoverskud. I Euroområdet var der samlet set betalingsbalanceligevægt, men særligt en række sydeuropæiske økonomier havde underskud. Ubalancerne udgjorde i sig selv en risiko for verdensøkonomien, idet der var risiko for, at en række investorer ikke ville støtte de store amerikanske betalingsbalanceunderskud. Dette kunne have verdensomspændende og makroøkonomiske konsekvenser.<sup>14</sup>

### 2.2.1.1 Særligt om boligmarkederne

I en årrække frem mod finanskrisen var boligpriserne stigende i en række udviklede økonomier. Der var tale om en generel prisstigning på boliger på tværs af lande, hvilket taler for, at boligpriserne ikke kun blev drevet af nationale forhold, men også internationale konjunkturer og finansieringsforhold.<sup>15</sup>

---

10. Ibid s. 65.

11. Ibid s. 66.

12. Abildgren, K., & Thomsen, J. (2011). En fortælling om to danske bankkriser. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 125.

13. Betalingsbalancen opgøres som værdien over et lands økonomiske transaktioner med udlandet. Poster på betalingsbalancen samles i en række delbalancer, der hver for sig kan give over- eller underskud.

14. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 68.

15. Ibid.

Stigende indkomster og generel lav arbejdsløshed internationalt set var med til at øge efterspørgslen efter boliger. Hertil kom ændringer i den demografiske udvikling og nye finansieringsmuligheder og nationale skatteforhold, der øgede efterspørgslen. De meget kraftige stigninger på boliger medførte, at der internationalt set opstod deciderede prisbobler på fast ejendom.<sup>16</sup> I den økonomiske betegnelse boble ligger, at prisstigningen på et givet aktiv bliver selvforstærkende, idet køberne har en forventning om, at prisstigningen vil fortsætte. Dette er en ustabil udvikling. På et tidspunkt vil køberne indse, at prisen er for høj, hvorefter prisen på aktivet vil falde hurtigt.<sup>17</sup>

Prisudviklingen på boligmarkederne medvirkede til at forstærke den økonomiske fremgang, der igen medvirkede til, at priserne på boliger steg. Virkningerne af prisstigninger på boligmarkedet medførte generel økonomisk vækst af to kanaler. Byggeinvesteringerne steg i takt med boligpriserne, og de friværdier, der blev skabt qua de stigende boligpriser, medvirkede til et øget privatforbrug.<sup>18</sup>

### 2.2.1.2 Privat og offentlig gældsætning

Af andre makroøkonomiske forhold kan nævnes, at perioden op til krisen var karakteriseret ved høj kreditvækst og øget gældssætning i husholdningerne. Låneomkostningerne blev mindsket af dereguleringer af den finansielle sektor og nye låneprodukter til bl.a. finansiering af boligkøb. Kombinationen af stigende boligpriser og let adgang til lån førte til betydelig gældssætning i de private husholdninger.<sup>19</sup>

Videre var 00'erne karakteriseret ved en lav grad af finanspolitisk tilbageholdenhed i en række avancerede økonomier. Dette blev dog sløret af konjunkturforholdene og stigende aktie- og boligpriser, der i sidste ende bidrog til gode offentlige indtægter i mange lande.<sup>20,21</sup> Politikerne tog derved chancer i forhold til økonomiernes kapacitetsgrænse og sikrede ikke den fornødne gældsnedbringelse, der er nødvendig under en højkonjunktur for at offentlige finanser kunne modstå presset under den senere lavkonjunktur.<sup>22</sup>

---

16. Ibid s. 70.

17. Jensen, F., Knudsen, D., Graversen, T. R., & Mackie, M. *Bobler og finanskriser – danske konjunkturudsving 1999-2010*, s. 9.

18. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 70.

19. Ibid s. 72.

20. Ibid s. 73.

21. Udviklingen på de finansielle markeder (aktiekurser og renter) har således eksempelvis afgørende betydning for den danske stats indtægter på pensionsafkastskatten, der er en væsentlig indtægtskilde.

22. Ibid s. 74.

### 2.2.2 Internationale finansielle forhold

Årene op til den finansielle krise var inden for den finansielle sektor generelt set præget af bankernes høje udlånsvækst og gearing af egenkapitalen. Renterne var lave, og der var rigeligt med likviditet. Dette resulterede i, at mange banker øgede udlånene langt over indlånene og bankerne fik dermed betydelige indlånsunderskud, der gjorde dem afhængig af kortfristede finansiering på de internationale finansmarkeder. Udviklingen af nye finansielle produkter gjorde det endvidere muligt at videresælge kreditrisikoen. Endelig blev der slækket på vurderingen af låntagers kreditværdighed, idet man havde en forventning om fortsat vækst i de bagvedliggende sikkerheder, som f.eks. fast ejendom.<sup>23</sup>

#### 2.2.2.1 Særligt om de amerikanske subprime-lån

I det amerikanske boliglånemarked skelnes mellem prime-lån til kreditværdige kunder og subprime-lån til mindre kreditværdige kunder. Et prime-lån skulle i 2007 opfylde følgende kriterier:

- 1) Låntager skulle have en god kredithistorie, hvilket vil sige, at afdrag tidligere skal være betalt rettidigt.
- 2) Låntager skulle have en god kreditscore, der blev udregnet ud fra låntagers personlige forhold såsom indkomst, formue og andre forhold.
- 3) I 2007 måtte lånebeløbet ikke overstige 417.000 dollars.
- 4) Den samlede ydelse på lånet måtte ikke overstige 55 % af låntagers disponible indkomst.
- 5) Lånebeløbet måtte ikke overstige 85 % af ejendomsværdien.
- 6) Og endeligt skulle indkomst og ejendomsværdi være dokumenteret.<sup>24</sup>

Et subprime-lån opfylder ikke disse kriterier og er derfor ensbetydende med en højere kreditrisiko.

Indtil 2003 udgjorde prime boliglån den største finansieringskilde i USA. Siden da voksede markedet for subprime-lån markant, og i 2006 udgjorde subprime-lån 21 % af de samlede nyudlån og omkring 15 % af de udestående boliglån. Væksten kan på den ene side tilskrives aggressiv långivning, og på den anden side gjorde de stigende boligpriser, at finansieringsbehovene for mange husstande oversteg låne- og ydelsesgrænserne for de almindelige prime-lån.<sup>25</sup> De amerikanske husstande kunne således ikke klare sig med prime-lån, da priserne på fast ejendom ikke overholdte låne- og ydelsesgrænser-

---

23. Ibid s. 75.

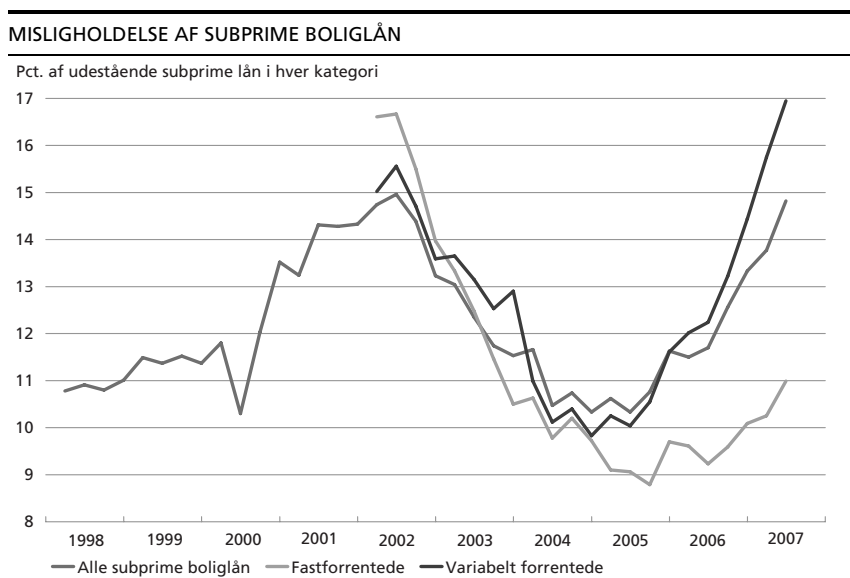
24. Lund, J. W. (2007). Uro på de finansielle markeder. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 39.

25. Ibid s. 37.

ne, jf. ovenstående pkt. 3 og 5. Et folkeligt og politisk ønske om at folk skulle eje deres egen bolig medvirkede til, at politikerne ikke greb ind over for denne udvikling.<sup>26</sup>

### 2.2.2.1.1 Misligholdelse af subprime-lån

Fra medio 2005 og frem til 2007 steg andelen af misligholdte subprime-lån, forstået som lån med restancer over 30 dage, fra 10,3 % til 14,8 % for alle subprime-lån og fra 10 % til 17 % fra variabelt forrentede subprime-lån. Andelen af subprime-lån under tvangsauktionsproces steg videre fra 3,6 % i juni 2006 til 5,5 % i 2007.<sup>27</sup>



Kilde: Jacob Windfeld Lund: Uro på de finansielle markeder, Nationalbanken, kvartalsoversigt 3. kvartal 2007 s. 40 med data hentet fra Bloomberg

Misligholdelsen af boliglånene førte selvsagt til problemer for de finansielle institutioner, der var eksponeret over for subprime-lån. Kreditrisikoen var imidlertid ikke kun spredt ud på disse institutioner, men var blevet spredt ud over hele det finansielle marked på en mildest talt uigennemsigtig måde.<sup>28</sup> Et marked hvor den løbende adgang til finansiering og likviditet var blevet en

26. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 76.

27. Lund, J. W. (2007). Uro på de finansielle markeder. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 39.

28. Se eks. Lund, J. W. (2007). Uro på de finansielle markeder. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 43, hvor figur over markedet for subprime-lån er illustreret.

nødvendighed for mange finansielle institutioner. Grobunden for at subprime-krisen, der i første omgang alene var rettet mod en mindre del af det amerikanske boligmarked, kunne føre til en international tillids- og likviditetskrisen var dermed lagt.<sup>29</sup>

## 2.3 Krisen eskaleres – efteråret 2008 i USA

Tabene på de amerikanske subprime-lån førte til generelle prisudsving på de finansielle markeder.<sup>30</sup> Kurser på værdipapirer, der var direkte relateret til subprime-markedet faldt markant, men også andre værdipapirer blev påvirkede. Dette gjaldt særligt for aktier og gældsbeviser udstedt af finansielle institutioner, som kunne tænkes at have tab eller blive udsat for pres på likviditeten grundet krisen på det amerikanske subprime-marked.<sup>31</sup>

Ved Lehmann Brothers konkurs i september 2008 eskalerede den internationale finanskrisen. Lehmann Brothers var en amerikansk investeringsbank, der på konkurstidspunktet var den 4. største investeringsbank i USA, alene overgået af Goldman Sachs, Morgan Stanley og Merrill Lynch. Lehman Brothers var betydeligt eksponeret mod erhverveejendomslejemarkedet, hvilket var en af årsagerne til, at flere investorer tvivlede på, at banken var tilstrækkeligt kapitaliseret.<sup>32</sup> I løbet af september 2008 blev det vanskeligt for banken at opnå finansiering af sine aktiviteter grundet den generelle mistillid til bankens kapitaliseringsgrad, der var forårsaget af kollapset af subprime-markedet. Da den amerikanske stat, i modsætning til tidligere, hvor man havde reddet investeringsbanken Bear Stearns i foråret 2008, ikke ville redde Lehman Brothers, indgav banken konkursbegæring den 15. september 2008.<sup>33</sup>

Beslutningen om ikke at redde banken og konkursbegæringen rystede de internationale finansielle markeder, der havde forventet en redning, som man havde set i foråret 2008 med investeringsbanken Bear Stearns. Som følge af Lehmann Brothers størrelse og kompleksitet med et utal af finansielle kontrakter med både nationale og internationale finansielle institutioner medførte konkursen en omfattende negativ påvirkning af de finansielle markeder

29. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 86.

30. Lund, J. W. (2007). Uro på de finansielle markeder. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 37.

31. Lund, J. W. (2007). Uro på de finansielle markeder. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 37.

32. Danmarks Nationalbank. (2008). Den internationale finansielle krise. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 32.

33. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 86.



ikke blot nationalt, men også internationalt.<sup>34</sup> Resultatet blev en yderligere forstærket modvilje mod, at banker lånte usikret til hinanden, og adgangen til kapital via de internationale pengemarkeder frøs fuldstændig til.<sup>35</sup> Den amerikanske subprime-krise resulterede således i en international likviditetskrise.<sup>36</sup>

## 2.4 Krisen rammer Europa

Grundet kompleksiteten i det internationale finansielle system påvirkede likviditetskrisen ikke alene amerikanske banker. Også de europæiske banker blev presset, og inden udgangen af september 2008 måtte flere europæiske banker have akutte kapitalindskud fra de respektive landes regeringer. Island var det land, der blev hårdest ramt, idet hele banksektoren mere eller mindre kollapsede. Islands tre største banker, Glitnir, Landsbanki og Kaupþing, der udgjorde 88 % af den islandske banksektor, krakkede ultimo september-primio oktober 2008 og blev overtaget af de islandske myndigheder.<sup>37</sup>

Hver af disse begivenheder førte til øget uro og usikkerhed på de finansielle markeder. Dels på grund af den øgede sårbarhed som følge af institutionernes indbyrdes afhængighed og dels fordi, at tilliden til at andre finansielle institutioner kunne overleve krisen blev stadig mindre. Bankerne forsøgte som følge heraf at reducere deres eksponeringer mod andre banker, og løbetiden på lån indbyrdes blev kortere, og krisestemningen udviklede sig efterhånden til panik på de finansielle markeder.<sup>38</sup> Banker, andre finansielle institutioner og investorer frasolgte aktiver til stærkt reducerede priser for at skaffe likviditet. Dette medførte yderligere faldende aktivpriser, der igen tvang andre investorer til et hurtigt salg, hvorefter der opstod en negativ spiral.<sup>39</sup>

Det blev samtidig tydeligt, at der ikke længere alene var tale om en likviditetskrise, som centralbankerne kunne afhjælpe ved at tilføre kapital. Tilliden til bankerne og deres solvens forsvandt, og det krævede ekstraordinære tiltag

---

34. Danmarks Nationalbank. (2008). Den internationale finansielle krise. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 32.

35. Ibid.

36. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 86.

37. Danmarks Nationalbank. (2008). *Den internationale finansielle krise* s. 32, Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 88.

38. Danmarks Nationalbank. (2008). Den internationale finansielle krise. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 32.

39. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 88.

før tilliden igen kunne genskabes.<sup>40</sup> Irland var det første land, der udstedte statsgaranti for banksektoren den 30. september 2008. Efter Irlands udstedelse af statsgaranti til seks navngivne banker fulgte andre lande, herunder Danmark, trop og udstedte statsgarantier til hele eller dele af banksektoren.<sup>41</sup>

## 2.5 Realøkonomien påvirkes

Den finansielle krise blev efterhånden også overført til realøkonomien, hvor der skete et kraftigt fald i BNP i de udviklede økonomier, der faldt hvert kvartal gennem halvandet år.<sup>42</sup> Den finansielle krise blev overført til realøkonomien ad flere kanaler. Dette gjorde sig i første omgang gældende ved de kraftige aktiekursfald, som finanskrisen medførte. I USA og euroområdet faldt de største aktieindeks således mere end 40 % på otte måneder fra 1. juli 2008 frem til 1. marts 2009, mens bankaktierne generelt faldt med 63 %.<sup>43</sup> Dette reducerede de private husholdningers økonomi, der igen bidrog til et reduceret forbrug. Det private forbrug afhænger typisk af den disponible indkomst og forventninger til fremtiden.<sup>44</sup> Det private forbrug udgør ca. halvdelen eller over halvdelen af BNP i de fleste udviklede økonomier,<sup>45</sup> og derfor har ændringer i forbrugsmønstre stor betydning for økonomien og påvirkningen af BNP. Tendensen blev endvidere samtidig forstærket af stærkt faldende boligpriser i mange lande. Samtidig med at de private husholdninger blev ramt, resulterede de faldende aktiekurser også i reducerede muligheder for sikkerhedsstillelse for virksomheder og dermed igen muligheden for at opnå likviditet.<sup>46</sup>

Endelig medførte den finansielle krise, at der skete en stramning af standarderne i långivningen i både euroområdet og USA. Fra at kunne opnå let adgang til lån, blev dette betydeligt sværere. Realøkonomien blev således også påvirket ad denne vej.<sup>47</sup> Regeringer og centralbanker greb dog ind, således at

---

40. Danmarks Nationalbank. (2008). Den internationale finansielle krise. *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 32.

41. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 88.

42. Ibid.

43. Ibid s. 89.

44. Jensen, F., Knudsen, D., Gravensen, T. R., & Mackie, M. *Bobler og finanskriser – danske konjunkturudsving 1999-2010*, s. 12.

45. Se statistik på <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.PRVT.ZS>. I USA udgør den dog tæt på de 70 %.

46. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 89.

47. Ibid s. 90.

strammingerne ikke blev større end nødvendigt i forhold til de attraktive lånevilkår, der havde været forud for krisen.<sup>48</sup>

Som følge af den finansielle og realøkonomiske krise blev der internationalt set ført en lempet finanspolitik, og vækstpakker blev gennemført for at sætte gang i økonomien. Dette resulterede i, at krisestemningen blev vendt i foråret 2009, og i 2. halvdel af 2009 begyndte den økonomiske aktivitet at stige igen. Baggrunden herfor var dog hovedsageligt drevet af den lempelige penge- og finanspolitik, og ikke før 1. halvår af 2010 bredte sig der et decideret opsving. Opsvinget var dog svagt sammenlignet med tidligere opsving, og opsvinget var ustabil med stødvise tilbageslag. Dertil kom at eksempelvis eurolandene samlet set var i recession fra 4. kvartal 2011 og frem til 1. kvartal af 2013.<sup>49</sup>

## 2.6 Statsgældskrise

Mange europæiske lande brugte ikke de gunstige konjunkturforskel, der var op til krisen til at konsolidere de offentlige finanser. Disse lande havde derfor et dårligere udgangspunkt, da krisen ramte. Alligevel lempede de fleste europæiske lande finanspolitikken som led i en fælleseuropæisk indsats for at modvirke de negative konsekvenser af krisen på vækst og beskæftigelse. Dette medførte, at de offentlige finanser blev yderligere svækket, og for en række eurolande udviklede det sig til en regulær statsgældskrise.<sup>50</sup>

Særligt Grækenland blev ramt, og i oktober 2009 skete en kraftig opskrivning af det græske budgetunderskud, og vurderingen af den finanspolitiske holdbarhed i Grækenland og en række andre lande skiftede. Da renterne steg i 2010 udviklede det sig til en decideret statsgældskrise i Grækenland, hvor også Portugal og Irland blev ramt, idet finansieringen af den store statsgæld i disse lande blev vurderet som uholdbar. Ved en eftertænkning kan det konstateres, at de finansielle markeder generelt havde undervurderet risikoen ved de eurolande, som kom i vanskeligheder. Renterne inden krisen afspejlede således ikke, at disse lande også forud for krisen havde store ubalancer, og at deres offentlige finanser i høj grad var "sminket" som følge af konturbaserede skatteindtægter. Da krisen kom, var det de lande, hvor de konturbetingede indtægter faldt væk, der oplevede de største tillidsskift og rentestigninger.<sup>51</sup>

---

48. Ibid s. 90.

49. Ibid s. 91.

50. Agerholm, J. B., Mikkelsen, U., & Nissen, K. G. (2012). Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen? *Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 59.

51. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 92.

Som følge af statsgældskrisen måtte Grækenland i april 2010 modtage et lån på 110 mia. euro fra eurolandene og IMF, og i maj 2010 opkøbte den Europæiske Centralbank direkte græske statspapirer. I september 2010 opskrev Irland sit budgetunderskud for 2010 til 32 % af BNP, og Irland var i november 2010 nødsaget til at anmode om et nødlån, ligesom Portugal også så sig nødsaget hertil i april 2011. Også Spanien blev berørt, og i 2. halvdel af 2012 vedtog eurolandene et låneprogram specifikt til brug for rekapitalisering af de spanske banker. Endelig modtog Cypern i 2013 et låneprogram som følge af statsfinansielle vanskeligheder.<sup>52</sup>

Efterfølgende kan det konstateres, at i en række eurolande er den lempelige finanspolitik i årene op til krisen efterfølgende blevet afløst af en omfattende konsolidering. Finanspolitikken har derved fået den afledte effekt, at den har forstærket såvel højkonjunktoren som den efterfølgende lavkonjunktur.<sup>53</sup>

## 2.7 Danmark under krisen

### 2.7.1 Makroøkonomiske forhold i Danmark

Dansk økonomi var fra 2003 til 2008 inde i et opsving og en højkonjunktur som de fleste andre økonomier. Dette var reelt set en fortsættelse af en tendens fra midt 90'erne, der blev afbrudt kortvarigt, da it-boblen bristede i 2000, og USA blev udsat for terrorangrebene den 9. september 2001. Opsvinget fra 2003 toppede i 2006, hvor BNP<sup>54</sup> voksede med 3,4 %. Dansk økonomi var herefter på vej mod en afdæmpning af væksten inden krisen ramte og førte til et drastisk fald i aktiviteten i Danmark. BNP faldt således med 7 % fra årsskiftet 2007/2009 og frem til 2009. Det danske fald i BNP i 2009 var det største fald i et enkelt år siden besættelsesårene, hvor rationeringen begrænsede produktionsmulighederne.<sup>55</sup> Faldet oversteg også faldet i 1932, hvor der ligeledes var krise i de internationale finanser.<sup>56</sup>

De danske makroøkonomiske forhold inden krisen lignede således på mange måder forholdene i andre europæiske lande. Dette hænger sammen

52. Ibid s. 92-93.

53. Agerholm, J. B., Mikkelsen, U., & Nissen, K. G. (2012). *Finanspolitik i EU – hvad har vi lært af krisen? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 27.

54. Den samlede aktivitet i økonomien måles med bruttonationalproduktet, BNP, som viser den samlede værdi af samfundets produktion. Korrigeret for prisudviklingen måler BNP udviklingen i produktionsmængden. BNP vokser normalt, fordi produktionen pr. arbejdstime normalt vokser og i perioder kan arbejdsstyrken også vokse. Jensen, F., Knudsen, D., Graversen, T. R., & og Mackie, M. *Bobler og finanskrisen – danske konjunkturudsving 1999-2010*, s. 6.

55. Ibid s. 5.

56. Ibid s. 6.

med, at Danmark er en lille økonomi, der helt overvejende er bestemt af udviklingen i udlandet ikke mindst som følge af den danske valutakurspolitik, hvorfor pengepolitikken ikke kan benyttes til at påvirke den indenlandske konjunkturudvikling. Den danske pengepolitik følger således euroområdet pengepolitik.

Opsummerende kan de danske makroøkonomiske forhold i årene op til krisen karakteriseres således:<sup>57</sup>

- Ledigheden faldt markant som følge af stigende beskæftigelse i den private sektor og nåede et historisk lavpunkt i 2007.
- Dette medførte store lønstigninger i Danmark, der var større end i andre sammenlignelige lande. Som følge heraf blev Danmarks konkurrenceevne forværret, og de danske eksportmarkeder faldt med 20 %.
- Som en konsekvens af den lave ledighed, men også som følge af markante stigninger i den private formue grundet bl.a. stigende boligpriser, steg danskernes privatforbrug.
- Renterne var lave, og risikopræmierne på de finansielle markeder var tæt på nul. Samtidig var udlånsvæksten i de danske banker høj.
- Finanspolitikken var for lempelig. Normalt har finanspolitikken i et op-sving været konjunkturmodløbende. Dette var ikke tilfældet i årene op til 2007. Finanspolitikken bidrog dermed til at øge den økonomiske aktivitet. En mere tilbageholdende finanspolitik ville have hjulpet til at stabilisere konjunkturerne og ville have hjulpet Danmark bedre gennem krisen.

### 2.7.1.1 Særligt om ejendomsmarkedet i Danmark

Boligmarkedet i Danmark er centralt for forståelsen af konjunkturudviklingen før krisen og den efterfølgende recession. Boligpriserne påvirker det private forbrug og investering, men påvirkningen går også den anden vej, således at boligpriserne og forventningerne til de fremtidige boligpriser er påvirket af konjunkturudviklingen. Konsekvensen af dette bliver, at boligmarkedet ofte forstærker de konjunktursvingninger, der er i økonomien, bl.a. fordi stigende boligpriser medfører øget byggeaktivitet, og faldende boligpriser medfører faldende byggeaktivitet.<sup>58</sup>

Det danske boligmarked op til krisen var karakteriseret ved voldsomme prisstigninger. Fra 2000 til 2007 steg priserne på fast ejendom med henholds-

---

57. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 97.

58. *Ibid* s. 117.

vis 85 % for enfamilieshuse og 105 % for ejerlejligheder. De gode konjunkturer og de faldende renter understøttede den fortsatte prisstigning.<sup>59</sup>

Baggrunden for den voldsomme stigning var bl.a. en overoptimistisk forventning til prisen på fast ejendom. I en rapport fra Økonomi- og Erhvervsministeriet fra 2005 konkluderes det således, at over 9/10 af prisstigningerne på boligmarkedet kunne forklares med lavere renteudgifter, stigende disponible indkomster og den generelle prisudvikling. Den sidste del af prisstigningerne kunne henføres til knaphed på byggegrunde i hovedstadsområdet, en midlertidig prisstigning på baggrund af indførslen af afdragsfrie lån, samt “at boligpriserne i nogle områder kan være drevet af urealistisk høje forventninger til fremtidige prisstigninger.”<sup>60</sup> Ovenstående udsagn hænger naturligt sammen med en empirisk undersøgelse foretaget af Økonomi- og Erhvervsministeriet, hvoraf et repræsentativt udsnit af den danske befolkning havde urealistiske forventninger til prisen på fast ejendom. Seks ud af 10 danskere forventede, at prisen på fast ejendom ville fortsætte med at stige eller stige markant over de fortløbende 12 måneder, og ikke én ud af de 1000 adspurgte forventede markante fald i priserne. På længere sigt forventede ca. halvdelen, at der ville være stigninger eller markante stigninger på fast ejendom over en 5-årig periode.<sup>61</sup> De “professionelle” aktører var ej bedre til at vurdere, om der reelt set var en prisboble på det danske ejendomsmarked. I forårsrapporten fra Det Økonomiske Råd for 2005, anføres således:

“Der har i offentligheden været fokus på potentielle bobler på boligmarkedet i lyset af de stigende ejendomspriser. Økonomi- og Erhvervsministeriet noterer sig, at formandskabets rapport ikke deler denne bekymring. Forårsrapporten påpeger, at stigningen i kontantpriserne i stor udstrækning forklares af udviklingen i de fundamentale størrelser som renten, indkomsten og boligbestanden. Formandskabet forventer, at stigningerne i boligpriserne ventes at blive moderate i 2006-07, efterhånden som renteniveauet stiger lidt og opsvinget aftager i styrke.”<sup>62</sup>

Efterfølgende kan det konstateres, at der var en boligprisboble på fast ejendom i Danmark i 2006 og 2007. Boligbobler forklares normalt med konjunktur og renteudviklingen. Når der er højkonjunktur, er risikoen for arbejdsløshed lille samtidig med, at der er en fornuftig indtjening. Dette øger boligefter-

59. Ibid s. 118.

60. Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2005). *Økonomisk tema nr. 1 – Prisstigninger på boligmarkedet*, s. 4.

61. Ibid s. 12.

62. Det Økonomiske Råd – Formandskabet. (2005). *Dansk Økonomi – Forår 2005*, s. 320.

spørgslen, og hvis der samtidig er en lav rente på boliglån, kan der opstå boligprisbobler.<sup>63</sup>

De kraftige prisstigninger og boligbobler på boligmarkedet var dog ikke et specielt dansk fænomen.<sup>64</sup> I lande som Storbritannien, Frankrig, Spanien, USA, Norge og Sverige var der også store stigninger på fast ejendom frem til 2007, hvorefter priserne generelt faldt kraftigt frem til 2009. Et særtræk ved udviklingen i Danmark var dog, at stigningerne indtraf relativt sent, men til gengæld steg markant mere "stejlt", da den danske boligboble satte ind i 2005 og 2006. Udviklingen på det danske boligmarked var således usædvanlig hektisk i både historisk og international sammenhæng.<sup>65</sup>

Som følge af de voldsomme stigninger på fast ejendom og højkonjunkturen i Danmark er det efterfølgende blevet anført, at der burde have været ført en kontraktiv finanspolitik, jf. bl.a. i (Udvalget om Finanskrisens Årsager, 2013 s. 97), som skitseret oven for. Dette var imidlertid ikke tilfældet. I stedet blev der i perioden fra politisk side indført variabelt forrentede lån, afdragsfrie lån i 2003 samt en fastfrysning af ejendomsværdiskatten. Disse tiltag er efterfølgende blevet kritiseret som medvirkende årsager til den fortsatte prisstigning, og det valgte tidspunkt for indførelsen af de afdragsfrie realkreditlån var uheldigt, idet der på dette tidspunkt ikke var behov for tiltag, der satte yderligere gang i boligmarkedet.<sup>66</sup> I løbet af få år fortrængte de nye låneformer således de traditionelle låneformer med fastforrentede lån med afdrag som den dominerende form for boligfinansiering.<sup>67</sup> Økonomiske analyser tyder på, at prisstigningen fra 1999 til 2007 alene havde været ca. 40 %, hvis de nye låneformer ikke var blevet indført. Den faktiske stigning var i stedet 71 %.<sup>68</sup>

---

63. Jensen, F., Knudsen, D., Graversen, T. R., & Mackie, M. *Bobler og finanskriser – danske konjunkturudsving 1999-2010*, s. 11.

64. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 118.

65. Dam, N. A., Hvolbøl, T. S., Pedersen, E. H., Sørensen, P. B., & Thamsborg, s. H. (2011). *Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 50.

66. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 118.

67. Dam, N. A., Hvolbøl, T. S., Pedersen, E. H., Sørensen, P. B., & Thamsborg, s. H. (2011). *Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 48, Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet.

68. Dam, N. A., Hvolbøl, T. S., Pedersen, E. H., Sørensen, P. B., & Thamsborg, s. H. (2011). *Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 54.

Ydermere var fastfrysningen af ejendomsværdiskatten uheldig ud fra et stabiliseringsmæssigt synspunkt. Fastfrysningen medførte således, at den forholdsmæssige beskatning faldt, da priserne på fast ejendom steg og tilsvarende, at den forholdsmæssige beskatning steg, da priserne på fast ejendom igen begyndte at falde. Dermed medvirkede fastfrysningen til at øge prisudsvingene på fast ejendom.<sup>69</sup> Fastfrysningen af ejendomsskatten var således en uheldig konstruktion, idet den afskar ejendomsværdiskatten fra at fungere som en naturlig stabilisator af ejendomsmarkedet.<sup>70</sup> Økonomiske analyser tyder på, at den reelle stigning på boligpriser havde været 9 procentpoint mindre fra 1999 til 2007, såfremt ejendomsværdiskatten ikke var fastfrosset. I dette skøn indgår, at boligprisboblen ville have været upåvirket af indgreb, der dæmpede boligpriserne.<sup>71</sup> Det forekommer dog mere sandsynligt, at de ekstraordinære høje prisstigningsforventninger ville være blevet påvirket af et prisdæmpende indgreb.

Pengepolitikken i Danmark er i kraft af fastkurspolitikken alene rettet mod at holde en fast kronekurs over for euroen. Den danske rente følger derfor typisk renten i euroområdet. Fastkurspolitikken får dermed videre den effekt, at renten ikke kan bruges til at styre boligpriserne eller andre aktivpriser. Påvirkningen af konjunkturudviklingen bliver herved en opgave for den øvrige politik, herunder særligt finanspolitikken.<sup>72</sup> På baggrund af ovenstående synes det berettiget at konkludere, at politikerne ikke levede op til dette ansvar i årene op til krisen.

Foruden en prisboble på enfamilieshuse og ejerlejligheder var der en prisboble på markedet for erhvervsjendomme med boligudlejning som formål. Værdien af større ejendomme med lejligheder steg med 200 % fra 2000 til 2007, og værdien af bygninger til beboelse og forretning steg med 150 %. Faldet på disse ejendomme har siden været markant større end faldet på ejerlejligheder og enfamilieshuse.<sup>73</sup> Endelig var prisen på landbrugsjord også kunstigt oppustet i perioden, hvilket har ramt de danske pengeinstitutter senere i forløbet.<sup>74</sup> Som følge af den voldsomme prisstigning på fast ejendom havde danske husstande en høj gældssætning. Sammenlignet med krisen i starten af

69. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 118.

70. Ibid s. 129.

71. Dam, N. A., Hvolbøl, T. S., Pedersen, E. H., Sørensen, P. B., & Thamsborg, s. H. (2011). *Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 55.

72. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 127.

73. Ibid s. 118.

74. Ibid s. 118.



90'erne har danske kreditinstitutter dog haft et beskedent tab på private husstande.<sup>75</sup> Nedskrivningerne stemmer i stedet hovedsageligt fra erhvervsejendomme og landbrug.<sup>76</sup>

Sammenfattende kan det konkluderes, at den voldsomme prisstigning på fast ejendom i høj grad bidrog til den overophedning, der var af dansk økonomi i 2006 og 2007, og nedturen på det danske boligmarked begyndte før den internationale og danske finansielle krise for alvor ramte realøkonomien. Tilbageslaget af boligmarkedet kom derfor på et meget uheldigt tidspunkt i Danmark og forstærkede virkningerne af finanskrisen.<sup>77</sup>

## 2.7.2 Den finansielle sektor i Danmark

### 2.7.2.1 *Institutterne inden krisen*

Den finansielle sektor var samtidig vokset markant de seneste 50 år. Sektorens størrelse målt ved udlån i forhold til BNP steg således fra 77 % af BNP i 1956 til 199 % af BNP i 2008.<sup>78</sup> Sektorens størrelse gjorde og gør, at sektoren får en stadig større samfundsmæssig betydning, og rystelser i den finansielle sektor kan derved få større realøkonomiske konsekvenser i forhold til tidligere.<sup>79</sup>

Optimismen, højkonjunktoren og stigende ejendomspriser gav grundlag for en høj udlånsvækst sammenlignet med andre lande. Det øgede udlån øgede de finansielle institutters indtjening, men medførte samtidig et øget behov for markedsfinansiering samt øget gearing af egenkapitalen. Samlet set blev risikoniveauet i den finansielle sektor således væsentligt øget i årene op til krisen.<sup>80</sup>

Udlånsvæksten i 2005-2007 var mere end 25 % om året i gennemsnit og var fordelt over en stor spredning i pengeinstitutterne. Dette medførte markante indlånsunderskud, der på sit højeste i 2008 nåede 656 mia. kr. Før 2003 var der ikke indlånsunderskud i sektoren. En af de største forskelle mellem krisen fra 1987-93 og den seneste finansielle krise har således været, at institutterne ved den seneste krise har haft en helt anden forretningsmodel. Frem til årtusindskiftet havde institutterne således nogenlunde samme ind- og udlån, men herefter begyndte institutterne en meget stor udlånsvækst, hvilket

---

75. Ibid s. 117.

76. Ibid s. 137.

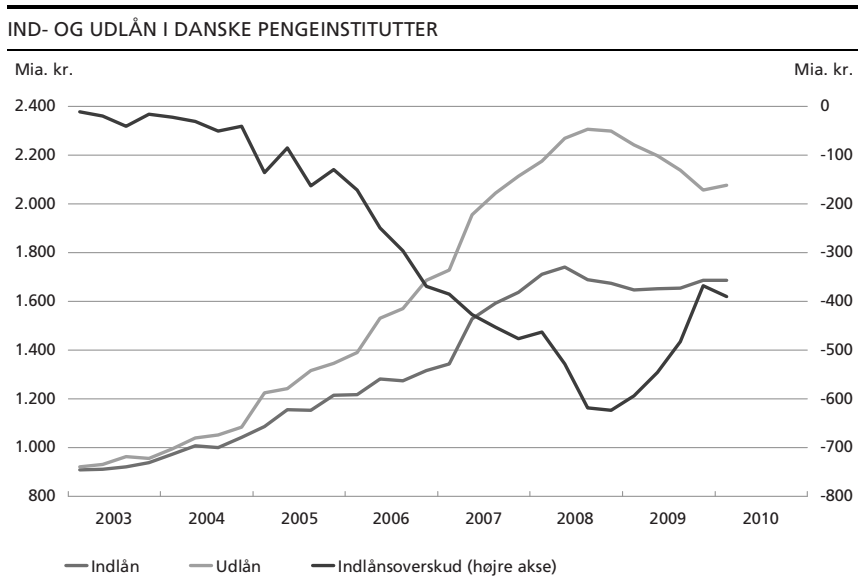
77. Dam, N. A., Hvolbøl, T. S., Pedersen, E. H., Sørensen, P. B., & Thamsborg, S. H. (2011). *Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 47.

78. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 196.

79. Ibid.

80. Ibid s. 181.

resulterede i et stort indlånsunderskud, idet finansieringen til udlånene bl.a. blev hentet fra internationale kreditinstitutter.<sup>81</sup>



Kilde: Morten Spange: Kan kriser forudsiges. Bygget på tal fra Danmarks Nationalbank.<sup>82</sup>

Det betydelige indlånsunderskud gjorde pengeinstitutterne afhængige af udenlandsk markedsfinansiering, og institutterne var derved sårbare, hvis adgangen til likviditet blev mindsket. Endeligt var årene op til krisen karakteriseret ved stigende gearing målt som forholdet mellem egenkapital og udlån. Det samme gjorde sig gældende i årene op til den forrige bankkrise fra 1987-1993.<sup>83</sup> Gearingen har således toppet to gange siden 1986, i starten af 1990'erne og i 2008, dvs. sammenfaldende med de seneste to bankkriser.<sup>84</sup>

### 2.7.2.1.1 Regulering af de finansielle institutter

I årene op til krisen skete en regulering af de finansielle virksomheder. Reguleringen var i disse år baseret på en filosofi om markedsøkonomisk disciplin og markeds-mæssigt tilsyn, hvor det var ledelsens ansvar, at virksomheden blev drevet forsvarligt og under en hensigtsmæssig forretningsmodel. Man

81. Abildgren, K., & Thomsen, J. (2011). *En fortælling om to danske bankkriser*. Nationalbanken; *Kvartalsoversigt*, s. 131.

82. Spange, M. (2010). *Kan kriser forudsiges?* Nationalbanken; *Kvartalsoversigt*.

83. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 182.

84. *Ibid* s. 192.

havde en forventning om, at særligt de professionelle investorer ville sørge for at udøve disciplin og overvågning af de finansielle institutioner, hvilket blev anset som et vigtigt supplement til reguleringen og tilsynet med de finansielle virksomheders solvens mv.<sup>85</sup> Reguleringen af de finansielle virksomheder var således i høj grad båret af, set i bagklogskabens lys, en naiv tro på markedsøkonomisk disciplin og en tro på mulighederne for forholdsvis præcist at måle risici. Dele af den lovgivning, der blev vedtaget i årene op til krisen, bidrog derved reelt til opbygningen af risici i den finansielle sektor.<sup>86</sup>

Indførelsen af de internationale regnskabsstandarder IFRS i 2005 kom eksempelvis i praksis til at medføre en reduktion i pengeinstitutternes solvensgrad. Det skønnes, at de samlede nedskrivninger var 25-50 mia. kr. lavere, end de ville have været under de gamle regnskabsstandarder.<sup>87</sup> De danske pengeinstitutter havde altså stået bedre rustet til at klare krisen, såfremt disse nye regnskabsstandarder ikke var blevet indført. Indførelsen af IFRS betød overordnet, at det hidtidige forsigtighedsprincip ved regnskabsaflæggelsen blev erstattet af et neutralitetsprincip, der medførte, at tab først måtte nedskrives når der forelå objektiv indikation for værdiforringelse.<sup>88</sup> Før indførelsen skulle afskrivninger og hensættelser ikke kun ske for konstaterbare tab, men også for sandsynliggjorte tab, og der var en tendens til, i institutterne, at hensætte i den høje ende af intervallet for forsvarlige hensættelser i gode tider, for derved at kunne polstre sig mod dårligere tider. Hensættelserne kom derved til at fungere som en skjult reserve.<sup>89</sup> Reglerne gav imidlertid også mulighed for at opbygge og forbruge hensættelser uafhængigt af det faktiske tab på udlån, således at årets regnskab kom til at se pænt og stabilt ud, og derudover gav muligheden for skønsmæssige hensættelser endvidere mulighed for at udskyde beskatning af overskud.<sup>90,91</sup> Baggrunden for at man indførte IFRS var således et ønske om øget gennemsigtighed. De skjulte reserver kom frem i lyset, således at hensættelserne i højere grad ville afspejle den faktiske udvikling i tabene.<sup>92</sup> Det var herefter forventningen, at den øgede gennemsigtighed ville kunne bidrage til, at kapitalejerne ville kunne holde ledelsen ansvarlig for udviklingen, og investorerne samtidig bedre kunne vurdere pengeinstituttets reelle værdi. Man havde således en forventning om, at hvis regnskaberne var

---

85. Ibid s. 154.

86. Ibid s. 149.

87. Ibid s. 150.

88. Ibid s. 155.

89. Ibid s. 155.

90. Ibid s. 155.

91. Muligheden for skattespekulation blev dog til dels håndteret ved indførelsen af den særlige hensættelsesafgift, der blev indsat i ligningslovens § 17 E.

92. Ibid s. 155.

retvisende, da ville markedet og investorerne straffe de dårlige virksomheder.<sup>93</sup>

Uanset hvor fornuftig større gennemsigthed i regnskaber lyder, medfører færre nedskrivninger mindre kapitalpolstring. Indførslen af IFRS kom derved reelt set til at øge de finansielle institutioners udlånskapacitet under en højkonjunktur og mindskede tilsvarende modstandskraft under den finansielle krise.<sup>94</sup>

En anden regulering af den finansielle sektor var indførslen af Basel II-reglerne. Med indførslen af Basel II ændrede de finansielle institutioner fokus fra kapitalpolstring til risikostyring. Med Basel II-reglerne blev der således indført mulighed for at anvende differentierede kapitalkrav, så kapitalkravet i højere grad afspejlede de risici, som det enkelte pengeinstitut påtog sig. Reglerne medførte nye og mere forfinede metoder og modeller til udregning af den tilstrækkelige kapitaldækning med det formål at skabe bedre overensstemmelse mellem kapitalkrav og den reelle økonomiske risiko. De ændrede opgørelsesmetoder gav imidlertid mulighed for solvensmæssige lempelser, der ikke blev tillagt igen i det individuelle solvensbehov, som bankledelserne skulle fastlægge.<sup>95</sup> Nationalbanken har skønnet, at de nye regler medførte 35 mia. kr. i reduceret kapitalkrav, hvilket dog efterfølgende er blevet set som en overvurdering i Rangvid-rapporten.<sup>96</sup> Uanset hvad, medførte indførslen dog, at de finansielle institutter var svagere polstret ved krisens start end de ellers ville have været, såfremt reglerne ikke var blevet indført. Basel II gav således mulighed for en højere gearing af egenkapitalen og øget udlån, og det kan konstateres, at der skete en markant vækst i udlångearingen efter indførslen af Basel II. De lempelser i kapitalkravene, som Basel II medførte, skubbede derved til en udlånsvækst i den finansielle sektor, der allerede var i gang.

Reglerne om individuelt solvensbehov blev førtidsimplementeret i Danmark fra 1. januar 2005 bl.a. i forlængelse af indførslen af de nye IFRS-regnskabsstandarder. Ideen var, at hvis ledelsen vurderede, at der var risici forbundet med en række engagementer, så skulle dette afspejle sig i det individuelle solvensbehov.<sup>97</sup>

Med den viden der er i dag, kan det konstateres, at indførslen af IFRS og Basel II var uhensigtsmæssig under en højkonjunktur, idet disse tiltag bevir-

---

93. Ibid s. 156.

94. Ibid s. 157.

95. Baldvinsson, C. (2011). *Dansk bankvæsen* (6. udg.). Kbh.: Karnov Group, s. 67.

96. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 160.

97. Ibid s. 161.

kede en lavere egenkapital og dermed kapitalpolstring i de danske pengeinstitutter.<sup>98</sup>

### 2.7.2.2 *Krisen rammer de danske finansielle institutter*

Uroen på de internationale finansielle markeder ramte for alvor i efteråret 2008 med Lehman Brothers konkurs, som tidligere beskrevet. Også de danske finansielle institutter blev ramt på dette tidspunkt. De danske pengeinstitutter havde forud for krisen, som beskrevet ovenfor, opbygget et betydeligt indlånsunderskud bl.a. via udenlands låntagning. Da de internationale penge-markeder frøs til, ramte det således også de danske pengeinstitutters likviditetssituation.<sup>99</sup> Det er dog bemærkelsesværdigt hvor tidligt i forløbet, at de danske pengeinstitutter kom i vanskeligheder. Dette tyder på, at der i det danske finansielle system var en række ubalancer, som desuagtet den finansielle krise, ville have ført til en korrektion.<sup>100</sup>

De danske pengeinstitutter var ikke direkte eksponeret over for subprime-markedet, men de var eksponerede over for udviklingen på de internationale penge- og kapitalmarkeder grundet den høje udlånsvækst og det deraf øgede behov for markedsfinansiering. Danske pengeinstitutters US dollar-lån var i august 2008, dvs. en måned før Lehman Brothers konkurs, knap 400 mia. kr.<sup>101</sup>

Betalingsstandsningen i Roskilde Bank måneden forinden forstærkede mistilliden til de danske pengeinstitutter. Forud for eskaleringen af krisen i efteråret 2008 havde de danske pengeinstitutter således oplevet stigende vanskeligheder ved at opnå finansiering. Likviditetsstøtten til Roskilde Bank i juli 2008 og overtagelse af banken den 24. august bragte derved Danmark i et uheldigt fokus på de internationale markeder.<sup>102</sup> Roskilde Bank havde haft en meget stor eksponering mod ejendomsmarkedet samtidig med en lemfældig kreditkultur, som i sidste ende endte med at give banken solvensproblemer.<sup>103</sup> Der var således tale om selvskabte problemer uafhængig af den internationale finansielle krise, men under uroen på de internationale markeder kunne udenlandske investorer ikke vurdere, hvorvidt Roskilde Bank var et særtilfælde.<sup>104</sup>

---

98. Ibid s. 150.

99. Ibid s. 219.

100. Spange, M. (2010). *Kan kriser forudsiges? Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 41.

101. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 223.

102. Danmarks Nationalbank. (2008). *Den internationale finansielle krise, Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 34.

103. Ibid.

104. Ibid.

Dermed blev det umuligt for små og mellemstore danske banker at opnå finansiering fra udlandet. Samtidig reagerede de danske banker ved at begrænse den indbyrdes likviditetsudveksling.<sup>105</sup> Nationalbankens tiltag kunne ikke dække de store indlånsunderskud i de danske banker, og en statslig indgriben var således en nødvendighed. Bankpakke I blev annonceret den 5. oktober 2008 og indebar en ubegrænset statsgaranti for alle tilgodehavender i danske pengeinstitutter. Bankpakken var med til at understøtte den danske finansielle sektor og institutternes finansieringsmuligheder, og i slutningen af 2008 og starten af 2009 begyndte udlån fra udenlandske kreditinstitutter og pengefonde langsomt at vende tilbage.<sup>106</sup>

### 2.7.2.3 *Konsekvenser for de danske pengeinstitutter*

Nedskrivningerne efter den finansielle krise har ikke været større end den forrige bankkrise, men spredningen har været væsentlig større. En gruppe mindre og mellemstore pengeinstitutter har således haft meget store nedskrivninger.<sup>107</sup> De samlede nedskrivninger i de danske pengeinstitutter har været 174 mia. kr., hvoraf der særligt har været nedskrivninger på ejendomsrelaterede engagementer, særligt byggeprojekter og landbrug. Boligprisfaldet efter boligprisboblen har således ikke medført væsentlige nedskrivninger på privatkunder.

Bortset fra Irland og Storbritannien er Danmark det land med de højeste nedskrivninger blandt kreditinstitutter. Dette skal ses i sammenhæng med en meget høj udlånsvækst i årene op til krisen. Stærk udlånsvækst øger risikoen for, at der slækkes på kravene til at opnå kredit. Dertil kommer, at spredningen i niveauet for kreditinstitutternes nedskrivninger er markant større i Danmark end øvrige lande. Der ses at være en sammenhæng mellem de lande med de største nedskrivninger og den største spredning i nedskrivningerne. Dette kan ses som udtryk for, at kreditinstitutterne i disse lande har haft en udlånsportefølje med markant dårligere kreditværdighed end gennemsnittet.<sup>108</sup> Danmark er det land, sammen med Irland, der har haft den største spredning i nedskrivningerne.<sup>109</sup>

De danske pengeinstitutters udlånsvækst var således i årene op til krisen meget høj, også internationalt set, og det samme har nedskrivningerne efterfølgende været. Omkring halvdelen af de danske kreditinstitutter havde fra

---

105. Ibid.

106. Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 226.

107. Ibid s. 234.

108. Ibid s. 240.

109. Ibid.

årene 2008-2011 en negativ forrentning af egenkapitalen<sup>110</sup>. Kun de irske var hårdere ramt.<sup>111</sup>

#### 2.7.2.4 Særligt om de nødlidende pengeinstitutter

Selvom hele sektoren blev ramt af den finansielle krise, er der dog stor forskel på sektoren generelt og de pengeinstitutter, der senere blev nødlidende. Adskillige af de pengeinstitutter, som ophørte under den seneste finanskriser, adskilte sig således på en række centrale punkter i forhold til sektoren som helhed. De nødlidende institutter var karakteriseret ved en meget høj udlånsvækst, mange store engagementer, et stort indlånsunderskud og en betydelig eksponering mod ejendomssektoren. Værd at bemærke er her, at mange af de institutter, der ligeledes blev nødlidende og måtte ophøre i slutningen af 1980'erne, ligeledes var karakteriseret ved en meget stærk udlånsvækst og store ejendomsrelaterede engagementer.<sup>112</sup> Endelig var institutterne ved den seneste krise også karakteriseret ved dårlig corporate governance i forhold til eksempelvis ejerstruktur, incitamentsafslønning og bestyrelsessammensætning. Det er således blevet anført, at dårlig ledelse i de pågældende institutter kan forklare, hvorfor en række institutter påtog sig unødige risici, og det er blevet anført, at dårlig ledelse har været en medvirkende årsag til, at disse pengeinstitutter blev nødlidende.<sup>113</sup>

I alt ophørte 62 pengeinstitutter fra 2008 til 2013.

##### 2.7.2.4.1 Særlige engagementer i de nødlidende pengeinstitutter

I årene op til krisen havde en række ejendomsspekulanter opnået lån, der samlet beløb sig til mange milliarder danske kroner. Lånene blev igen ydet af små og mellemstore pengeinstitutter mod sikkerhed i form af pant i de faste ejendomme. Det viste sig senere, at lånene langt oversteg den reelle markedsværdi af de pågældende ejendomme. Ejendomsspekulanterne handlede i konstruerede byttehandler, hvor priserne på fast ejendom kunne stige voldsomt med få dages mellemrum. Bankerne havde svært ved at gennemskue dette og ydede gladeligt lån, da der var god indtjening heri. Da byttehandlerne blev afsløret, faldt markedet for pantebreve sammen, de såkaldte pante-

---

110. Egenkapitalens forrentning er et nøgletal, der anvendes til at vurdere udviklingen i en virksomhed. Egenkapitalens forrentning beregnes som virksomhedens nettoresultat / virksomhedens egenkapital. Som udgangspunkt bør egenkapitalens forrentningsprocent være så stor som muligt.

111. Ibid s. 234.

112. Abildgren, K., & Thomsen, J. (2011). *En fortælling om to danske bankkriser. Nationalbanken; Kvartalsoversigt*, s. 134.

113. Se eksempelvis Udvalget om Finanskrisens Årsager. (2013). *Den finansielle krise i Danmark; årsager, konsekvenser og læring*. Kbh.: Erhvervs- og Vækstministeriet, s. 15.

brevskarusseller, og dette trak en række pengeinstitutter med sig i faldet.<sup>114</sup> De pengeinstitutter, der blev ramt af meget store tab på de ejendomme, der var blevet handlet kraftigt op i pris, var eksempelvis EIK Bank, EBH Bank, Roskilde Bank og Løkken Sparekasse, der alle blev overført til Finansiell Stabilitet A/S.

Baggrunden for at disse pengeinstitutter ønskede at yde de pågældende lån var, at priserne på fast ejendom i Danmark siden 1993 kun var gået én vej. Fra 2003 til 2006 steg priserne på erhvervs ejendomme særlig kraftigt. Pengeinstitutterne foretog således ikke den fornødne vurdering i forhold til den potentielle risiko, når de ydede lån mod pant i den faste ejendom, men fokuserede mere på kommende prisstigninger end værdien af de fremtidige lejeindtægter, der ellers normalt udgør vurderingen ved værdiansættelse af erhvervs ejendomme. Samtidig var der også mere fokus på ejendomsselskabet, som optog lånet, end på værdien af den specifikke ejendom. Endelig var den faste ejendom ofte belånt med udstedelse af pantebreve til flere forskellige pengeinstitutter, hvilket også har været med til at sløre billedet.<sup>115</sup>

Det, der efterfølgende bragte de mange pengeinstitutter i knæ, var den byttehandel med pantebreve, som foregik mellem en række ejendomsinvestorer. Det var handler, hvor ejendomsspekulant A købte en ejendom af ejendomspekulant B til en mio. kr. over markedsprisen mod, at B købte en anden ejendom af A til 2 mio. kr. over den vurderede markedspris. Der var typisk tale om lukkede kredsløb mellem de samme spekulanter.<sup>116</sup> Der var tale om en proces, der nødvendiggjorde, at der hele tiden blev indgået nye handler, der lå længere og længere væk fra markedsprisen. Så længe ejendommene kunne handles til en stadig større værdi medførte dette, at der blev tilført likviditet til den lukkede kreds/gruppe af ejendomspekulanter. De nye pantebreve, der blev udstedt i takt med, at ejendommen blev videresolgt, fik igen de tidligere udstedte pantebreve til at se mere sikre ud, fordi det lignede, at ejendommens værdi var steget. Byttehandlerne medvirkede således til, at ejendomme solgt til overpris fremstod som ejendomme solgt til markedspris.<sup>117</sup> Ejendoms handlerne forekom ikke at være nøje organiseret, men afspejlede i stedet, at det blev en økonomisk nødvendighed for ejerne af ejendommene at indgå i byttehandler for at undgå salg af ejendommene med store tab på det frie marked. De indbyrdes handler gav således adgang til ny belåning og frigjorde likviditet til at servicere eksisterende gæld og et højt privatforbrug.<sup>118</sup>

---

114. Ibid s. 269.

115. Ibid s. 270.

116. Ibid.

117. Ibid s. 271.

118. Ibid s. 425. Bilag E – Eksempel på pantebrevskarrusel.



At byttehandlerne reelt set fik de opskruede priser til at fremstå som markedsprisen, fik igen en række pengeinstitutter til at låne store beløb ud til de pågældende ejendomsspekulanter i håb om en høj indtjening og marginale tab, hvilket også var tilfældet så længe markedet steg. Pengeinstitutternes vilighed til at låne penge ud til de professionelle ejendomsspekulanter var således hele grundlaget for de ovenstående byttehandler.<sup>119</sup> Da boligmarkedet vendte, og prissætningerne på erhvervsjendomme igen blev vurderet ud fra lejeindtægter, førte dette til meget store nedskrivninger i værdien på de faste ejendomme og tilsvarende meget store nedskrivninger i de sikkerheder/pantebreve, som bankerne havde modtaget imod udstedelse af lån. En del af de pengeinstitutter, der servicerede disse ejendomsspekulanter, er overtaget af Finansiell Stabilitet A/S, der samlet har overtaget pantebreve med en restgæld opgjort til 8,3 mia. kr., herunder bl.a. Roskilde Bank og Amagerbanken.<sup>120</sup> Pengeinstitutterne har således haft betydelige tab på disse engagementer, og en stor del af tabet må tilskrives dårligt kredithåndværk.<sup>121</sup>

Det kan ikke afgøres præcist, hvor meget udviklingen på erhvervsjendomsmarkedet og pantebrevskarruseller har påvirket de danske pengeinstitutter. Samtidig er der dog ikke tvivl om, at udlån til erhvervsjendomme, herunder erhvervsjendomme, der involverede de omtalte pantebreve, har haft afgørende betydning for, at visse pengeinstitutter har måttet ophøre.<sup>122</sup>

Foruden pantebreve og ejendomshandler er det karakteristisk for de nødlidende pengeinstitutter, at disse var kendetegnet ved store engagementer. Finansiell Stabilitet A/S har overtaget i alt 12 pengeinstitutter. I disse 12 pengeinstitutter har det efterfølgende vist sig, at en begrænset personkreds gennem forskellige selskaber har modtaget en betydelig andel af det samlede udlån, der har medført væsentlige nedskrivninger. Engagementerne har hovedsageligt vedrørt fast ejendom og ejendomsudvikling.<sup>123</sup> Det samlede udlån til personkredsen, der er identificeret til 17 personer, har været vanskelig at vurdere for det enkelte pengeinstitut, idet lånene har spredt sig ud over ca. 1700 selskaber og har været fordelt i mange forskellige pengeinstitutter. Ved en gennemgang af disse udlån har det senere vist sig, at den begrænsede personkreds på 17 personer f.eks. har stået for 26,7 % af de samlede udlån i Roskilde Bank og 22,1 % af de samlede udlån i Amagerbanken. Den samlede udlånsportefølje for den begrænsede personkreds på 17 har været på 21,1 mia. kr., hvilket svarer til et gennemsnit på 14,1 % af den samlede udlånsportefølje for hvert

---

119. Ibid s. 271.

120. Ibid s. 271-272.

121. Ibid s. 272.

122. Ibid.

123. Ibid s. 273.

af de overtagne pengeinstitutter. Anderledes stillet op havde hver af de 17 personer lånt samlet over 1 mia. kr. på tværs af de pengeinstitutter, der senere blev overtaget af Finansiell Stabilitet A/S.<sup>124</sup> I perioden 2008-2011 er der foretaget samlet nedskrivninger på 16 mia. kr. på engagementer med tilknytning til den identificerede personkreds.<sup>125</sup>

Baggrunden for at en begrænset personkreds kunne opnå så store engagementer i de overtagne pengeinstitutter hænger formentlig sammen med, at de første investeringer blev karakteriseret som fornuftige, og banken kunne konstatere, at der blev afdraget rettidigt på gælden. Efterhånden som ejendoms- og belåningsværdierne steg, kunne pengeinstitutternes afhængighed af enkeltengagementerne udgøre en barriere for at indse, at engagementet ikke længere var sundt.<sup>126</sup> Dertil kommer, at pengeinstitutterne og Finanstilsynet ikke på daværende tidspunkt havde en oversigt over personkredsens samlede engagementer på tværs af pengeinstitutterne, idet der ikke fandtes et kreditregister over kundekredsen bag store engagementer.<sup>127</sup>

Endelig var de nødlidende pengeinstitutter særlig eksponeret mod landbrug. Penge- og realkreditinstitutterne mere end fordoblede deres udlån til landbrug fra 2001 til 2010. Dette hang sammen med stigningen på prisen for landbrugsejendomme, der ligesom det øvrige marked for fast ejendom steg frem til 2008. Stigningen i udlån til landbruget fulgte frem til krisen stort set det samlede udlån til erhvervsjendomme. Udlånet til landbrugsejendomme fra 2001 til 2013 var ca. det samme for store og små pengeinstitutter fordelt efter størrelse, dog havde de store pengeinstitutter en kraftigere vækst i 2007-2008.<sup>128</sup> Forud for krisen lå tvangsauktioner over landbrug på et meget lavt niveau. Dette ændrede sig ved krisens indtræden, og i 2011 blev 0,6 % af det samlede landbrug tvangsauktioneret, hvilket var det højeste tal siden 1995.<sup>129</sup>

Med krisens indtræden, faldende priser på landbrugsjord og de stigende tvangsauktioner udgjorde nedskrivningerne på landbrugsjord for de danske pengeinstitutter 4,5 % af de samlede udlån og garantier til landbrugssektoren. I modsætning til de øvrige udlån, hvor nedskrivningerne faldt i 2010 og 2011, blev nedskrivningerne på landbrugssektoren imidlertid ved med at fortsætte.<sup>130</sup>

---

124. Ibid s. 273.

125. Ibid s. 274.

126. Ibid s. 275.

127. Ibid.

128. Ibid.

129. Ibid s. 277.

130. Ibid s. 278.

### 2.7.2.5 Ledelsens rolle i den finansielle krise

Det ovenfor beskrevne og den risikoopbygning, der skete i flere af de danske pengeinstitutter, har efterfølgende medført en alvorlig kritik af ledelsen i de danske banker før og under krisen, og ført til et decideret retsopgør, hvilket er hele baggrunden for skrivelsen af denne bog.

Det er blevet anført, at ledelsen i flere af de danske pengeinstitutter burde have ageret tidligere, og at bestyrelsen, som kontrolorgan, burde have stillet sig mere kritiske over for den daglige ledelse og de dispositioner, der blev foretaget. Den åbenlyse forklaring på at dette ikke skete, er formentlig, at den usædvanlig lange periode med boligprisstigninger fra 1994 til 2007, og det forhold at andre pengeinstitutter med stor succes påtog sig risici, førte til, at der generelt set var et meget lille fokus på risici i flere af de danske pengeinstitutter.<sup>131</sup> Udover denne forklaring har det også været anført, at flere af de ledelsesmæssige forhold i institutterne formentlig også bevirkede, at bestyrelsen og aktionærerne fik en for tilbagetrukket rolle. Dette har eksempelvis været ejer- og stemmeloftbegrænsninger, der har gjort, at professionelle investorer ikke har ønsket at investere i de pågældende institutter. Fraværet af dette kan have bevirket, at den daglige ledelse har haft en for stor magt, og der har generelt manglet modspil fra bestyrelsens side over for direktionen. Dertil kommer, at store bonus- og fratrædelsesordninger kan have bevirket en ekstra risikovillig direktion.<sup>132</sup>

Omvendt kan man stille sig selv det spørgsmål, om det faktum, at så stort et antal banker kom i vanskeligheder, i sig selv indicerer, at årsagerne skal findes i de makroøkonomiske og systemiske forhold som beskrevet i dette kapitel snarere end i de respektive bankers individuelle forhold, herunder dårlig ledelse og revision? Videre skal nævnes, at langt hovedparten af de danske pengeinstitutter rent faktisk fik behov for økonomisk hjælp via de forskellige bankpakker. Det er således naturligt, at det er de banker, der var særligt eksponeret inden for de områder, der blev ramt af den finansielle krise, som kom til at lide de største tab. Spørgsmålet er blot, om dette kan ses som udtryk for, at disse banker var drevet særlig ansvarspådragende eller culpøst i forhold til andre banker? Man kan argumentere for, at omfanget af den finansielle krise og den senere bankkrise her i Danmark skaber en formodning imod, at årsagen til de enkelte bankers kollaps skal findes i individuelle forhold og ansvarspådragende adfærd fra bankernes ledelse. Bankernes kollaps skal i ste-

---

131. Ibid s. 279.

132. Se eks. Bechmann, K. L., & Raaballe, J. (2009). Manglende bremsekodser i danske banker. *Finans/Invest*, udgave nr. 288 = 2009, nr. 8, 4-13, Bechmann, K. L., & Raaballe, J. (2010). Stemme- og ejerbegrænsninger i danske banker: en replik. *Finans/Invest*, udgave nr. 291 = 2010, nr. 3, 19-27.

det forklares ud fra makroøkonomiske forhold som en del af en systemisk bankkrise. Der kan argumenteres for, at den finansielle krise og den senere bankkrise her i Danmark skaber en formodning om, at det var disse forhold, der medførte bankernes kollaps og ikke en ansvarspådragende adfærd fra ledelsens side. Dette støttes tillige af, at de færreste, ej heller de førende eksperter, havde set omfanget af den finansielle krise og den kraft, den ramte Danmark, herunder bankerne, med. Nationalbankens vurdering af banksektoren dateret den 30. april 2008 og offentliggjort den 15. maj 2008 konkluderede således, at (min fremhævning):

“De internationale finansielle markeder har været præget af uro siden sommeren 2007. Effekterne af uroen kan ses i de danske bankers 2007 regnskaber. Mens indtjeningen steg i første halvår var 2. halvår et vendepunkt for mange banker efter en lang periode med stigende indtjening. Fremadrettet vil udviklingen i banksektoren også være påvirket af uroen på de finansielle markeder og udsigterne til vækstafdæmpning i dansk økonomi. Risici for finansiell stabilitet er på det seneste blevet mere udtalte. Bankernes stigende udlånstporteføljer og de senere års reduktion i kapitalstødpuderne gør bankerne mere sårbare. Den danske finansielle sektor vurderes dog at være tilstrækkelig modstandsdygtig til at modstå væsentlige økonomiske chok.”<sup>133</sup>

Den efterfølgende stresstest i samme rapport kunne ej heller forudsige konsekvenserne af den finanskrise, der for alvor eskalerede ved Lehmann Brothers konkurs blot fem måneder senere. Først da Nationalbanken udsendte 2. rapport for 2008 (hvilket ikke var set tidligere), blev det tydeligt, hvilke konsekvenser den internationale uro fik for de danske finansielle institutioner. Vurderingen af samfundsøkonomien blev således ændret dramatisk på få måneder i 2008, og den internationale finansielle krise ramte Danmark med en pludselighed og en styrke, som de færreste kunne forudse, herunder Nationalbanken. Spørgsmålet er således, om dette kan bebrejdes ledelsen i de finansielle institutioner, eller om det i stedet hovedsageligt er makroøkonomiske forhold, der har bevirket bankernes kollaps?

Endelig kan til dette dog anføres, at ikke alle banker blev nødlidende. En række banker klarede sig fint igennem krisen. De banker, der klarede sig dårligt og blev nødlidende, havde en række samlede karaktertræk som f.eks. dårlig kredithåndtering, stor udlånsvækst, mv. Det forhold, at så stort et antal banker kom i vanskeligheder, kan således efter min vurdering fortolkes på to forskellige måder:

---

133. Danmarks Nationalbank. (2008). *Finansiell stabilitet 2008*, s. 7.

- 1) Baggrunden for bankernes kollaps skal findes i systemiske og makroøkonomiske forhold, resulterende i en verdensomspændende finansiell krise frem for i de respektive bankers individuelle forhold såsom dårlig ledelse og revision. Det var således den finansielle krise, der var skyld i bankernes fald, og ledelsen er ej ansvarlig for dette.
- 2) Det faktum, at så stort et antal banker kollapsede, skal ses som en systemisk individuel fejl, der var gennemgående i et stort antal danske banker. Ledelsen i de danske banker var ganske enkelt ikke dygtig nok, og ledelsen tog unødige risici, hvilket var baggrunden for, at et stort antal danske banker kollapsede.

Denne bog vil, ved en analyse af retsopgøret i den finansielle sektor, forsøge at finde svaret på ovenstående spørgsmål, idet det bemærkes, at uanset om årsag 1 eller årsag 2 var den bagvedliggende årsag til bankernes kollaps, da er dette ikke ensbetydende med, at ledelsen kan gøres ansvarlig herfor.

Ved analysen af retsopgøret vil bogen samtidig besvare, om den ansvarsvurdering, der bliver foretaget i disse sager, er anderledes end den ansvarsvurdering, der gælder for bestyrelsesmedlemmer i almindelige kapitalselskaber.

Forinden disse spørgsmål besvares i bogens del III, følger dog en analyse af ansvaret i almindelige kapitalselskaber. For at kunne analysere ansvaret i den finansielle sektor, er det således nødvendigt at have et udgangspunkt, der fastlægger ansvaret i almindelige kapitalselskaber. Fastlæggelsen af ansvaret i almindelige kapitalselskaber giver således det nødvendige sammenligningsgrundlag.

## DEL II

### – Bestyrelsesansvaret i almindelige kapitalselskaber