

Strukturelle træk i den finansielle sektor før og efter år 2000

Af Peter Wendt, cand.polit., fhv. sekretariatschef i
InvesteringsForeningsRådet

Eftervirkningen af finanskrisen omkring 1990 i Danmark var ikke blot en reduktion af antallet af pengeinstitutter, men også en alvorlig kritik af myndighedernes krisehåndtering, der – selv om den løste de opståede problemer – ikke nødvendigvis var 'efter bogen'. Nedsættelsen af et bredt sammensat udvalg om den finansielle sektor efter år 2000 resulterede efterfølgende i et bedre og mere indforstået samarbejde mellem Finanstilsyn og branchen, en omfattende modernisering og rationalisering af den finansielle lovgivning på basis af de kritiske erfaringer. En tendens til disintermediering, hvor publikum gennem placering af en voksende del af deres aktiver i risikobehæftede produkter, vurderes som fordelagtig for branchen, der da også i årene efter 2000 har præsteret indtjening på et højt niveau.

1. Et skelsættende udvalgsarbejde

I 1999 afsluttedes et flerårigt udredningsarbejde om den danske finansielle sektors daværende position og dens fremtidige udfordringer, med en række forslag til styrkelsen af sektoren og dens mulighed for at fremme vigtige målsætninger om risikovillig kapitaltilførsel til erhvervslivet og forbedret forbrugerbeskyttelse.

Det forudgående udvalgsarbejde inddrog deltagelse fra praktisk taget alle hjørner af den finansielle sektor i Danmark sammen med forbruger- og myndighedsrepræsentanter (Økonomiministeriet/Finanstilsynet som foresid-

dende) og må i sin art vurderes at være den mest omfattende kortlægning af det danske finansielle system indtil dato. Resultatet fremgik af en 400 sider lang betænkning, »Den finansielle sektor efter år 2000«, suppleret med 7 underrapporter; alt i alt over 1.000 sider (*Økonomiministeriet, september 1999*).

Baggrunden for udvalgets arbejde var et tiltagende behov for at strømline samspillet mellem de ansvarlige myndigheder og sektorens mange forskellige, men i stigende grad indbyrdes konkurrerende virksomheder. Det danske marked var i det foregående tiår i stigende grad internationaliseret. Man stod nu umiddelbart overfor gennemførelsen af den 3. og afsluttende fase af den Økonomiske og Monetære Union i EU og måtte med rimelighed forvente, at også Danmark – trods sit særlige forbehold over for overgang til den fælles valuta – ville blive inddraget i et stadig mere »europæiseret« finansmarked.

En effektiv tilpasning til de kommende muligheder og udfordringer ville ikke blot stille krav til den enkelte virksomheds strategi. Det forhold, at den finansielle sektors virksomheder i alle EU-lande er underkastet en langt mere indgribende kontrollovgivning end praktisk taget alle andre private erhverv med det formål at sikre stabiliteten i det finansielle

le system – samtidig med at der bestod betydelige forskelle i de nationale lovgivningers konkrete indhold og kontrolmyndighedernes administrative praksis – betød forskelle i (potentielt) konkurrencekraft for de finansielle virksomheder fra land til land. Kravet om ensartede konkurrencevilkår (»level playing field«) har typisk været stillet af de nationale brancheorganisationer til deres myndigheder. Disse krav har overvejende haft en liberaliserende bias. Brancheorganisationerne fremhæver hver for sig de områder, hvor lovgivning/-kontrolpraksis i et andet land forekommer mindre indgribende. Det modsatte ses der næppe eksempler på.

2. Den internationale udfordring for tilsynsmyndighederne

I tilknytning til den liberalisering af grænseoverskridende finansielle tjenesteydelser mellem landene, der har fundet sted de seneste 50 år, har de nationale myndigheder i stigende grad søgt at koordinere deres holdninger, oprindeligt på et meget overordnet plan (OECDs kapitalliberaliseringslister), senere – i takt med behovet for at udbygge samarbejdet mellem de store industrilandes centralbanker for at kunne håndtere forstyrrende kapitalbevægelser (»hot money«) - ved møder i Den Internationale Betalingsbank (BIS). BIS-møderne bringer centralbankerne fra USA og Japan sammen med de betydende europæiske centralbanker. Centralbankerne er – i praksis dog med betydelig variation – uafhængige af de nationale regeringer og repræsenterer dermed et selvstændigt autoritativt system, der ikke nødvendigvis er på linje med de nationale kontrolmyndigheder – finanstilsynene – der udspringer af national lovgivning.

Der har historisk været en arbejdsdeling mellem centralbank og finanstilsyn. Centralbanken er den oprindelige aktør, når det gælder den nationale finansielle stabilitet – en rolle, der udviklede sig i 1800-tallet, inspireret af Bank of England's praksis som lender of last

ressort, dvs. likviditetsstiller til solvente finansielle virksomheder i likviditetskrise (*Goodhart, 1988*). Egentlig finansiell lovgivning, der pålægger finansielle virksomheder skærpede krav vedrørende likviditet og solvens, udviklede sig senere, som regel under indtryk af finansielle kriser. Det gælder f.eks. den første danske banklov fra 1920, hvis direkte baggrund var en bankkrise herhjemme i 1908, hvor insolvente banker, der først havde modtaget likviditetsstøtte fra Nationalbanken, gik konkurs (*Nationalbanken, 1968*). Tilsynet med Banker – i dag Finanstilsynet – etableredes samtidigt.

Overordnet set er der således en arbejdsdeling mellem centralbank og finanstilsyn hvad sikring af stabiliteten i det nationale finansielle system angår (*Schoenmaker, 2000*). Dette er senere suppleret med en tillidsskabende ordning i form af indskydergaranti, der er et forsikringssystem, primært til fordel for bankkunder med begrænsede indeståender – og som i øvrigt er omtvistet, fordi det vil kunne lede til ansvarsforflygtigelse (»moral hazard«) på kundesiden.

Centralbanken har i princippet kun et, men afgørende, middel: sin adgang til ubegrænset likviditet i kraft af seddeludstedelsesmonopolet. Det indgår som led i den løbende pengepolitik og må derfor doseres under hensyn til pengepolitikens overordnede målsætning (*se nærmere Thomsens og Abildgaards artikel*), men er i øvrigt ikke underkastet lovgivningsmæssig kontrol. Centralbanken har i denne sammenhæng betydelig frihed.

Det offentlige finanstilsyn har til opgave at sikre, at den enkelte finansielle virksomhed til hver en tid er i stand til at opfylde de forpligtelser, der er indgået med kunderne – herunder andre finansielle virksomheder, uden i øvrigt at gøre indgreb i den enkelte virksomheds drift. Afgørende er derfor virksomhedens solvens og likviditetsberedskab. Tilsynet baserer sin aktivitet på lovmæssigt grund-

lag og skal i sin praksis holde sig her inden for. Inden for lovens rammer har et finanstilsyn vide beføjelser og har i sidste instans mulighed for at lukke virksomheden og lade den afvikle, hvis det finder, at solvenskravet ikke kan opfyldes.

Den lovgivning, som tilsynsmyndighederne skal administrere, vil næppe kunne forhindre, at en finansiel institution kommer i alvorlig krise. Når sådanne kriser med mellemrum opstår, kan det give anledning til efterfølgende skærpelse af reglerne på det område, der skønnedes at være årsag til krisen. Der er derfor en iboende tendens i den nationale lovgivning til at lægge bånd på de finansielle virksomheders aktivitet. Da finanskrisers hyppighed og art over tiden har været forskellig fra land til land og myndighedernes reaktion herpå baseret på forskellige retstraditioner, opstår de forskelle i graden af markedmæssige frihedsgrader ved udøvelsen af det finansielle erhverv, der falder i øjnene, når udenlandske institutioners adgang til de nationale markeder i form af grænseoverskridende transaktioner skal tillades.

I sin korthed er problemet, at finansielle institutioner i lande med relativt lempelige restriktioner på et bestemt felt vil kunne tilbyde et andet lands kunder sine produkter med bedre vilkår (pris, sikkerhed) end det andet lands egne institutioner.

Denne problemstilling har været generel inden for Europa i mange år og gældende for de fleste erhverv, men har været særligt mærkbar på det finansielle område, fordi regelintensiteten er meget højere her. Allerede i 1970'erne er den langvarige og omstændelige harmoniseringsproces gået i gang (1973-direktiv om ophævelse af begrænsninger i etableringsfriheden og den fri udveksling af tjenesteydelser ved selvstændig virksomhed inden for banker og andre pengeinstitutter) og med særlig intensitet fra 1989, hvor Delors-rapporten om Den Økonomiske og Mo-

netære Union blev offentliggjort. Selv om harmoniseringen af medlemslandenes finansielle lovgivning ikke eksplicit behandles i ØMU-sammenhængen, må det have virket stærkt befordrende på den tunge harmoniseringsproces, der kendetegnede 1970'erne og -80'erne på dette område. UCITS-direktivet (der regulerer investeringsforeningsområdet) blev vedtaget i 1985 – 17 år efter Kommissionen oprindeligt fremlagde sit samordningsforslag (*Hemme, 2006, side 136*). I løbet af 1990'erne færdiggøres en lang række direktiver, der krævede tillemplinger og omskrivninger af dansk lovgivning. Konsekvensen heraf er, at finansielle virksomheder med hjemsted i et andet EU-land, godkendt af sit nationale finanstilsyn, har krav på et Europæisk Pas, der giver ret til at udøve virksomhed overalt i EU.

3. Presset på den danske finansielle sektor

Det er i dette perspektiv, at udredningsarbejdet om den finansielle sektor efter år 2000 skal ses. I løbet af de foregående år var den finansielle lovgivning på de fleste felter svulmet betydeligt op. Traditionelle restriktioner, der havde været accepteret som naturlige og nødvendige i mands minde, var kommet under pres.

Et eksempel er den danske realkreditlovgivning. I Danmark var udstedelse af obligationer med sikkerhed i pant i fast ejendom et særligt afgrænset område i den finansielle sektor, hvor staten (boligministeriet) havde lovhjæmmel til at bestemme sektorens struktur. Ved revision af realkreditlovgivningen i 1970 blev knap 20 mindre lokale realkreditinstitutter enten sammenlagt til 4 (senere 3) landsdækkende institutioner eller deres aktivitet direkte standset. Da realkreditbegrebet i europæisk sammenhæng blot var en form for kreditvirksomhed med specielle fundingsmetoder (enten hypotekbaner – dvs. obligationsudstedende med sikkerhed i egenkapital – eller sparekasser – baseret på indlån, evt. med særlige rettigheder), blev området omfattet af

harmoniseringen af banklovgivningen ved direktiv i 1977 (77/780/EØF). For både myndighederne og branchen selv stod dette som en revolutionær omvæltning, som man ikke umiddelbart kunne håndtere. For at lette gennemførelsen af direktivet indføjede ØKOFIN-rådet derfor en 12-årig overgangsperiode for Danmarks vedkommende – et typisk træk på dette stadi i harmoniseringsbestræbelserne, hvor den europæiske krisebevidsthed medførte en uvilje til at tage chancer med liberaliseringstiltag. Liberaliseringen af dansk realkreditlovgivning på etableringsområdet fandt derfor først sted i 1989 (*Engberg Jensen, 2000*).

En anden erfaring var de problemer, som store dele af den finansielle sektor havde gennemlevet i det foregående ti-år. Fra midten af 1980'erne – som reaktion på den abrupte forbedring af den økonomiske konjunktur og det økonomisk-politiske kursskifte efter regeringssænderingen i 1982 – var en sivende finansiell krise under udvikling (*Wendt, 1995*), hvis samlede økonomiske omfang overgik de tre skandinaviske landes omfattende banksammenbrud omkring 1990. Den markante forskel mellem den danske og den skandinaviske udvikling var krisesynligheden. Kun en større dansk finansiell institution under tilsyn gik i offentlig betalingsstandsning (Varde Bank). To finansielle konglomerater (Hafnia og Baltica Holding) brød også sammen, men de underliggende finansielle institutioner, primært forsikringselskaber og banker, forblev solvente og videreførtes fuldt ud i andet regi. Realkreditinstitutionerne kom ligeledes under pres i årene efter skattereformen i 1987, som i en periode medførte faldende priser på ejendomsmarkedet, samtidig med en markant stigning i tvangsauktioner, hvis antal mere end fordobledes fra 1985 til 1990 (*Danmarks Statistik*). Da situationen havde stabiliseret sig efter 1993, var ikke mindre end 60 selvstændige pengeinstitutter (banker, sparekasser og andelskasser) ophørte, men næsten alle videreført efter fusion med andre, mere solvente, penge-

institutter, uden direkte tilførsel af midler fra det offentlige. En væsentlig årsag hertil var den danske finansielle tilsynsmyndigheds rettidige indgriben, i kombination med en høj grad af samarbejdsvillighed fra de øvrige finansielle institutioners side.

Den danske krisehåndtering kan derfor karakteriseres som mere kvalificeret end de, der kendetegnede de øvrige nordiske lande. Det havde dog også betydning, at de største og mest dominerende pengeinstitutter i det store og hele havde holdt sig fri af den type kreditengagementer, som i mange tilfælde blev en række mindre og mellemstore pengeinstitutters skæbne – hyppigt byggefinansiering af for stort anlagte projekter inden for hotelbranchen og lignende. Efterfølgende viste det sig ganske vist, at Privatbanken – landets dengang 3.-største bank – havde været faretruende nær en tilsvarende situation. Men som følge af megabankfusionerne i 1990, hvor de 6 største pengeinstitutter fusionerede til 2 (Danske Bank og Unibank), fik dette ikke alvorlige konsekvenser.

Situationen på de finansielle markeder var i perioden 1992-93 i øvrigt generelt turbulent over det meste af Europa, især efter den danske folkeafstemning om Maastricht-traktaten, som blandt andet indeholdt regelsættet for skabelsen af den fælles mønt. Det danske nej, senere suppleret med et overraskende beskedent ja fra kernelandet Frankrigs befolkning skabte en så massiv usikkerhed om det europæiske valutasystems fremtid, at det udløste massive spekulative kapitalbevægelser. En række af medlemslandene i det europæiske monetære samarbejde måtte devaluere og i perioder lå udlånsrenten på interbankmarkedet i Danmark prohibitivt højt – indtil 16 % p.a. for 3 mdr.s lån og visse dage helt op til 25 % for 1 mdr.s lån (*Nationalbanken 1992, 1993*). Først sent på foråret 1993 genvandt de finansielle markeder tilliden – med en efterfølgende langvarig trend med faldende rente, som de finansielle institutioner generelt havde fordel af.

Det var med andre ord en sektor med betydelige erfaringer, der ønskede disse udmøntet i et fremtidigt regelsæt, der skulle sikre et fleksibelt og konkurrencedygtigt erhverv, som samtidig udviste en høj grad af stabilitet.

4. Lov om finansiel virksomhed

Der er overordnet set ikke en modsætning mellem 'fleksibilitet og konkurrencedygtighed' og 'høj grad af stabilitet' – tvært imod vil man fra privat erhvervs side nok lægge vægt på, at det første er en forudsætning for det andet. I myndighedsoptikken er forholdet mere komplekst. Som 'ansvarlig' myndighed er der ikke plads til fejltrin uden at dette må påregnes efterfølgende at få politiske konsekvenser. Det har i praksis således vist sig ikke at være nok at redde indskydere for tab i forbindelse med rettidigt opdagede problemer for en finansiel institution. Redningsaktionen skal også ske 'efter bogen'. Finanstilsynets løsning af de mange kriser for enkeltinstitutioner, der kendetegnede årene omkring 1990 var som ovenfor nævnt en succes ud fra det kriterium, at man i det store og hele undgik at tilliden til det finansielle system svigtede og i langt mere begrænset omfang end det gjaldt i de øvrige nordiske lande fik behov for offentlige midler til at stabilisere situationen. Men efterfølgende rejstes der kritik ud fra en forvaltningsretlig synsvinkel, der viste, at myndighedens legale grundlag for sin intervention i en række tilfælde ikke var på plads (*Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2004*). Sagerne gav i et par tilfælde anledning til parlamentarisk reaktion (f.eks. sagen om Nordjyllands Sparekasses overtagelse af den nødlidende Himmerlandsbanken, som tvang en skatteminister til at gå af – *Folketinget, 2007*).

Hovedrapportens kapitler 10-15 er den fremtidsrettede del, der skitserer en række korrektioner og nyskabelser, der var enighed om kunne ruste myndighederne til fremtiden under hensyn til den forventede stigende konkurrence, som sektorens private virksomheder ville blive stillet overfor. I de følgende år

er mange af forslagene blevet realiseret, dog ikke altid i overensstemmelse med rapportens vurderinger.

I årene efter rapportens afslutning har udviklingen på de finansielle markeder – internationalt og herhjemme – på en række nye områder taget fart. Det gælder ikke mindst inden for kapitalforvaltningsområdet, hvor en række nye produkter og udvikling af den finansielle praksis har rejst nye muligheder – men også problemer.

Den mest synlige del af hovedrapportens anbefaling er uden tvivl den fuldstændige revision af den finansielle lovgivning, der i foreløbig form blev forelagt Folketinget af økonomiministeren den 8. februar 2001 og trådte i kraft som lov. nr. 501 af 7. juni 2001 om finansiel virksomhed fra 1. juli, men med en lang række overgangsbestemmelser, således at de gældende love, som den nye lov skulle afløse, på en række praktiske områder først ophørte senere. I sin helhed har loven været gældende fra 2004, jf. den endelige udgave nr. 453 af 10. juni 2003.

Et væsentligt træk ved loven var, at hovedparten af de forskellige typer finansiel virksomhed, der tidligere havde haft deres egne love – pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber og forsikringselskaber – i vidt omfang blev underkastet samme lovbestemmelser. En væsentlig nyskabelse var, at finansielle koncerner, hvor en modervirksomhed ejer eller har betydende indflydelse på en finansiel virksomheds ledelse, inddrages under lovgivningen, uanset om modervirksomheden selv er en finansiel virksomhed. Herved blev der endegyldig taget højde for den konstruktion, som havde vanskeliggjort tilsynsarbejdet i Hafnia- og Baltica Holding-sagerne. Inden for de enkelte kapitler udformedes særregler, der skal tilgode de væsentlige forskelle i aktivitet, som de omfattede virksomhedstyper udøver.

På et område brød man lovgivningsprincippet om inddragelse af al aktivitet i de berørte finansielle virksomheder. Det gælder reglerne for realkreditinstitutternes långivning og obligationsudstedelse, der fik sin egen lov af 11. juni 2003, med ikrafttræden fra 2004. Denne særstilling, der siden er bibeholdt, må ses som et forsøg på at bevare det særlige danske realkreditsystem med privilegeret adgang til at yde udlån mod sikkerhed i pant i fast ejendom.

I sin helhed bestod 2003-loven af 25 kapitler, 435 enkeltparagraffer og 9 bilag, hvoraf de 8 definerer indholdet af forskellige typer finansiell virksomhed – og dermed afgrænser de enkelte virksomhedskategorier fra hverandre og – ikke mindst – overfor omverden. For at udøve virksomhed af de opregnede forretningsområder i bilagene skal man være godkendt som finansiell virksomhed under tilsyn.

Loven omfatter ikke finansielle virksomheder, hvis organisationsform adskiller sig fra den selskabsform – det private aktieselskab – der danner grundlag for lov om finansiell virksomhed. Det gælder f.eks. de medlemsjede tværgående pensionskasser og investeringsforeninger samt en række fonde som ATP, LD og Skibskreditfonden. Hvor det har mening, er lovbestemmelserne fra den finansielle virksomhedslov imidlertid indføjede i lovgivningen for disse foretagender. Det samme gælder lovgivningen for børsaktivitet m.v. – lov om værdipapirhandel – der udgør et vigtigt supplement til den finansielle virksomhedslov.

2003-loven har i de efterfølgende år hørt til blandt de hyppigst ændrede stykker dansk lovgivning, dels som følge af den fortsatte aktivitet i EU, der giver anledning til revision eller nyudstedelse af direktiver på det finansielle område, der nu for de flestes vedkommende skal implementeres i loven, dels som følge af de administrative erfaringer, som Finanstilsynet løbende gør og som det – måske

klog af skade – søger specifik lovhjemmel for at kunne håndtere. Sammen med det store antal bekendtgørelser, som udstedes i medfør af det finansielle lovkompleks, udgør regelsættet i dag et vanskeligt overskueligt univers. Måske i en sådan grad, at ønsket om en konkurrencedygtig og fleksibel finansiell sektor ikke til fulde kan realiseres.

Blandt de nyskabelser, som udspringer af År 2000-udvalgte arbejder, er dog en række, der uden tvivl har forbedret kommunikationen og samarbejdet mellem myndigheder og sektor.

Det finansielle virksomhedsråd etableredes i henhold til den finansielle virksomhedslovs §345. Rådet har det tidligere Forsikringsråd som forbillede, men har en kompetence der dækker størstedelen af det finansielle virksomhedsområde. Rådet beskæftiger sig således med penge- og realkreditinstitutter, forsikringsselskaber, pensionskasser, forsikringsmæglere, ATP, LD, fondsmæglere og udstedere af elektroniske penge.

Rådet er en del af Finanstilsynet, og skal som sådan:

- træffe afgørelser i tilsynssager af principiel karakter samt i tilsynssager, der har videregående betydelige følger for finansielle virksomheder og finansielle holdingsvirksomheder,
- rådgive Finanstilsynet i forbindelse med udstedelse af regler samt
- bistå Finanstilsynet med tilsynets informationsvirksomhed.

Rådet har 8 medlemmer og sammensætningen afspejler ifølge Finanstilsynets hjemmeside »såvel branchekendskab som kendskab til brugerinteresser.« (*www.Finanstilsynet.dk – Råd og Nævn*) Det nye er, at myndigheden nu helt formelt kan inddrage uafhængige, branche- og jurakyndige personer i det konkrete tilsynsarbejde. Embedsværket står ikke mere alene, bundet af sin tavshedspligt i en-

keltsager, men kan støtte sig til vægtige stemmer fra branchen.

Et andet vigtigt forhold er, at rådet tillader en løbende dialog. Problematikken omkring 'fleksibilitet og konkurrencedygtighed' og 'høj grad af stabilitet' bliver herved lettere at håndtere.

Fondbørsrådet nedsattes oprindeligt i henhold til 1995-loven om værdipapirhandel (Børsreform II), der som opgave havde markedstilsynet med værdipapirmarkedet i den nye reguleringsstruktur, som loven fastsatte (*Holm, 1997*). Bekendtgørelser i henhold til loven udstedtes oprindeligt i rådets navn, men overgik omkring 1999 til Finanstilsynet, der fungerer som sekretariat for rådet. Rådets rolle i dag modsvarer for så vidt angår aktiviteten på børsområdet, som nu er koncentreret i Finanstilsynet, det finansielle virksomhedsråd. (*www. Finanstilsynet – Råd og Nævn*).

5. EU: Skabelsen af »level playing field«
Problemstillingen om forskellig fortolkning og reguleringspraksis mellem EU-landene – »the level playing field« – har spillet en betydelig rolle i forbindelse med EU-kommissionens arbejde på det finansielle domæne. Det har været en udbredt opfattelse, at de nationale myndigheder i al for beskeden grad koordinerede deres kontrolpraksis og her igennem – bevidst eller ubevidst – bremsede op for det fælles marked på det finansielle område, især når det gjaldt adgangen til detailmarkedet, hvor den almindelige forbruger optræder.

EU-kommissionens Financial Services Action Plan fra 1999 tilstræbte at finde veje til at forbedre samarbejdet mellem de nationale myndigheder under indtryk af de rekommandationer, som et Vismandsudvalg under ledelse af Alexander Lamfalussy havde skitseret i en rapport til Kommissionen – oprindeligt med særlig henblik på værdipapirmarkedet (*EU, 2002*). Det fremtidige arbejde skulle

finde sted på flere planer i nøje koordination, hvor et betydningsfuldt led skulle være udvalg med deltagelse af de nationale tilsynsmyndigheder (Committee of European Security Regulators – CESR). Vurderingen af dette særlige udvalgs effektivitet i forbindelse med InvesteringsserVICEDIREKTIVET (ISD) gav anledning til, at tilsvarende udvalg med nationale tilsynsmyndigheder blev nedsat på bank- og livs- og pensionsforsikringsområdet (CEBS og CEIOPS). Samspillet mellem disse udvalg og Kommissionen har efterfølgende vist sig at være ganske effektivt og i en række udestående sager sikret de nationale tilsynsmyndigheders fælles fortolkning af den type detailspørgsmål, som det i praksis ville være vanskeligt at få frem i lyset.

Finanstilsynet har på sin hjemmeside en redegørelse for sin rolle i processen (*www.finanstilsynet.dk – EU*), og for de resultater, man når frem til.

Den opnåede sagsnære intensitet i EU-samarbejdet har den fordel for det danske marked, der på en række områder oplever nyskabelser på de internationale finansielle markeder sent i produktcyklen, at tilsynsmyndighederne kan skaffe sig troværdig viden og indsigt på et tidligt tidspunkt og derved hurtigere gennemføre en forsvarlig tilpasning af den finansielle sektors regelsæt. Herved tilgodeses den ellers så vanskelige og tidskrævende proces med at finde den rette balance mellem 'fleksibilitet og konkurrencedygtighed' og 'høj grad af stabilitet', når helt nye produkter – et godt eksempel er hedgefonde – viser sig.

6. Den finansielle sektors struktur og udvikling efter årtusindeskiftet

Ved udgangen af 2006 androg den samlede balancesum for finansielle institutioner under tilsyn ca. 8.800 mia. kr. (*Finanstilsynet, 2006*), svarende til næsten 5½ gange Danmarks bruttonationalprodukt på dette tidspunkt.

Mia. kr.	2002	2003	2004	2005	2006
Pengeinstitutter	2.256,70	2.332,20	2.531,80	3.010,50	3.483,90
Realkreditinstitutter	1.753,30	1.902,90	2.120,90	2.087,80	2.318,70
Danmarks Skibskreditfond	60,2	64,8	59,9	62,5	62,5
Fondsmæglerselskaber	0,9	1	1,3	1,9	2,7
Investerings-, special-, fåmand- og hedgeforeninger	289,8	365,8	572,8	781,8	881,4
Investeringsforvaltningsselskaber (store)	-	-	-	-	0,1
Investeringsforvaltningsselskaber (små)	-	-	-	-	0,6
Skadesforsikringsselskaber	110	118,4	124,6	139,1	148,9
Livsforsikringsselskaber	668,5	731,6	809,9	953,2	1010,4
Tværgående pensionskasser	277	301,8	339,2	381	402,4
Firmapensionskasser	37	38,2	39,2	42,5	42,8
ATP	243,4	263,3	307,2	365,1	371,7
LD	50,8	54,2	58	63,6	64,2
AES	2	2,4	3,3	4,2	5,2
SP	25,7	43,2	46,5	50,7	53,6
I alt	5.775,30	6.219,80	7.014,60	7.943,90	8.849,10

Kilde: Finanstilsynet: *Hovedtal fra Finanstilsynet 2006.*

Tabel 1. De danske finansielle institutioners balancesum

De forskellige delsektors balancer er dog strukturelt ganske forskellige, således at en kvantitativ sammenligning på basis af balancesummer ikke giver et særligt præcist billede af de enkelte delsektors betydning i det samlede billede. Pengeinstitutterne har – i varierende grad – balancesummen oppustet af korrespondentindskud, mens dette i væsentlig mindre grad gør sig gældende for obligationsudstedende institutter. Anvendes begrebet »arbejdende kapital«, der omfatter egenkapital og indlån/udstedte obligationer, er realkreditsektoren godt det dobbelte af banksektoren. Men samtidig er ca. halvdelen af realkreditinstitutternes udstedte obligationer placeret i pengeinstitutter, livsforsikringsselskaber og pensionskasser, investeringsforeninger og ATP. Investeringsforeninger, hvor den arbejdende kapital praktisk taget er identisk med den indskudte medlemskapital på 881 mia. kr. havde modtaget 45 %

af denne fra livsforsikringsselskaber, Pensionskasser og ATP. Hvis sektorstørrelserne (hvor Danmarks Nationalbank også skulle inddrages) opgøres uden disse meget betydelige indbyrdes engagementer, således at kun deres forpligtelser over for publikum indgik, ville talstørrelserne være væsentligt lavere – især for de nævnte 3 sektorer. Pensionsopsparringsinstitutterne har i denne sammenhæng »renere« balancer.

Der mangler samtidig et par vigtige elementer til en fuldstændig opgørelse af det finansielle marked i Danmark. Det gælder den cirkulerende mængde af betalingsmidler (sedler og mønt) hos publikum (en væsentlig del af 60 mia. kr. udestående pr. ult 2006) og især den del af publikums finansielle aktiver, der ikke medregnes i de finansielle virksomheders balancer – først og fremmest en betydelig del af aktiemarkedet, der til markedsvær-

di andrager knap 1.000 mia. kr., når finansielle virksomheders aktier medregnes. I henhold til VP (*VP, jan. 2008*) ejes ca. halvdelen af private og ikke-finansielle danske virksomheder. Sammen med den direkte ejede andel af obligationer og investeringsbeviser (udstedt af den finansielle sektor) opbevares de som immaterielle fondsaktiver i depoter, først og fremmest hos pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber, men uden at optræde på deres balance.

Mens den finansielle sektors balancesummer er fordoblet fra 2000 til 2006, tyder meget på, at væksten især i privates ejerskab af værdipapirer er steget hurtigere. Beholdningen af privates investeringsbeviser, der er løbende statistisk belyst (*www.ifr.dk – Markedsstatistik*), udviser således en vækst på 150 pct. i perioden. Undersøgelser af antallet af personer, der ejer aktier, foretaget af Dansk Aktionærforening, viser ligeledes en markant stigning.

Denne udvikling repræsenterer en slags disintermediering, hvor de finansielle virksomheder kobles ud af det finansielle kredsløb som direkte risikotagere. Denne tendens gør publikum mere følsomt over for bevægelser på de finansielle markeder, med de muligheder og risici dette indebærer.

En sådan udkobling er næppe i de finansielle institutioners disfavør. Overgangen fra at finansiere erhvervsaktivitet, baseret på stabile indlån med lav rente, gennem udlån og værdipapirkøb, overlader markedsrisikoen – i vid forstand udsvingene i rentemarginalen – til de finansielle institutioner og stiller store krav til kapitalberedskab og styring. Modstykket er at stå som formidler mellem debitor og kreditor og drive virksomheden med henblik på gebyrindtjening, der er væsentlig mindre risikopræget. Nye produkter som rådgivning og porteføljepleje, kombineret med mere effektivt distributionsapparat, hvor kunden overtager en del af det manuelle ar-

bejde gennem e-banking og netbørshandel, omdanner finansielle virksomheder til service-producerende organisationer, med mindre behov for egenkapital og fysiske filialer.

Det er således typisk, at pengeinstitutter har været en drivende kraft bag udvidelsen af investeringsforeningernes markedsandel. Alle større investeringsforeninger er tæt knyttet til pengeinstitutter eller – i mindre grad – til fondsmæglerselskaber uden at der består noget formelt ejerskab. Det er pengeinstitutterne, der har distributionskraften og derfor kan stille betingelser. Samtidig er det en pengeinstitutopgave at varetage foreningernes værdipapirhåndtering og kundernes depoter med investeringsbeviser, der sikrer stabile gebyrindtægter.

En tilsvarende disintermedieringstendens kan observeres hos livsforsikringselskaber, der udbyder fortrinsvis aktiebaserede unit link-forsikringsprodukter på linje med det traditionelle garantirenteprodukt. Forsikringskunden får mulighed for at opnå et højere afkast ved at frasige sig (den lave) garantirente, men bærer risikoen ved aktiekursfald. Selskabet bevarer den rene forsikringsforretning, samtidig med at den frigør sig fra det konkurrencepressede marked for garantiprodukter, der i 1990'erne kom i stigende vanskeligheder som følge af faldende obligationsrenter og konverteringsaktivitet.

Generelt har den finansielle sektors økonomi været tilfredsstillende i perioden efter de omfattende finansielle reformer. Tabel 2 viser udviklingen for pengeinstitutsektoren og for de største realkreditinstitutter. Soliditeten har i hele perioden ligget på et komfortabelt niveau, i særlig udpræget grad for de mindste pengeinstitutter og for de 3 største realkreditinstitutter. Solvensprocenten vil normalt ligge noget over egenkapitalprocenten, dels fordi en række af de aktiver, der indgår som nævner i beregning af brøken, anses så sikre, at de kapitalvægtet lavt – en tendens, der er

	2006	2005	2004	2003	2002
Pengeinstitutter					
<i>Solvensprocent</i>	Pct.	Pct.	Pct.	Pct.	Pct.
Pengeinstitutter, gruppe 1	13,70	13,15	12,90	13,77	13,28
Pengeinstitutter, gruppe 2	11,54	11,41	11,43	11,63	11,32
Pengeinstitutter, gruppe 3	15,92	15,06	17,83	16,22	15,74
Pengeinstitutter, gruppe 4	23,34	23,04	23,84	20,56	21,25
<i>Egenkapitalforrentning efter skat</i>					
Pengeinstitutter, gruppe 1	17,67	17,19	13,77	15,61	13,49
Pengeinstitutter, gruppe 2	19,42	17,51	13,40	14,28	6,36
Pengeinstitutter, gruppe 3	14,49	12,72	11,65	14,43	8,06
Pengeinstitutter, gruppe 4	12,49	12,28	8,14	6,66	6,52
Større realkreditinstitutter					
<i>Solvensprocent</i>					
Nykredit Realkredit A/S	27,26	28,40	25,86	22,74	23,43
Realkredit Danmark A/S	20,40	20,20	20,20	20,80	20,80
BRFKredit a/s	25,50	27,10	28,60	27,40	24,00
TOTALKREDIT A/S	9,69	10,11	9,36	9,38	11,35
<i>Egenkapitalforrentning efter skat</i>					
Nykredit Realkredit A/S	19,00	19,25	15,57	17,81	10,22
Realkredit Danmark A/S	14,20	15,80	14,40	14,60	16,40
BRFKredit a/s	12,40	14,00	8,40	14,20	2,80
TOTALKREDIT A/S	8,90	10,93	8,54	10,33	9,58

Kilde: Finanstilsynet - Nøgletal

Tabel 2. Soliditet og indtjening

styrket ved indførelsen de seneste år af de såkaldte Basel II-principper for regnskabsaf-læggelse, som generelt har reduceret kapital-kravet for danske pengeinstitutter og især re-alkreditinstitutter (*Borup m.fl., 2005*). Gene-relt ligger den bogførte kapital – udtrykt ved kernekapitalprocenten – ganske højt. For de største – Gruppe 1 – pengeinstitutter således på 10,35 % i 2006.

Denne tendens til 'overkapitalisering' i en pe-riode, hvor den generelle tendens indenfor er-hvervslivet har været at slanke kapitalophob-

ningen, f.eks. ved tilbagekøb af egne aktier fra markedet, skal ses på baggrund af den me-get lave tabshyppighed, der har præget perio-den. De markante konjunkturvendinger, der også kan forventes i fremtiden, har som anført tidligere skabt betydelige problemer for pen-ge- og realkreditinstitutter. Opretholdelsen af en høj solvens kan derfor ses som en fornuf-tig disposition i fremgangstider, hvor man 'sparer op' til potentielle senere tab.

Den løbende drift har også udviklet sig for-nuftigt, således at det – trods den gode kapi-

talpolstring – har været muligt at forrente egenkapitalen på et højt niveau – mest udpræget for de største pengeinstitutter, der endda har øget denne de seneste år.

En samlet vurdering af den finansielle sektors vilkår i kølvandet på de store reformer fra 1990'erne viser, at Danmark på dette vigtige område for en fortsat tilfredsstillende samfundsøkonomisk vækst har opnået det meste af År 2000-udvalgets opstillede mål.

Referencer

- Borup, Lisbeth og Kurek, Dorte: »Direktivforslag om ny kapitaldækningsregler (Basel II)« i Danmarks Nationalbank: *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2005
- Danmarks Nationalbank: *Dansk Pengehistorie 1914-1960*, København 1968
- Danmarks Nationalbank: *Beretning og Regnskab 1992 og 1993* (kan downloades fra www.nationalbanken.dk)
- Danmarks Statistik: www.statistikbanken – Indkomst, forbrug og priser – Tvangsauktion (historisk)
- Engberg Jensen, Peter: »Dansk realkredit i internationalt perspektiv« i Christensen og Grosen (red.): *Den finansielle sektor – Udvikling og perspektiver*. Festskrift til professor Morten Balling, København 2006
- EU Kommissionen: *Financial markets: Commission welcomes Parliament's agreement on Lamfalussy proposals for reform*, pressemeddelelse, Brussels 5th February 2002
- Finanstilsynet: *Hovedtal fra Finanstilsynet 2006*, www.ftnet.dk
- Folketinget: »Ministre i modvind« i *Folketingets informationsark*, 2007, www.folketinget.dk
- Goodhart, Charles: *The Evolution of Central Banks*, London 1988
- Hemme, Peter: »De danske investeringsforeningers historie og regulering« i Christensen og Grosen (red.): *Den finansielle sektor – Udvikling og perspektiver*. Festskrift til professor Morten Balling, København 2006
- Holm, Michael: »Finanstilsynet – Tilsyn og Overvågning« i Økonomiministeriet: *Økonomiministeriet i 50 år*, København 1997 (kan downloades fra www.oem/publikationer)
- Schoenmaker, Dirk: »The Role of the Supervisory Authority in the Financial System« I Bo Green (ed.): *Risk behaviour and Risk Management in Business Life*, Dordrecht 2000
- Værdipapircentralen: VP i Tal – Beholdning, januar 2008, www.vp.dk.
- Wendt, Peter: »The Crisis in Nordic Banking: The Danish Experience« i Bo Green (ed.): *Risk Behaviour and Risk Management*, Stockholm 1995
- Økonomiministeriet: *Den finansielle sektor efter år 2000*. Betænkning nr. 1376 afgivet af Økonomiministeriets udvalg om den finansielle sektor efter år 2000. September 1999 (kan downloades fra www.oem.dk).
- Økonomi- og Erhvervsministeriet: *Finanstilsynets forvaltning i nogle større sager ca.1990-1995 (Baltica-sagen, Hafnia-sagen m.fl.)*, København 2004 (kan downloades fra www.oem.dk)