



Danmarks
Nationalbank

Finansiell stabilitet

N
O
O
W

D A N M A R K S

N A T I O N A L

B A N K 2 0 0 3



Det lille billede på forsiden viser et udsnit af Århus rådhusårn, der er valgt som motiv for den første temamønt i en serie af i alt 7-10 mønter, der vil udkomme over en årrække.

Danmarks Nationalbank
Havnegade 5
1093 København K
Telefon: 33 63 63 63
Fax: 33 63 71 15
Websted: www.nationalbanken.dk

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Henvendelser om finansiel stabilitet kan sendes til Danmarks Nationalbank, Kapitalmarkedsafdelingen, på e-mail: kma@nationalbanken.dk.

Signaturforklaring:

- Nul
- 0 Mindre end en halv af den anvendte enhed
- Tal kan efter sagens natur ikke forekomme
- ... Tal foreligger ikke

Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

Redaktionen er afsluttet den 1. maj 2003.

Tryk: Scanprint as, Viby J
ISSN: 1602-0553
1602-0561 (online)

Indhold

INDLEDNING	9
DEN REALØKONOMISKE UDVIKLING	11
ANALYSE AF FINANSIEL STABILITET	
DEN FINANSIELLE SEKTOR	
Finansielle koncerner	17
Danske pengeinstitutter	21
Følsomhedsanalyse og stresstest af danske pengeinstitutter	30
Realkreditinstitutterne	34
Pensionsselskaberne	35
ERHVERV OG HUSHOLDNINGER	
Erhverv	39
Landbrug	48
Husholdninger	50
KAPITALMARKEDERNE	
Markedsudviklingen	55
Vurdering af aktiekurser	58
Effekterne på de finansielle institutioner af markedsudviklingen	62
TEMAER I RELATION TIL FINANSIEL STABILITET	
PENSIONSSSELSKABERNE	
Pensionsordninger og pensionsselskaber	67
Pensionsselskabernes risici, rammer og gennemsigthed	71
GRÆNSEOVERSKRIDENDE KONCERNER	81
BANKERS KAPITALSTRUKTUR	89
CLS OG STABILITET I BETALINGSAFVIKLINGEN	
Betydningen af CLS for finansiell stabilitet	97
Stresstest af den danske afviklingsstruktur	105
ORDLISTE OVER FINANSIELLE BEGREBER.....	111

Figurer

Figur	1 Privatforbrug og forbrugertillid, 1990-2003	13
	2 Huspriser og antal handler, 1996-2003	14
	3 Egenkapitalforrentning efter skat for de største nordiske finansielle koncerner, 1998-2002	18
	4 Rating for udvalgte nordiske koncerner og europæiske banker, primo marts 2002 samt primo marts 2003	19
	5 Bankernes indtjening pr. omkostningskrone, 1995-2002 ..	22
	6 Bankernes solvens- og kernekapitalprocent, 1997-2002 ...	23
	7 Udlånsvækst samt tab og hensættelser i pct. af udlån og garantier, alle pengeinstitutter i gruppe 1-3, 1980-2002 ..	24
	8 Pengeinstitutternes tab og hensættelser i pct. af udlån og garantier, 1995-2002	24
	9 Pengeinstitutternes gennemsnitlige ind- og udlåns- marginaler, pengeinstitutter i gruppe 1 og 2, 1998-4. kvartal 2002	25
	10 Udlånsvækst til erhverv for pengeinstitutgrupper, 1998-2002	26
	11 Pengeinstitutternes nettogebyrindtægter i pct. af de samlede nettorente- og gebyrindtægter, alle penge- institutter i gruppe 1-3, 1980-2002	27
	12 Pengeinstitutternes indlånsoverskud og nettogæld til andre kreditinstitutter, alle pengeinstitutter i gruppe 1-3, 1980-2002	28
	13 Pengeinstitutternes nettogæld til andre kreditinstitutter og udstedte obligationer opdelt på restløbetid, 1997-2002	28
	14 Antal pengeinstitutter med underskud ved forøgelse af tab på udlån og garantier, 2001 og 2002	33
	15 Antal pengeinstitutter med solvensprocent under 8 ved forøgelse af tab på udlån og garantier, 2001 og 2002	33
	16 Realkreditinstitutternes stødpude over for tab, 1990-2002	35
	17 Udviklingen i pensionsselskabernes sammensætning af investeringsaktiver, 1996-2002	36
	18 Pensionsselskabernes økonomiske stødpuder målt i forhold til livsforsikringshensættelserne, 1996-2002	37
	19 Antal konkurser i erhvervslivet, 1995-2003	40

20	Branchefordeling af pengeinstitutternes udlån til erhverv, 2000-02, ultimo	40
21	Pengeinstitutternes branchefordelte tabsprocent, 2000-02	41
22	Afkastningsgraden i de 10 pct. mindst rentable selskaber i forskellige brancher, 1995-2002	43
23	Soliditeten i de 10 pct. mindst solide selskaber i forskellige brancher, 1995-2002	43
24	Konkurssandsynligheden i de svageste selskaber i forskellige brancher, 1995-2002	46
25	Spredning for konkurssandsynligheder, 1995-2002	46
26	Andel af bankgæld i 2002 fordelt efter konkurssandsynlighed	47
27	Udviklingen i heltidsbedriftenes driftsresultat og prisen på svinekød, 1995-2003	48
28	Kontantprisindeks for landbrugsejendomme over 60 ha og forbrugerprisindeks, 1971-2002	49
29	Indberetning af dårlige betalere og restanceprocent, 1992-2003	51
30	Udlånsvækst fra penge- og realkreditinstitutter, 1995-2002	52
31	Gældsbelastningen for de 10 pct. mest forgældede husholdninger fordelt efter indkomstgruppe, 1997-2001	53
32	Rentebelastningen for de 10 pct. mest rentebelastede husholdninger fordelt efter indkomstgruppe, 1997-2001..	54
33	Aktieindeks i USA, euroområdet og Danmark samt implicit volatilitet i USA, 2000-03	56
34	Korrelationer mellem danske og amerikanske kapitalmarkeder, 1993-2003	57
35	10-årige renter i USA, Tyskland og Danmark samt implicit volatilitet i euroområdet, 2000-03	57
36	Korrelation mellem aktiekurser og 10-årige renter, 1993-2003	58
37	Amerikansk aktieindeks og BNP i løbende priser, 1929-2003	59
38	Realkursudvikling i amerikanske aktier efter et højdepunkt	59
39	Price-earning for amerikansk aktieindeks og 10-årig amerikansk rente, 1960-2003	60
40	Amerikansk 10-årig rente fratrasket E/P (Fed-modellen), 1980-2003	61
41	Eksempel på Tobins q for USA, 1900-2003	62

42	Aktieomsætning og kursudvikling på Københavns Fondsbørs, 2001-03	63
43	Udviklingen i antal selskaber noteret på Københavns Fondsbørs, 1997-2002	64
44	Virksomhedsfusioner og -overtagelser, globalt og i Danmark, 1997-2002	64
45	Udviklingen i balancesummen i livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, 1992-2002, og den samlede pensionsformue	68
46	Egenkapitalreserve og bonusreserve i henholdsvis livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, 1992-2002	71
47	Maksimale grundlagsrenter og den effektive rente på en 10-årig statsobligation efter pensionsafkastskat/ realrenteafgift, 1988-2003	73
48	De fem største kreditinstitutters andel af de samlede aktiver, 2001	83
49	Gennemsnitlige omkostninger for forskellige finan- sieringsformer og egenkapitalforrentningen i 2002	90
50	Egenkapitalforrentning og fremmedkapitalandel i perioden 1996-2002	93
51	Afviklinger af danske kroner i afviklingsdøgnet	101
52	Overtræksadgang på foliokonti og størrelsen af indbetalinger til afviklinger	107
53	Følsomhedsanalyse – CLS	108
54	Følsomhedsanalyse – Sumclearingen (detailbetalinger)	108
55	Følsomhedsanalyse – periodiske betalinger	109
56	Følsomhedsanalyse – handelsafviklingen	109

Teksttabeller

Tabel	1	Officielle skøn på dansk økonomi, 2003 og 2004	12
	2	Følsomhedstests på pengeinstitutternes ordinære resultat, 2001 og 2002	31
	3	De finansielle institutters beholdning af værdipapirer	63
	4	Forenklet balanceopstilling for pensionsselskaber	75
	5	Fusioner og opkøb blandt finansielle virksomheder i EU og Norden, 1997-2002	82
	6	Bankernes relative balancesammensætning i pct., ultimo 2002	91

Bokse

Boks	1	Udvikling i pengeinstitutternes regnskaber, 1999-2002	20
	2	De mindste pengeinstitutter	29
	3	Følsomhedsanalyse	32
	4	Ny årsregnskabslov	41
	5	Datagrundlag og metode	44
	6	Model til kvantificering af konkurssandsynligheder	45
	7	Rentebegreber i pensionsselskaberne	69
	8	Pensionsselskabernes risici	72
	9	Beregnete risikoscenarier	78
	10	Koncernrisici	84
	11	Banker anvendt i analysen	92
	12	Principperne i CLS-afviklingen	99
	13	CLS-afviklingscyklus i centraleuropæisk tid	100
	14	Sikkerhedsretten	103
	15	Anvendelsen af den udvidede sikkerhedsret	104
	16	Forudsætninger i stresstestene	106

Indledning

Nationalbanken offentliggør årligt en rapport om den finansielle stabilitet i Danmark. Formålet er at vurdere, hvorvidt det finansielle system er tilstrækkeligt robust, så eventuelle problemer i sektoren ikke spreders og hindrer de finansielle markeder i at fungere som effektive formidlere af kapital til virksomheder og husholdninger. Indfaldsvinklen er de generelle risici for det finansielle system og ikke situationen i de enkelte finansielle institutter. Den opgave varetages af Finanstilsynet. Rapporten består af to dele. I første del analyseres udviklingen i den finansielle stabilitet med hovedvægten på pengeinstitutterne, mens anden del af rapporten indeholder fire aktuelle temaer.

De danske pengeinstitutter har været robuste over for den afdæmpede økonomiske vækst og den forøgede usikkerhed på kapitalmarkederne med faldende aktiekurser og renter i 2001 og 2002. Pengeinstitutternes samlede indtjening er fortsat god. Tab og hensættelser er endog faldet, selvom spredningen mellem institutterne er øget. De institutter, der de seneste år har haft den højeste udlånsvækst, har også de største tab.

Enkelte pengeinstitutter har kunnet nedbringe omkostningerne, men de fleste pengeinstitutter inden for alle grupper har fortsat voksende omkostninger.

Kapitaldækningen er gennemgående øget lidt i 2002, hvilket harmonerer med den større usikkerhed om konjunkturudviklingen.

Det samlede billede er således, at pengeinstitutternes modstandskraft over for tab er lidt bedre end for et år siden. Usikkerheden knytter sig i stedet til, hvor lang tid den afdæmpede økonomiske udvikling vil vare ved.

Nationalbanken har estimeret en model, der kan beregne virksomhedernes sandsynlighed for at gå konkurs inden for de førstkomende år. Modellens resultater peger på, at sandsynligheden for at gå konkurs er steget lidt inden for alle brancher. IT og tele er fortsat den mest udsatte branche. Spredningen i konkurssandsynlighederne er forøget i alle brancher i de seneste år, hvilket betyder, at usikkerheden ved kreditgivning til erhverv er forøget.

Husholdningerne har øget gældsbelastningen, men som følge af det lave renteniveau er rentebelastningen ikke steget tilsvarende. Mange har anvendt realkreditlån til at indfri bankgæld som konsekvens af, at pengeinstitutternes udlånsrenter gennemgående er højere end renten på realkreditlån.

Kapitalmarkedsudviklingen i 2002 har især påvirket pensionssektoren negativt. Der har været massive kurstab på aktier, og kursgevinsterne på obligationsbeholdningerne kan ikke dække behovet for yderligere hensættelser til pensionsforpligtelser. Pensionsselskaberne har imidlertid samlet set kunnet forøge reserverne, idet det regnskabsteknisk er blevet muligt at medregne en del af hensættelserne som reserve.

En sikker og effektiv infrastruktur vedrørende afvikling af betalinger er en forudsætning for finansiell stabilitet. Det er vigtigt, at der er tilstrækkelig likviditet på de rette tidspunkter, således at eventuelle problemer hos én eller flere deltagere ikke spredes til andre. Der er simuleret et krisescenario, hvor adgangen til at mobilisere likviditet reduceres væsentligt. Resultatet viser, at sektoren som helhed i den nuværende situation har rigelig likviditet til rådighed. På institutniveau er der også generelt rigelig likviditet.

Den realøkonomiske udvikling

DEN INTERNATIONALE ØKONOMI

Den internationale økonomi har udviklet sig svagt i de seneste år, og udsvingene på de finansielle markeder har været betydelige. De internationale aktiemarkeder er faldet markant, samtidig med at renterne på både penge- og obligationsmarkederne også er faldet. I euroområdet, som i de sidste 1½ år har haft meget beskedne vækstrater, er problemerne især udtalte i de tre store medlemslande, Tyskland, Frankrig og Italien. Den amerikanske økonomi havde en forholdsvis pæn vækst i 2002, men med et meget stort underskud på betalingsbalancens løbende poster, som afspejler et stigende opsparingsunderskud i den offentlige sektor.

Det forventede tidspunkt for et fornyet internationalt opsving er udskudt flere gange i det seneste år, og der er ringe tillid til den fremtidige økonomiske udvikling hos både forbrugere og virksomheder. Det er dog en udbredt opfattelse, senest udtrykt i OECDs økonomiske prognose fra april, at den amerikanske økonomi vil rejse sig i 2. halvdel af 2003, om end de nævnte ubalancer, særligt det voksende underskud i den offentlige sektor, kan bidrage til at holde væksten nede. Udsigterne for europæisk økonomi, og specielt Tyskland, er mere pessimistiske. For Tyskland er konsensus-skøn for væksten i indeværende år nu nedrevideret til under 1 pct. Også andre af Danmarks samhandelspartnere har oplevet en vækstnedgang i 2. halvdel af 2002, bl.a. Sverige og England, og udviklingen på danske virksomheders eksportmarkeder under ét tyder ikke på fremgang i eksporten i umiddelbar fremtid.

DEN DANSKE ØKONOMI

Den økonomiske aktivitet i Danmark blev afdæmpet i løbet af 2002. Ifølge de seneste nationalregnskabstal steg bruttonationalproduktet kraftigt i 1. halvår 2002 efterfulgt af et fald i 3. kvartal og siden en beskedent stigning i 4. kvartal. For 2002 under ét blev der tale om en lidt højere vækst end i 2001. Ifølge de seneste officielle prognoser ventes i 2003 en vækst omkring 1½ pct., jf. tabel 1. Det er lidt lavere end ventet ved årsskiftet og bekræfter således billedet af afdæmpning.

Væksten i dansk økonomi i 2002 blev især trukket af privatforbruget, der efter nogle år med en svag udvikling er accelereret gennem 2002, jf. figur 1. I 4. kvartal 2002 lå privatforbruget således knap 3 pct. over ni-

OFFICIELLE SKØN PÅ DANSK ØKONOMI, 2003 OG 2004

Tabel 1

	Det Økono- miske Råd	Regeringen	Arbejderbe- vægelsens erhvervsråd	EU	OECD
	Nov. 2002	Dec. 2002	Feb. 2003	Apr. 2003	Apr. 2003
	Procentvis ændring i forhold til året før				
2003					
BNP	1,9	1,8	1,3	1,5	1,6
Privat forbrug	2,7	2,2	2,3	1,8	1,9
Erhvervsinvesteringer	0,8	2,7	-0,1	1,6	0,8
Eksport	3,6	3,8	1,6	2,0	3,1
Timeløn	4,0	3,9	3,7	3,8	3,9
Beskæftigelse	0,3	0,1	-0,5	-0,3	0,0
2004					
BNP	1,9	2,1	2,0	2,2	2,6
Privat forbrug	1,9	2,4	2,4	2,3	2,2
Erhvervsinvesteringer	2,2	3,8	0,4	3,8	3,5
Eksport	4,2	5,8	3,8	4,7	7,5
Timeløn	3,8	3,7	3,7	3,9	4,2
Beskæftigelse	0,2	0,5	0,1	0,4	0,5

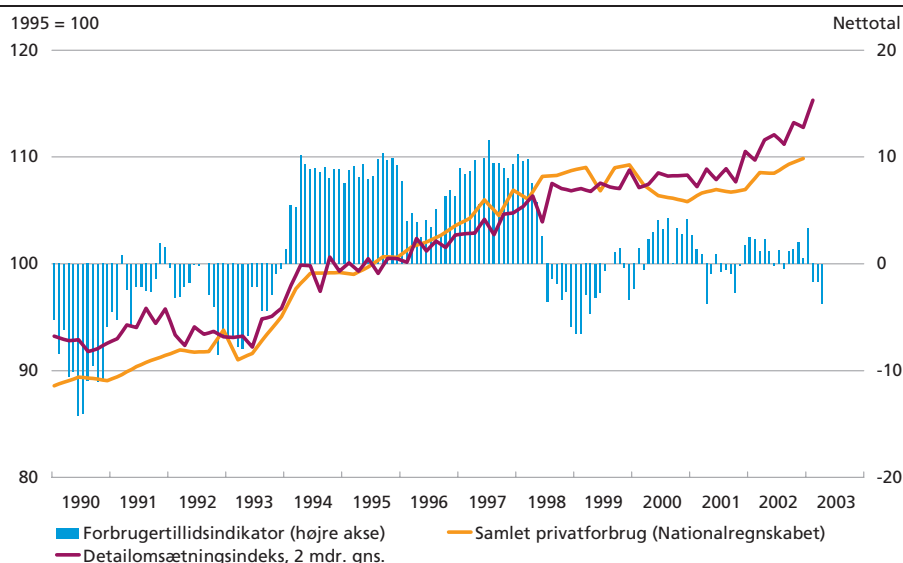
veauet i samme kvartal året før. For indeværende og næste år ligger skønnene på det samlede privatforbrug omkring intervallet 2-2½ pct. De seneste tal for nyregistreringer af personbiler og forbrugertillid er begge svage, mens detailomsætningen vokser meget stærkt. Solid vækst i de disponible realindkomster og det lave renteniveau ventes at bidrage til fortsat forbrugsvækst, ligesom en forholdsvis høj formuekvote og lav forbrugskvote giver et solidt udgangspunkt.

Erhvervsinvesteringerne lå i 2002 på stort set samme niveau som i 2001. Materielinvesteringerne ligger på et højt niveau efter flere års kraftig stigning. Investeringerne relaterer sig i høj grad til IT- og andet teknologisk udstyr, som har en kortere økonomisk levetid end andet kapitalapparat. Opgangen i investeringsniveauet har således modstykke i større afskrivninger og kan derfor være af mere permanent karakter. Det reducerer samtidig sandsynligheden for et egentligt tilbageslag i investeringerne. Bygningsinvesteringerne ligger på et mere beskedent niveau uden tegn på mærkbar opgang. De seneste skøn på de samlede erhvervsinvesteringer tyder kun på beskedent vækst i år og er dermed på linje med svage konjunkturbarometre for erhvervene.

En rolig vækst i boligbyggeriet opvejer ikke fald i erhvervsbyggeriet, så den samlede byggeaktivitet har udviklet sig svagt de seneste år. Boligbyggeriet vil blive understøttet af regeringens boligpakke fra 2002 til fremme af fx privat udlejningsbyggeri og renovering af almene boliger.

PRIVATFORBRUG OG FORBRUGERTILLID, 1990-2003

Figur 1



Anm.: Sæsonkorrigerede data.

Kilde: Danmarks Statistik.

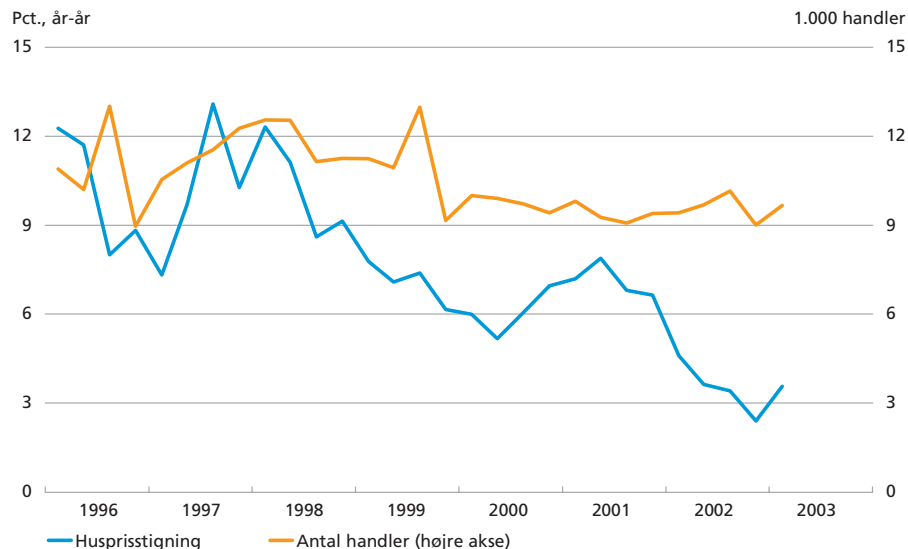
De seneste års stærke stigninger i huspriserne synes at være ophørt, mens antallet af hushandlere har udviklet sig fladt siden 1999, jf. figur 2. Væksten i huspriserne ventes i den kommende tid næppe at overstige den generelle prisudvikling, men omvendt øjnes der ikke umiddelbart nogen risiko for et mærkbart tilbageslag på boligmarkedet, og tidligere årtiers store udsving i huspriserne er der ikke udsigt til. Det afspejler, at balanceproblemerne i dansk økonomi i dag er væsentligt mindre end tidligere.

Den danske eksport har til dels trods den beskedne vækst på de internationale markeder og har i de senere år vundet markedsandele. Den gunstige reaktion på den internationale udvikling afspejler i høj grad sammensætningen af den danske eksport, herunder en forholdsvis lav andel af investeringsgoder, som traditionelt er meget konjunkturfølsomme. Dertil kommer i den nuværende situation, at markedet for nogle af de produkter, der fylder meget i eksporten, fx vindmøller og farmaceutiske produkter, ikke har været kraftigt berørt af tilbageslaget.

Trods afdæmpningen har den danske økonomi indtil videre klaret sig godt gennem svækkelsen af den internationale økonomi. Fald i beskæftigelsen i 2002 og en beskedne stigning i ledigheden har reduceret presset på det danske arbejdsmarked, som dog fortsat er stramt i en international sammenligning. Lønstigningerne har i en årrække været højere end i udlandet, og sammen med en stærkere effektiv kronekurs svækker

HUSPRISER OG ANTAL HANDLER, 1996-2003

Figur 2



Anm.: Sæsonkorrigerede data.

Kilde: Realkreditrådet.

det konkurrenceevnen. Konkurrencen på produktmarkederne såvel nationalt som internationalt sætter en grænse for, i hvilket omfang virksomhederne kan overvælde øgede lønomkostninger på priserne, og det kan følgelig lægge et pres på virksomhedernes indtjening.

Generelt er balanceproblemerne i dansk økonomi beskedne. Således var der i 2002 et solidt overskud såvel på den offentlige sektors saldo som på betalingsbalancens løbende poster. Den private sektor har gradvist vendt sit finansielle opsparingsunderskud, dvs. bruttoinvesteringer minus bruttoopsparing, fra 2 pct. af BNP i 1998 til et overskud på godt 1 pct. af BNP i 2002 primært som følge af øget opsparing og et fald i boligbyggeriet.

Analyse af finansiel stabilitet

Den finansielle sektor

Den finansielle sektor er påvirket af den internationale økonomiske afmatning, udviklingen på kapitalmarkederne og usikkerhed om fremtiden.

For de nordiske koncerner er indtjeningen gået tilbage. Niveauet for tab og hensættelser er øget for hovedparten af koncernerne, men gennemsnittet er uændret. I europæisk perspektiv, herunder specielt i sammenligning med den tyske banksektor, fremstår de nordiske koncerner robuste.

De danske pengeinstitutters indtjening er fortsat god, og tab og hensættelser er endog faldet. Institutterne har foreløbigt modstået effekterne af de afdæmpede konjunkturer og tilbageslaget på kapitalmarkederne, men der er en tendens til øget spredning i indtjeningen. En række af de danske pengeinstitutter har øget kapitaldækningen, hvilket harmonerer med den større usikkerhed om konjunkturudviklingen.

Følsomheden af pengeinstitutternes resultat på et års sigt er stort set uændret over det seneste år. Tendensen til øget kapitaldækning har samtidig medvirket til, at den samlede modstandskraft over for tab på udlån og garantier er bedret. Usikkerheden knytter sig i stedet til, hvor længe den afdæmpede økonomiske udvikling vil vare ved.

Kapitalmarkedsudviklingen i 2002 har påvirket pensionssektoren negativt. Pensionsselskaberne har imidlertid kunnet øge reserverne som følge af nye regnskabsprincipper.

FINANSIELLE KONCERNER

De største finansielle koncerner i Danmark er alle væsentlige markedsdeltagere inden for bank-, realkredit- og forsikringsvirksomhed. Samtidig opererer koncernerne i vid udstrækning på det nordiske finansielle marked som helhed. Udviklingen i de største finansielle koncerner i Norden sætter derved udviklingen for de største danske koncerner samt den danske pengeinstitutsektor i perspektiv¹.

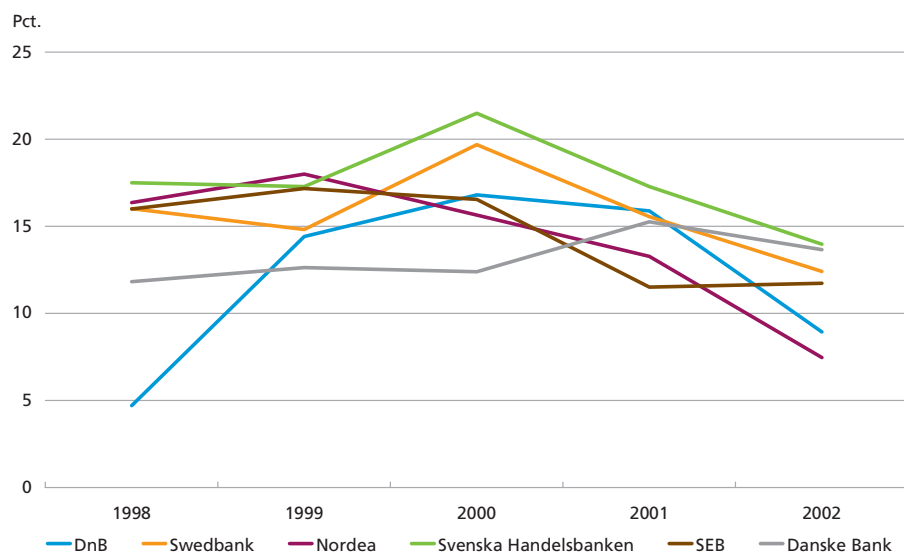
Udviklingen i koncernernes resultater

Resultatet før skat var lavere i 2002 end i 2001 i de fleste af de nordiske finansielle koncerner, og egenkapitalforrentningen er overvejende fal-

¹ Analysen omfatter Danske Bank, Den norske Bank (DnB), Swedbank (FöreningsSparbanken), Nordea, Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) og Svenska Handelsbanken.

EGENKAPITALFORRENTNING EFTER SKAT FOR DE STØRSTE NORDISKE
FINANSIELLE KONCERNER, 1998-2002

Figur 3



Anm.: Datasættet består af de 6 analyserede nordiske koncerner plus de virksomheder, som tilbage i tiden var selvstændige institutter, men som nu indgår i koncernerne. Egenkapitalforrentningen er beregnet som resultatet efter skat i pct. af egenkapitalen ultimo perioden.

Kilde: Årsregnskaber.

det, jf. figur 3. Koncernerne har dog formået at øge nettorenteindtægterne, selvom både renteindtægter og renteudgifter er faldet. Forretningsomfanget, målt ved mængden af ind- og udlån, er vokset, særligt er realkreditudlån gået frem.

Nedgangen på aktiemarkederne afspejler sig i lavere nettogebyrindtægter i forbindelse med investeringsbankaktiviteter og fald i afkastet på fondsbeholdningen i 2002 i forhold til 2001 for hovedparten af koncernerne. For at modsvare de vigende indtægter har flere koncerner valgt at reducere omfanget af investeringsbankaktiviteter og skære kraftigt i medarbejderstaben i de berørte afdelinger.

For hovedparten af de nordiske koncerner spiller investeringsbankaktiviteter dog ikke en afgørende rolle. Det kan være en årsag til, at de klarer sig godt i internationalt perspektiv.

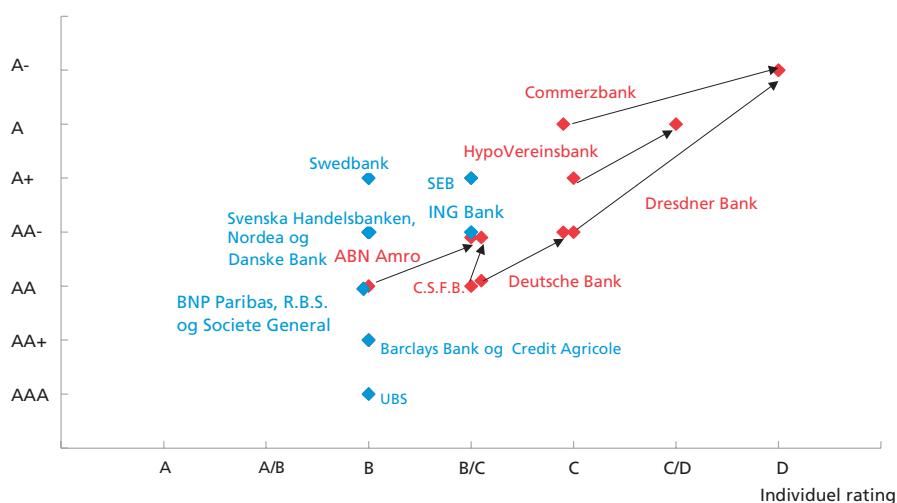
Koncernernes tab og hensættelser på udlån i forhold til samlede udlån og garantier er for hovedparten øget, men er i gennemsnit uændret 0,14 pct. Enkelte koncerner har øget kapitaldækningen, hvilket synes i overensstemmelse med større usikkerhed om konjunkturerne. Størrelsen af kernekapitalen målt i forhold til de risikovægtede aktiver er 7,3 pct., hvilket er det samme som i 2001.

De nordiske koncerner er påvirket af problemerne i pensionssektoren, dels via koncernernes livsforsikringsvirksomhed, dels via egne firmapen-

RATING FOR UDVALGTE NORDISKE KONCERNER OG EUROPÆISKE BANKER, PRIMO MARTS 2002 SAMT PRIMO MARTS 2003

Figur 4

Langsigtet udstedt gæld



Anm.: Ratingbureauet Fitch anvender for deres såkaldte long-term ratings en overordnet bogstavskala fra AAA til -A, hvor AAA-klassen er den højeste. Tilsvarende er ratingen af de enkelte institutter rangordnet fra A til D. Ratingen for det enkelte institut (individuel rating) angiver en bedømmelse af bankens finansielle styrke uden hensyntagen til evt. støtte fra tredjepart, mens rating på langsigtet gæld godt kan være højere som følge af implicitte eller eksplicitte garantier fra fx offentlige myndigheder. C.S.F.B. er en forkortelse af Credit Suisse First Boston, mens R.B.S. er en forkortelse af Royal Bank of Scotland.

Kilde: Fitch.

sionskasser. Livsforsikringsselskaberne er blevet klemt af den lave rente og udviklingen på aktiemarkederne, og nogle af koncernerne har været tvunget til at yde ansvarlige lån til forsikrings- og pensionskasserne. Flere af koncernerne har firmapensionsordninger, som potentielt kan give anledning til tab. En enkelt koncern har oplyst, at der har været behov for at indskyde kapital i en firmapensionsordning.

Kreditværdighed i europæisk perspektiv

Med henblik på at vurdere de nordiske koncerners kreditværdighed er den individuelle rating primo marts 2002 og primo marts 2003 for udvalgte europæiske finansielle koncerner samt rating af disses langsigtede udstedte gæld angivet i figur 4. De højeste ratings findes mod "syd-vest" i diagrammet, og pilene viser de institutter, hvis rating er blevet nedjusteret siden marts 2002. De banker, der er udvalgt til sammenligningen, er de største europæiske banker målt ved størrelsen af de samlede aktiver. Det er fire tyske banker, tre franske, to hollandske, to schweiziske samt to britiske banker.

De nordiske koncerner har alle som udgangspunkt en høj rating, og ingen af koncernerne er blevet nedjusteret i perioden.

De danske pengeinstitutter havde i 2002 et samlet resultat på 20,2 mia.kr., hvilket var en lille stigning i forhold til 2001. Pengeinstitutternes resultat er stagneret i de senere år, hvilket afspejler en lavere vækst i forretningsomfanget i forhold til perioden fra 1996 til 2000, hvor vækstraterne i udlånet var meget høje.

På indtægtssiden har pengeinstitutterne samlet set fastholdt en uændret renteindtjening. På baggrund af de store markedsudsving, der satte ind i anden halvdel af 2001, og som specielt har forringet pengeinstitutternes grundlag for indtjening gennem investeringsbankaktivitet og kapitalforvaltning, er gebyrindtægterne faldet yderligere. Tilsvarende er institutternes indtjening fra kursreguleringer af egne beholdninger gået tilbage. Samlet set er kursreguleringernes betydning i forhold til rente- og gebyrindtægterne dog relativt beskeden.

Driftsomkostningerne er uændrede, men særligt de største institutters tilpasning af omkostningerne i forhold til indtægterne medvirker til at fastholde det samlede resultat for sektoren. Tab og hensættelser blev nedbragt i 2002, og de fortsat afdæmpede konjunkturer er således ikke slået igennem på det samlede resultat, om end der underliggende er blevet større indbyrdes forskelle mellem de enkelte pengeinstitutter og pengeinstitutgrupper.

PENGEINSTITUTTERNES RESULTATER, 1999-2002

Mia.kr.	1999	2000	2001	2002
<i>Indtægter</i>				
Nettorenteindtægter	29,1	31,2	34,2	34,9
Nettogebyrindtægter	11,5	14,0	13,3	13,0
Kursregulering af værdipapirer mv.....	1,8	4,6	1,9	0,8
Kursregulering af kapitalinteresser.....	3,5	4,6	5,8	6,2
Andre ordinære indtægter	1,9	1,6	1,6	1,6
<i>Omkostninger</i>				
Driftsomkostninger mv.	30,8	35,1	32,3	32,2
Tab og hensættelser	2,6	3,1	5,0	4,2
<i>Ordinært resultat</i>	14,3	17,8	19,4	20,2

Anm.: Pengeinstitutter i gruppe 1-3.

Kilde: Finanstilsynet.

Særligt i sammenligning med den tyske banksektor fremstår de nordiske koncerner robuste. De tyske banker har fået nedjusteret rating overvejende som følge af en generelt lav profitabilitet med baggrund i strukturelle forhold, der er blevet forstærket af det ugunstige økonomiske klima, med vigende indtægter og tab på dårlige lån til følge.

Den strukturelle udvikling

De nordiske koncerner har foretaget en række strukturtilpasninger i 2002, og konsolideringen blandt regionale og lokale danske pengeinstitutter er fortsat.

Nordea meddelte i juni 2002, at koncernen overdrager Tryg Skade til Tryg i Danmark. I september købte Nordea 37 pct. af LG Petro Bank i Polen, hvorved banken når op på 92 pct. af aktierne. Nordea opkøbte Postgirot Bank i 2001 og har drevet den som et datterselskab indtil december 2002, hvor den blev fusioneret med Nordea Bank Sverige.

Danske Bank solgte Danica Life, et datterselskab af Danica Pension, i oktober. Endvidere er Danske Securities nedlagt som en selvstændig enhed. Opgaverne overflyttes til Danske Markets. Desuden nedlægges Danske Securities aktiviteter helt eller delvist i en række lande.

Svenska Handelsbanken fusionerede med Midtbank i maj 2001. Midtbank omdannedes fra januar 2002 til en filial af Handelsbanken. I maj 2002 meddelte Handelsbanken, at den opbygger en ny regionalbank i Storbritannien.

Den norske Bank har i februar 2002 gennem køb af aktier i Nordlandsbanken sikret sig den fulde kontrol over banken. I juni 2002 erhvervede Den norske Bank Skandia's asset management aktiviteter, hvilket er et led i etableringen af Den norske Banks asset management.

Vendsyssel Bank og Egnsbank Nord fusionerede med virkning fra 1. januar 2002 under navnet Nordjyske Bank. Egnsbank Nord er den fortsættende bank. I maj fusionerede Sydbank med Egnsbank Fyn. Sydbank ejede i forvejen mere end 60 pct. af aktiekapitalen i Egnsbank Fyn. Ringkjøbing Landbobank fusionerede med Tarm Bank i august 2002 med Ringkjøbing Landbobank som fortsættende selskab. Endelig fusionerede Nordvestbank og Vestjysk Bank i marts 2003 med virkning fra 1. januar 2002 med Nordvestbank som fortsættende selskab under navnet Vestjysk Bank.

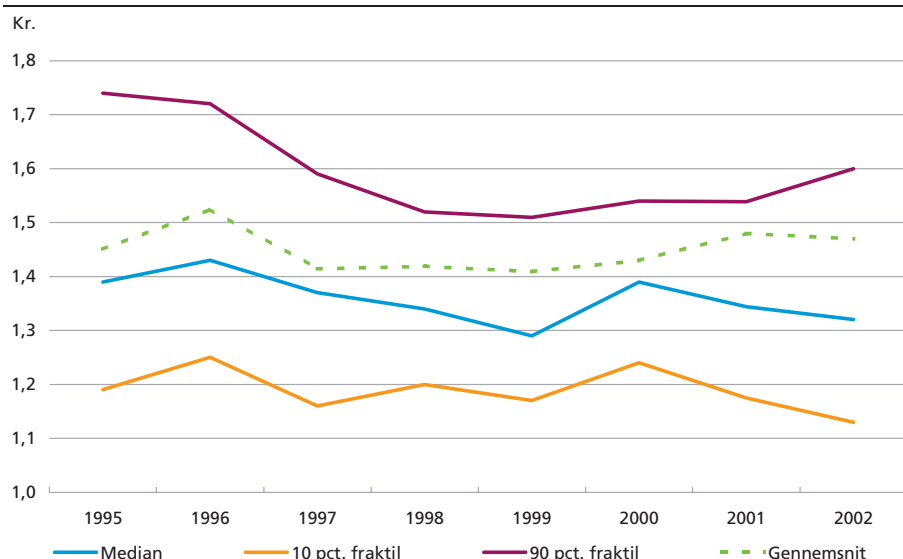
DANSKE PENGEINSTITUTTER

Der er 181 pengeinstitutter i Danmark, hvoraf de 5 største har en samlet andel af balancen på 81 pct. De danske pengeinstitutter er således en meget heterogen gruppe, og den gennemsnitlige udvikling afspejler ikke de betydelige underliggende forskelle mellem de enkelte institutter. Det kommer bl.a. til udtryk i spredningen i en række af de analyserede nøgletal¹.

¹ I analyserne belyses fortrinsvis udviklingen i pengeinstitutvirksomheden, herunder pengeinstitutter der indgår i finansielle koncerner. Udvikling i indtjening og kapitaldækning analyseres for koncernerne som helhed for de pengeinstitutter, der indgår i koncerner, mens de øvrige pengeinstitutter indgår i analyserne med tal for selve pengeinstitutvirksomheden. Analyser af spredningen i forskellige nøgletal er baseret på samme population som de efterfølgende følsomhedsanalyser og stresstests, der omfatter 48 udvalgte pengeinstitutter og koncerner.

BANKERNES INDTJENING PR. OMKOSTNINGSKRONE, 1995-2002

Figur 5



Anm.: Baseret på 48 udvalgte banker i gruppe 1-3. Indtjening pr. omkostningskrone er defineret som det finansielle resultat i forhold til omkostninger inkl. personale- og administrationsomkostninger, afskrivninger samt tab og hensættelser.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

Danske pengeinstitutters indtjening og kapitaldækning

Pengeinstitutternes samlede resultat for 2002 er øget lidt i forhold til 2001, jf. boks 1.

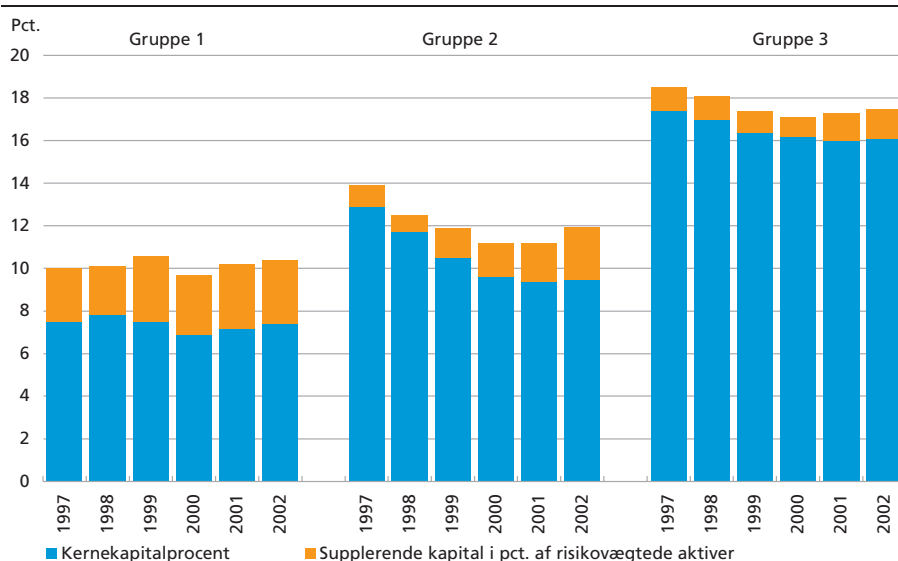
Den gennemsnitlige indtjening pr. omkostningskrone er faldet lidt, og spredningen mellem bankerne øges fortsat, jf. figur 5. Enkelte pengeinstitutter har været i stand til at nedbringe omkostningerne, men de fleste pengeinstitutter i alle grupper har fortsat voksende omkostninger. For mere end halvdelen af pengeinstitutterne er indtjeningen pr. omkostningskrone gået tilbage.

Kapitaldækningen er samlet set faldet i perioden 1997-2001, men øget lidt i 2002, hvilket harmonerer med den større usikkerhed om konjunkturudviklingen. Det er fortsat de mindste pengeinstitutter, der har den højeste kapitaldækning, jf. figur 6. Jo mindre pengeinstitutterne er, desto mindre udgør den supplerende kapital af det samlede kapitalgrundlag. Især de mellemstore banker har øget andelen af supplerende kapital. Supplerende kapital indebærer alt andet lige lavere finansieringsomkostninger end egenkapital, jf. temaet om bankers kapitalstruktur på side 89. Omvendt har supplerende kapital typisk en fast løbetid, og andelen af den supplerende kapital, der kan medregnes i solvensopgørelsen, falder i den sidste del af løbetiden¹.

¹ Se Birgitte Bundgaard og Suzanne Hyldahl, Sammensætning af pengeinstitutternes kapital – nye lovkrav og muligheder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

BANKERNES SOLVENS- OG KERNEKAPITALPROCENT, 1997-2002

Figur 6



Anm.: Solvensprocenten opgøres som summen af kernekapitalprocenten og den del af den supplerende kapital, der kan medregnes i solvensopgørelsen, i pct. af de risikovægtede poster.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

Pengeinstitutternes driftsmæssige risici

Tab og hensættelser følger sædvanligvis de økonomiske konjunkturer med en vis forsinkelse. I perioder med højkonjunktur stiger udlånene, samtidig med at tab og hensættelser typisk er lave. Kreditkvaliteten forringes gradvist i perioder med høj udlånsvækst, hvilket medfører øgede tab og hensættelser i efterfølgende perioder.

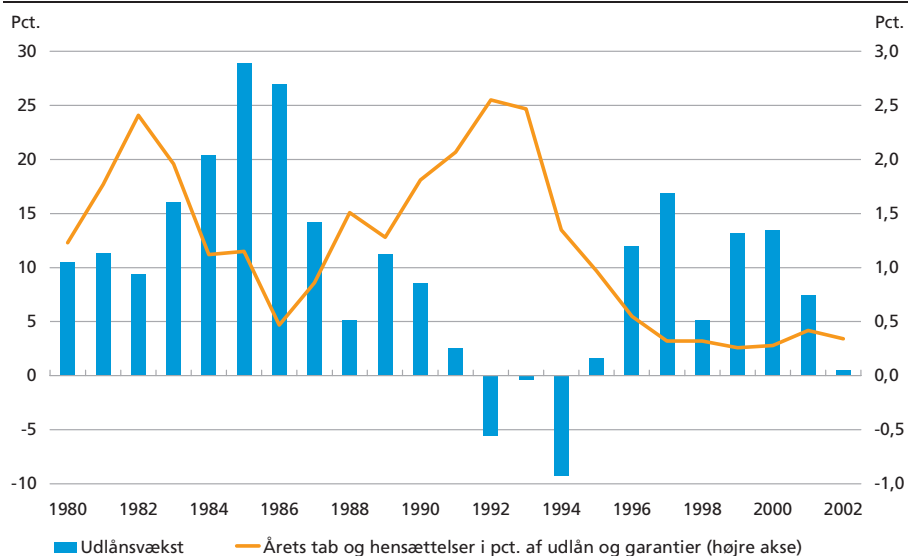
Udviklingen i pengeinstitutternes tab og hensættelser på udlån og garantier svarer stort set til udviklingen i de tab, der faktisk realiseres, herunder særligt tab på udlån og garantier til erhvervsvirksomheder.

Pengeinstitutternes tab og hensættelser har siden 1997 været på et meget lavt niveau, dog med en lille stigning i 2001. Det afspejler de gunstige konjunkturer i perioden. Forud for 2002 gav en del af institutterne udtryk for, at der var udsigt til øgede tab og hensættelser, hvis en bedring af konjunkturerne ikke indtraf. Samlet set har pengeinstitutterne imidlertid nedbragt tab og hensættelser i 2002, jf. figur 7, til i gennemsnit 0,34 pct. af udlån og garantier.

De lave samlede tab og hensættelser dækker over en øget spredning mellem institutterne. I 2002 er tab og hensættelser således øget for de institutter, der i forvejen havde de største tab og hensættelser repræsenteret ved 90 pct. fraktilen i figur 8. Samtidig er 10 pct. fraktilen faldet.

UDLÅNSVÆKST SAMT TAB OG HENSÆTTELSE I PCT. AF UDLÅN OG GARANTIER, ALLE PENGEINSTITUTTER I GRUPPE 1-3, 1980-2002

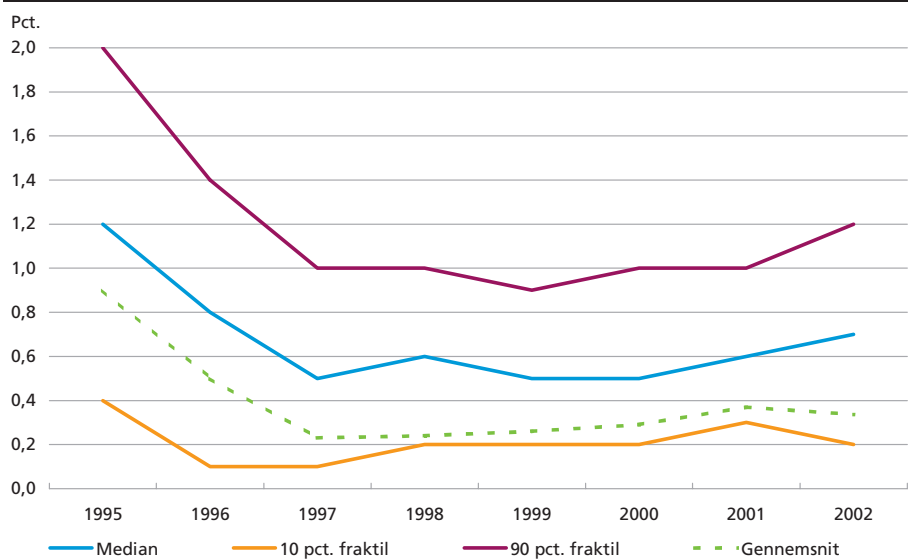
Figur 7



Kilde: Finanstilsynet.

PENGEINSTITUTTERNES TAB OG HENSÆTTELSE I PCT. AF UDLÅN OG GARANTIER, 1995-2002

Figur 8

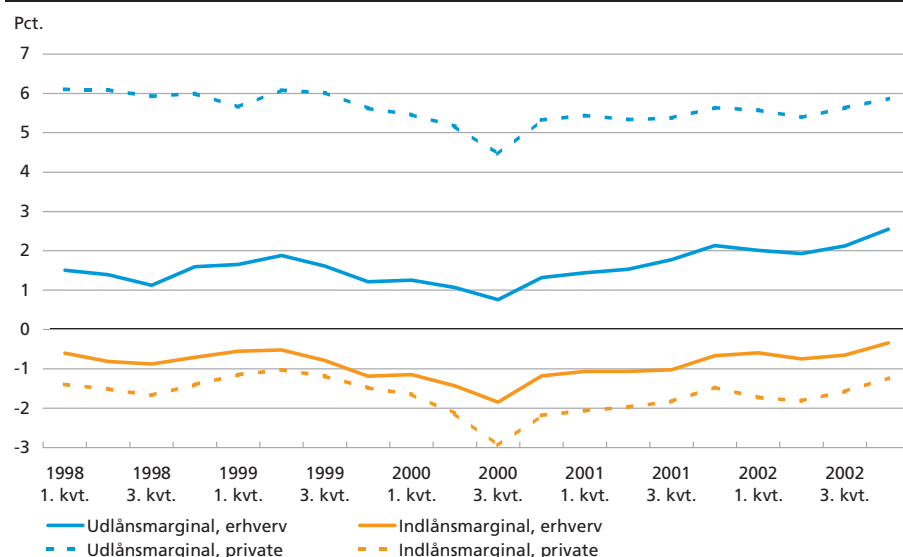


Anm.: Baseret på 48 udvalgte pengeinstitutter.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

PENGEINSTITUTTERNES GENNEMSNITLIGE IND- OG UDLÅNSMARGINALER,
PENGEINSTITUTTER I GRUPPE 1 OG 2, 1998-4. KVARTAL 2002

Figur 9



Anm.: Pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsmarginal defineres som forskellen mellem pengeinstitutternes gennemsnitlige udlånsrente og en basisrente, der i dette tilfælde er en tre måneders usikret pengemarkedsrente. Tilsvarende er indlånsmarginalen defineret som pengeinstitutternes gennemsnitlige indlånsrente fratrasket basisrenten.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

De institutter, der havde den højeste udlånsvækst fra 1996 til 2000, taber mest. Enkelte institutter har i slutningen af 2001 og starten af 2002 haft store tab på enkeltstående engagementer. Tab og hensættelser er for disse institutter betydeligt over niveauet for 90 pct. fraktilen. Blandt de analyserede banker var den største tabs- og hensættelsesprocent på 3,3 pct. af udlån og garantier i 2002, og 12 ud af de 48 analyserede institutter havde tab og hensættelser på mere end 1 pct. af udlån og garantier.

Ifølge de seneste tal fra MFI-Balancestatistikken synes der ikke at være indikationer på, at pengeinstitutternes tab på udlån i begyndelsen af 2003 er øget i forhold til 2002.

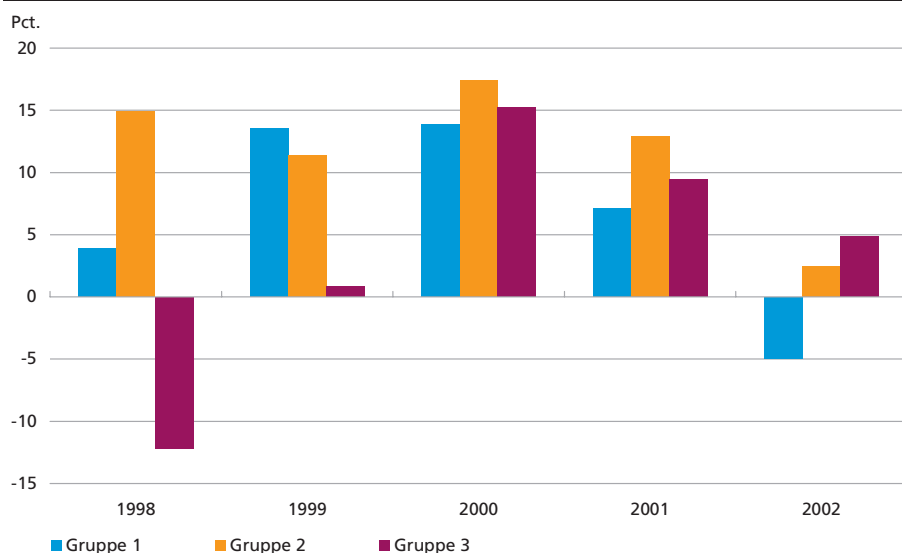
Renteindtjeningen

Udvidelsen af den gennemsnitlige udlånsrentemarginal over for erhvervsvirksomheder, som fremgår af figur 9, afspejler, at specielt de største pengeinstitutter, herunder institutter med en relativ høj udlånsandel til erhverv, har øget den gennemsnitlige rentemarginal det seneste år.

Det er i overensstemmelse med institutternes egne tilkendegivelser om tilpasning af forholdet mellem pris og risiko på de enkelte engagementer. Samtidig har specielt de største pengeinstitutter haft aftagende vækst i udlån til erhvervskunder, jf. figur 10.

UDLÅNSVÆKST TIL ERHVERV FOR PENGEINSTITUTGRUPPER, 1998-2002

Figur 10



Anm.: Opgørelsen er baseret på pengeinstitutternes opdeling af udlån mv. på brancher.
 Kilde: Finanstilsynet og årsregnskaber.

Mange privatkunder har anvendt realkreditlån til at indfri bankgæld, som konsekvens af at pengeinstitutternes udlånsrenter gennemgående er højere end renten på realkreditlån, selv for samme løbetid.

I en situation med fortsat lave renter synes det alt andet lige vanskeligere for pengeinstitutterne at fastholde det aktuelle niveau for renteindtjeningen.

De seneste tal fra MFI-Balancestatistikken tyder på en flad udvikling i pengeinstitutternes udlån i starten af 2003.

Gebyrindtjeningen

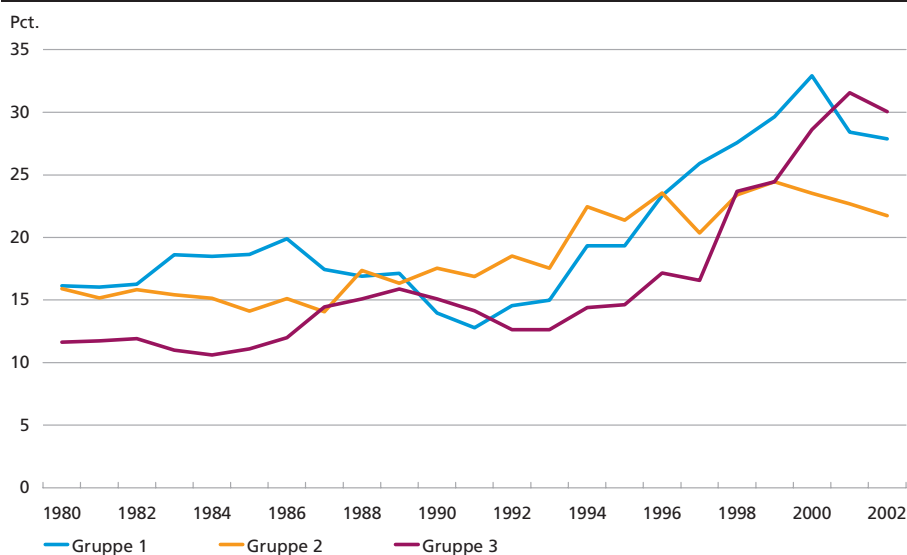
Indtjening fra gebyrer og provisioner spiller en stadig større rolle for pengeinstitutterne. Gebyrindtjeningen er steget fra omtrent 16 pct. af den samlede rente- og gebyrindtjening i 1992 til omtrent 27 pct. i 2002, jf. figur 11.

Gebyrindtægterne stammer bl.a. fra fonds- og depotprovisioner, omprioriteringer og lånesagsgebyrer, betalingsformidling samt garantiprovisioner. Enkelte af de større pengeinstitutter offentliggør information om sammensætningen af gebyrindtægterne. Heraf fremgår det, at fonds- og depotprovision udgør den betydeligste del.

Det er specielt de største pengeinstitutter, der indirekte er eksponeret over for markedsudsving via fonds- og depotprovisioner, hvorimod de mindste pengeinstitutter i højere grad synes at være eksponeret over for udsving i omprioriterings- og lånesagsgebyrer. For pengeinstitutterne i

PENGEINSTITUTTERNES NETTOGEBYRINDTÆGTER I PCT. AF DE SAMLEDE NETTORENTE- OG GEBYRINDTÆGTER, ALLE PENGEINSTITUTTER I GRUPPE 1-3, 1980-2002

Figur 11



Kilde: Finanstilsynet.

gruppe 1 og 2 har stigende gebyrindtægter fra konvertering af realkreditlån således langt fra opvejet den nedgang i gebyrindtægterne, som faldet i aktieomsætningen har forårsaget. Institutterne kan dog herudover have indtægter fra garantier stillet over for realkreditinstitutter knyttet til de enkelte realkreditlån.

Pengeinstitutternes finansielle risici

Pengeinstitutternes indlånsoverskud faldt fra 1996 til 2001, hvor der for andet år i træk var indlånsunderskud, jf. figur 12. Denne tendens er vendt igen i 2002.

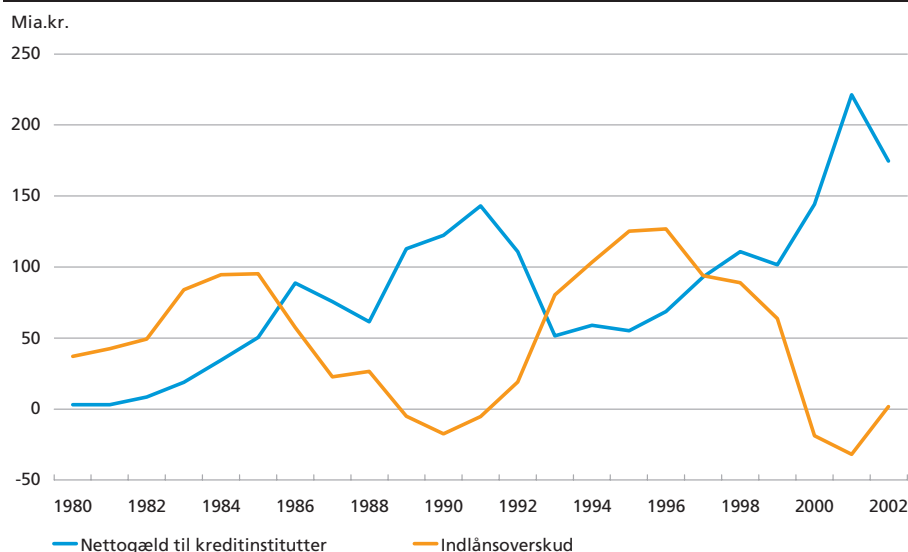
Andelen af de analyserede pengeinstitutter med indlånsunderskud er faldet fra 31 til 23 pct. Det er overvejende blandt de mindre institutter, at indlånsunderskud igen er vendt til overskud.

Gæld til andre kreditinstitutter kan være en mindre stabil finansieringskilde end indlån. Indskud fra andre kreditinstitutter er således forbundet med en større refinansieringsrisiko end almindelige kundeindlån, der har en længere reel løbetid.

Nettogælden til andre kreditinstitutter består ud over anfordringsindskud primært af indskud med en løbetid på op til og med 3 måneder, jf. figur 13. Pengeinstitutterne nedbragte nettogælden til andre kreditinstitutter i 2002, herunder overvejende den del af gælden med længst løbetid.

PENGEINSTITUTTERNES INDLÅNSOVERSKUD OG NETTOGÆLD TIL ANDRE KREDITINSTITUTTER, ALLE PENGEINSTITUTTER I GRUPPE 1-3, 1980-2002

Figur 12

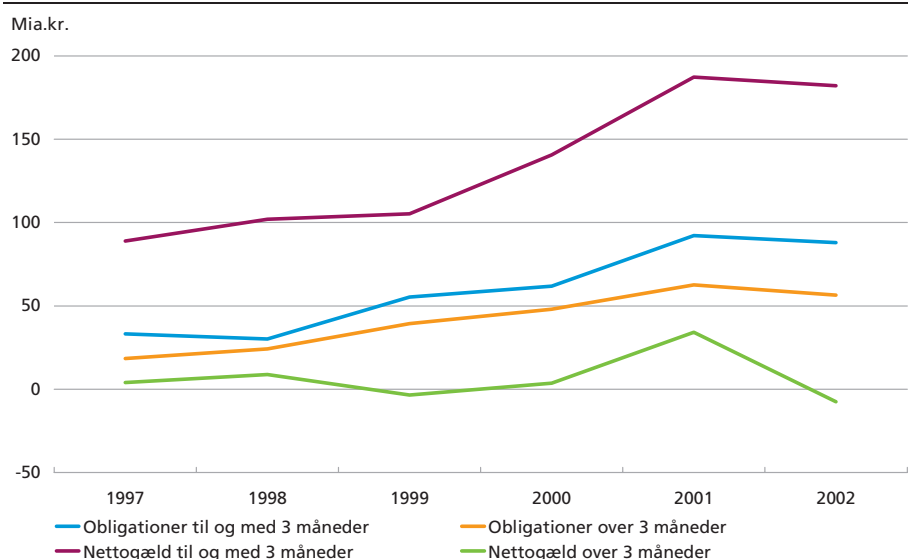


Anm.: Indlånsoverskud er defineret som pengeinstitutternes indlån fratrasket udlån. Nettogæld til kreditinstitutter er pengeinstitutternes gæld til andre kreditinstitutter og centralbanker fratrasket tilgodehavender fra andre kreditinstitutter og centralbanker.

Kilde: Finanstilsynet.

PENGEINSTITUTTERNES NETTOGÆLD TIL ANDRE KREDITINSTITUTTER OG Udstedte Obligationer Opdelte på Restløbetid, 1997-2002

Figur 13



Anm.: I pengeinstitutternes regnskaber omfatter posten udstedte obligationer ifølge regnskabsbekendtgørelsen Commercial Papers samt certifikater. Obligationer udstedt som efterstillede kapitalindskud indgår ikke. Tal indtil 2001 er baseret på alle pengeinstitutter i gruppe 1-3. Tal for 2002 er skønnet på baggrund af udvalgte årsregnskaber.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

Finansiering ved udstedelse af obligationer benyttes især af de største pengeinstitutter, der har en international rating. Obligationer vil afhængigt af løbetiden være en stabil finansieringskilde. I forhold til almindelige kundeindlån kan der dog være en større refinansieringsrisiko. Det skyldes bl.a., at bankobligationer henvender sig til et mere professionelt segment, og at indlån op til en vis grænse er dækket af indskydergaranti.

DE MINDSTE PENGEINSTITUTTER

Boks 2

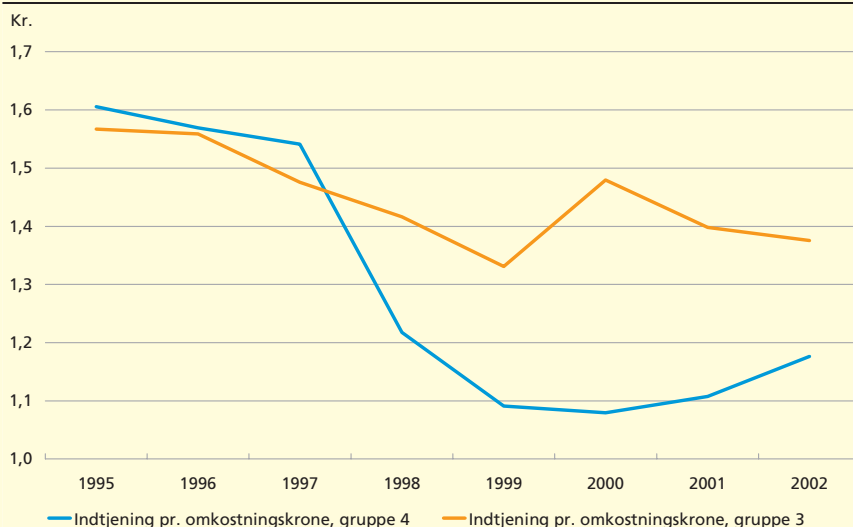
Pengeinstitutterne i gruppe 4 har en arbejdende kapital på under 250 mio.kr. I 2001 udgjorde denne gruppe knap halvdelen af de i alt 181 pengeinstitutter, mens udlånet i gruppen blot repræsenterede 0,6 pct. af den samlede udlånsmasse.

Indtjening

Indtjeningen pr. omkostningskrone har i perioden 1995-2002 været stærkt aftagende, dog med en bedring de seneste år. I modsætning hertil har gruppe 3 institutterne kun haft et mindre fald i indtjeningen pr. omkostningskrone.

Bankerne i gruppe 4 er meget velkapitaliserede. I 2001 var den gennemsnitlige solvensprocent 26,8 mod 17,3 for gruppe 3 institutterne.

INDTJENING PR. OMKOSTNINGSKRONE, 1995-2002



Anm.: Tal for 2002 er skøn på baggrund af tal for 1.-3. kvartal 2002.

Kilde: Finanstilsynet.

Fortsættes

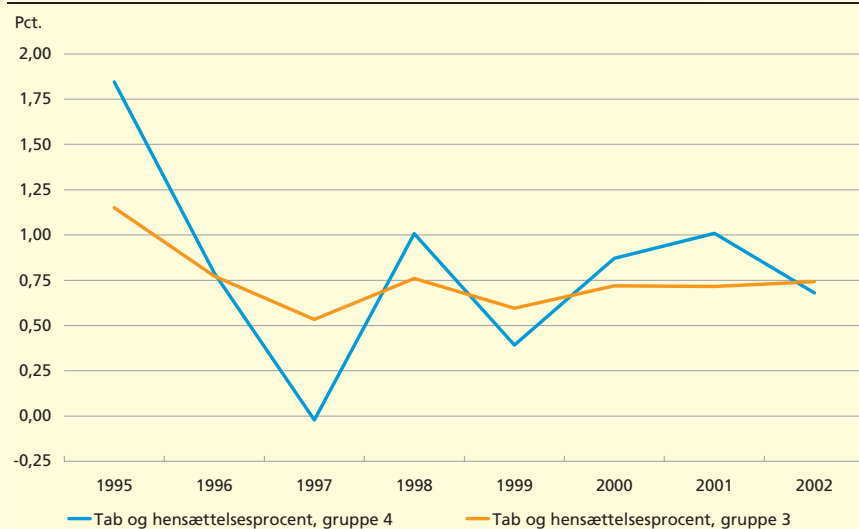
Vækst i ind- og udlån

Det samlede indlån i gruppe 4 institutterne er faldet svagt fra 1995 til 2002. I samme periode er udlånet steget svarende til en gennemsnitlig årlig vækstrate på 4,8 pct. De mindste pengeinstitutter har et aftagende indlånsoverskud.

Tab og hensættelser

Tab- og hensættelsesprocenten i gruppe 4 har været på samme niveau som for gruppe 3 i perioden 1995-2002, men udsvingene har været større for gruppe 4 institutterne.

TAB OG HENSÆTTELSESPROCENT AF UDLÅN OG GARANTIER, 1995-2002



Anm.: Tal for 2002 er skøn baseret på tal for 1.- 3. kvartal 2002.

Kilde: Finanstilsynet.

FØLSOMHEDSANALYSE OG STRESSTEST AF DANSKE PENGEINSTITUTTER

For at få et indtryk af pengeinstitutternes modstandskraft over for forskellige former for risici på et års sigt udføres en række følsomhedsanalyser og stresstests. Det undersøges, i hvilken udstrækning pengeinstitutternes indtjening og kapitaldækning er tilstrækkelig til at modstå de direkte effekter af en række forud fastlagte risikoscenarier inden for et regnskabsår. Det undersøges derimod ikke, i hvilket omfang pengeinstitutterne kan modstå længerevarende perioder med øgede tab.

Følsomhedsanalyse

På baggrund af usikkerheden om den fremtidige konjunkturudvikling og udviklingen på de finansielle markeder vurderes den væsentligste

risiko for pengeinstitutterne at være øgede tab på udlån og garantier. Det kan være kombineret med vigende renteindtægter som følge af aftagende udlånsvækst og fortsat lavt renteniveau. Hertil kommer risikoen for fortsat aftagende gebyrindtægter samt direkte effekter af yderligere kursfald på aktiemarkedene.

Udgangspunktet er pengeinstitutternes resultat og kapitaldækning i 2002, som samlet set var lidt bedre end i 2001. Underliggende er spredningen mellem de enkelte institutters resultater øget. Hertil kommer, at to pengeinstitutter havde underskud i 2002, et i gruppe 2 og et i gruppe 3. I 2001 havde alle institutter i analysen overskud.

Generelt udviser pengeinstitutternes indtjening en stort set uændret modstandsdygtighed over for de opstillede risikoscenarier ved udgangen af 2002 sammenlignet med 2001, jf. tabel 2. I test 2, der er det strengeste scenario, ville hovedparten af de analyserede institutter få

FØLSOMHEDSTESTS PÅ PENGEINSTITUTTERNES ORDINÆRE RESULTAT,
2001 OG 2002

Tabel 2

Scenarier	Samlet ordinært resultat før skat i mia.kr.		Antal pengeinstitutter med negativt ordinært resultat før skat					
			Grp. 1		Grp. 2		Grp. 3	
	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001
Udgangspunkt, ordinært resultat for 2002	18,8	18,2	0	0	1	0	1	0
<i>Kreditrisici</i>								
1 Tab øges med 1 procentpoint	7,3	7,0	0	0	6	3	3	3
2 Tab øges med 2,25 procentpoint	-7,1	-7,0	4	4	12	12	27	27
3 Tab øges med 1 procentpoint på private og 2,25 procentpoint på erhvervskunder	-3,3	-3,7	4	4	11	12	15	17
<i>Andre driftsmæssige risici</i>								
4 Fald i gennemsnitlig udlånsrente på 1 procentpoint	10,7	10,2	0	0	3	2	1	2
5 Fald i nettogebyrindtægterne på 25 pct.	15,9	15,3	0	0	1	1	1	0
6 Rentestigning på 1 procentpoint	16,2	14,7	0	0	2	2	1	3
7 Rentestigning på 3 procentpoint	10,9	7,7	1	0	7	8	12	11
8 Aktiekursfald på 30 pct.	16,7	15,7	0	0	1	2	2	3
<i>Kombinationer</i>								
9 Test 5 og 8 samtidig	13,8	12,8	0	0	2	2	2	3
10 Test 3 og 8 samtidig	-5,4	-6,2	4	4	12	12	18	27
11 Test 3, 5 og 8 samtidig	-8,3	-9,1	4	4	12	12	26	29

Anm.: Kurstab ved en eventuel rentestigning er beregnet på basis af Finanstilsynets nøgletal for renterisiko. Rentestigningen opgøres på baggrund af en parallelforskydning af rentekurven. Udlån og garantier til den offentlige sektor er ikke medregnet ved forøgelse af tab.

Kilde: Årsregnskaber og egne beregninger.

Følsomhedsanalysen er baseret på 48 pengeinstitutter. 4 fra gruppe 1, 13 fra gruppe 2 og 31 institutter fra gruppe 3. I *Finansiel stabilitet 2002* blev analyserne udført på i alt 50 pengeinstitutter, hvoraf 9 pengeinstitutter er udgået af populationen som følge af sammenlægninger og omdannelse til filial af udenlandsk pengeinstitut mv., mens yderligere 7 institutter fra gruppe 3 er medtaget.

I følsomhedsanalysen tager scenarierne udgangspunkt i niveauerne for de enkelte pengeinstitutter, og der er beregnet konsekvenser af ændringer i procentpoint i forhold til disse niveauer, eksempelvis en stigning i de enkelte pengeinstitutters tab i forhold til udlån og garantier på 2,25 procentpoint.

Udgangspunktet for hvert enkelt scenario er de udvalgte pengeinstitutters samlede ordinære resultat i 2002 på 18,8 mia.kr.

De poster, der indgår i de enkelte tests, beregnes på baggrund af posternes oprindelige værdi og de ændringer, der følger af de opstillede risikoscenarier. I hver enkel test beregnes for hvert institut, hvad resultatet alternativt ville have været, hvis det opstillede risikoscenario var indtruffet.

Følsomhedsanalyserne tager ikke højde for indirekte effekter, herunder evt. forringelse af kreditkvaliteten som følge af en rentestigning, indirekte effekter af aktiekursfald på pengeinstitutternes tab og hensættelser som følge af forringede værdier af aktier stillet som sikkerhed for udlån eller aktiekursudviklingens betydning for institutternes gebyrindtægter mv.

For institutter, der i de enkelte tests får et negativt resultat, er en ny solvensprocent beregnet ved at fratrække resultatet i den ansvarlige kapital og fratrække et evt. tab på balanceposter (aktiver) fuldt ud i de risikovægtede aktiver.

underskud. I 2002 ville et enkelt af de mindre pengeinstitutter komme under lovgivningens kapitalkrav i de af scenarierne, hvor tabene øges med 1 procentpoint eller derover. Øvrige institutter er inden for lovgivningens krav til solvensen i alle tests.

Stresstest

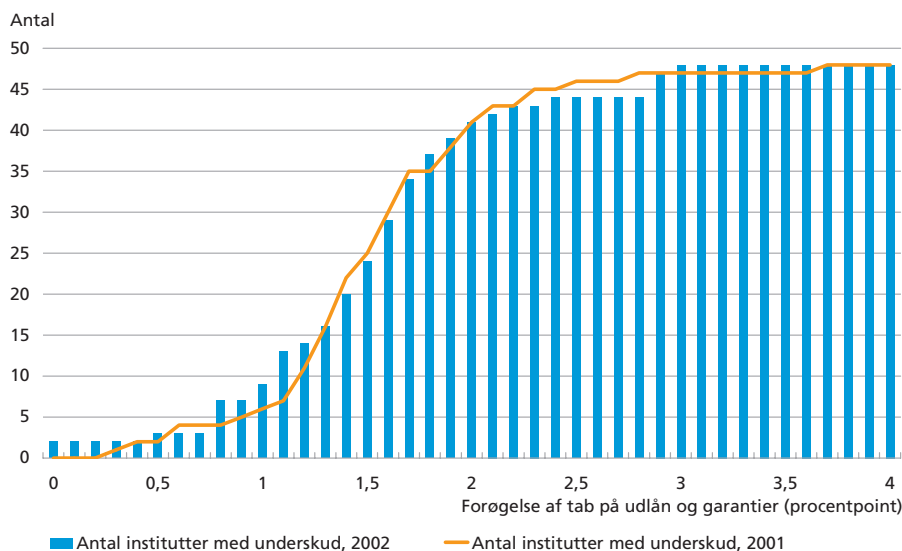
Stresstestene viser, hvor store tab på udlån og garantier, pengeinstitutterne er i stand til at modstå med det aktuelle niveau for indtjening og kapitaldækning.

For pengeinstitutternes indtjening er modstandskraften stort set uændret i forhold til 2001, jf. figur 14. I lighed med 2001 kræves en stigning i niveauet for tab på udlån og garantier på 1,5 procentpoint, før halvdelen af pengeinstitutterne får underskud.

Når både årets indtjening og den aktuelle kapitaloverdækning tages i betragtning, er det samlede billede, at pengeinstitutternes modstandskraft over for tab er øget lidt, jf. figur 15. Sammenlignet med 2001 kunne hovedparten af institutterne i 2002 modstå en større forøgelse af tab på udlån og garantier inden for lovens krav til solvensen.

ANTAL PENGEINSTITUTTER MED UNDERSKUD VED FORØGELSE AF TAB PÅ UDLÅN OG GARANTIER, 2001 OG 2002

Figur 14

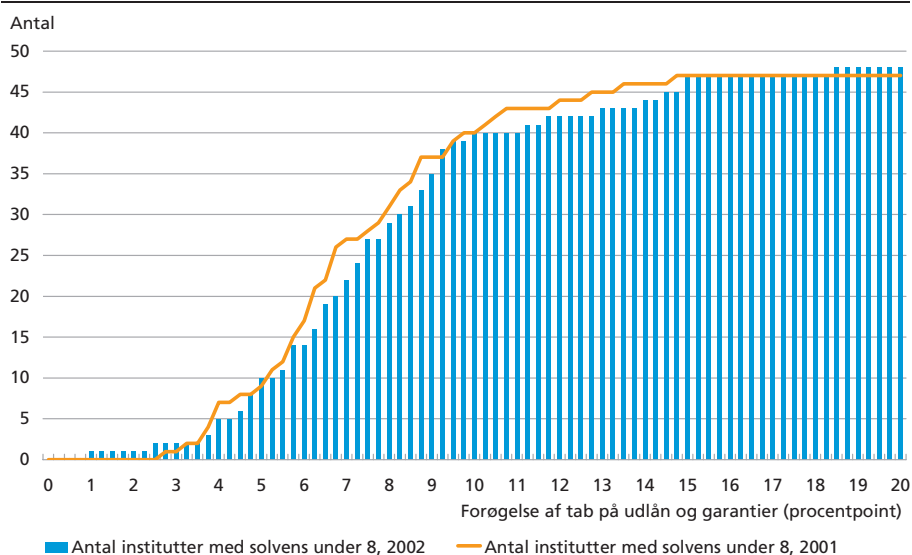


Kilde: Årsregnskaber og egne beregninger.

I lighed med 2001 er det primært pengeinstitutter fra gruppe 2, der er blandt de mindre robuste. Der er dog ingen entydig sammenhæng mellem pengeinstitutternes størrelse og modstandskraften over for tab.

ANTAL PENGEINSTITUTTER MED SOLVENSPROCENT UNDER 8 VED FORØGELSE AF TAB PÅ UDLÅN OG GARANTIER, 2001 OG 2002

Figur 15



Kilde: Årsregnskaber og egne beregninger.

REALKREDITINSTITUTTERNE

I Danmark spiller realkreditinstitutterne en vigtig rolle i den finansielle sektor, dels som den største kreditformidler i forbindelse med finansiering af ejendomme og dels som obligationsudstedere med en samlet mængde udstedte obligationer på 1.584 mia.kr. ved udgangen af 2002, svarende til 2/3 af det danske obligationsmarked.

Realkreditinstitutternes balancer består især af passiver i form af udstedte obligationer og aktiver i form af pantebreve. De lovgivningsmæssige rammer for realkreditsektoren er med til at begrænse likviditets-, markeds- og kreditrisici. Balanceprincippet i realkreditloven fastsætter således, at fremtidige udbetalinger til ejerne af realkreditobligationer stort set skal svare til fremtidige indbetalinger på pantebreve.

Driftsmæssig indtjening

Realkreditinstitutternes samlede resultat efter skat blev i 2002 på 5 mia.kr., hvilket var uændret i forhold til 2001.

Nettorenteindtægter, som er den væsentligste indtægtskilde for realkreditinstitutter, steg med 4,6 pct. i 2002.

Tab og nedskrivninger på fordringer

Realkreditinstitutternes stødpude mod fremtidige tab fremgår af figur 16. Sektoren som helhed kunne i 2002 inden for kapitalkravet på 8 pct. tåle tab på mere end 2,4 pct. af udlånsporteføljen. De faktiske tab og nedskrivninger udgjorde 0,01 pct. af udlånsporteføljen. Til sammenligning var den faktiske tabs- og nedskrivningsprocent på 1,36 i 1990.

Siden 1997 er overdækningen i forhold til kapitalkravet mindsket. Udviklingen skyldes en generel tilpasning af kapitalen i forhold til de faktiske tab og er således ikke udtryk for en negativ resultatudvikling.

Realkreditinstitutter og finansiell stabilitet

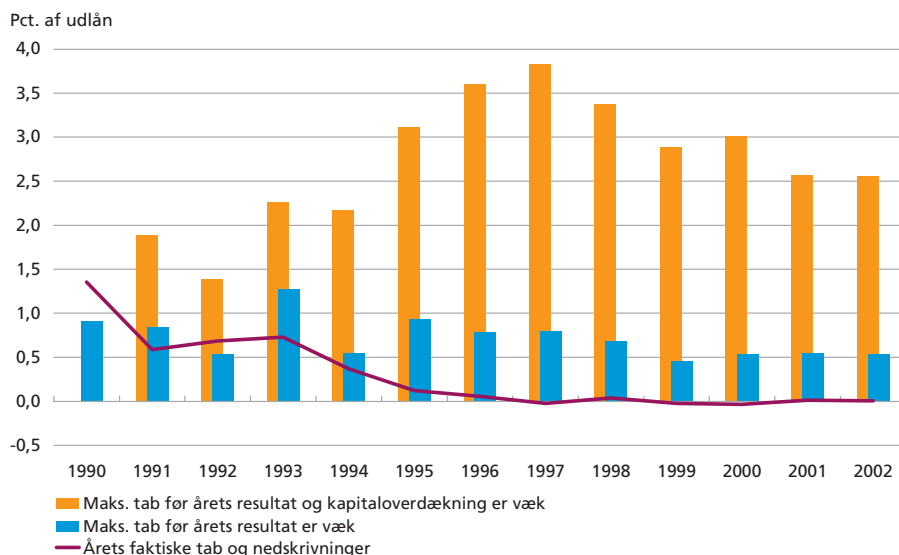
Realkreditsektoren har siden starten af 1990'erne ændret karakter fra at være foreninger til aktieselskaber, som i mange tilfælde ejes af banker, herunder af flere banker i fællesskab.

Bankernes ejerskab af realkreditinstitutter er bl.a. udsprunget af driftsfordele ved, at bankerne kan benytte det eksisterende filialnet til at distribuere realkreditprodukter. Til det formål benyttes ofte indbyrdes garantisystemer. Den bank, som formidler realkreditlånet, stiller garanti for "den yderste" del af realkreditlånet i en begrænset årrække¹. Til gengæld betaler realkreditinstituttet en garantiprovision til den

¹ For en ejerbolig, som realkreditbelånes for 80 pct. af ejendomsværdien, kan pengeinstituttet fx garantere for de yderste 20 procentpoint heraf.

REALKREDITINSTITUTTERNES STØDPUDE OVER FOR TAB, 1990-2002

Figur 16



Anm.: Maks. tab er opgjort inklusiv faktiske tab og nedskrivninger. Der foreligger ikke tal for kapitalgrundlaget for 1990.
 Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

formidlende bank. Banken får herved en større eksponering over for ejendomsprisfald.

Garantisystemet indebærer i praksis, at den formidlende bank påtager sig den overvejende del af kreditrisikoen forbundet med realkreditlån mod betaling. Omvendt er bankens kapitalbelastning herved proportional med garantiens størrelse og afspejler således ikke, at garantien dækker den yderste del af lånet.

Garantisystemet er bl.a. med til at understøtte den høje rating af realkreditobligationer.

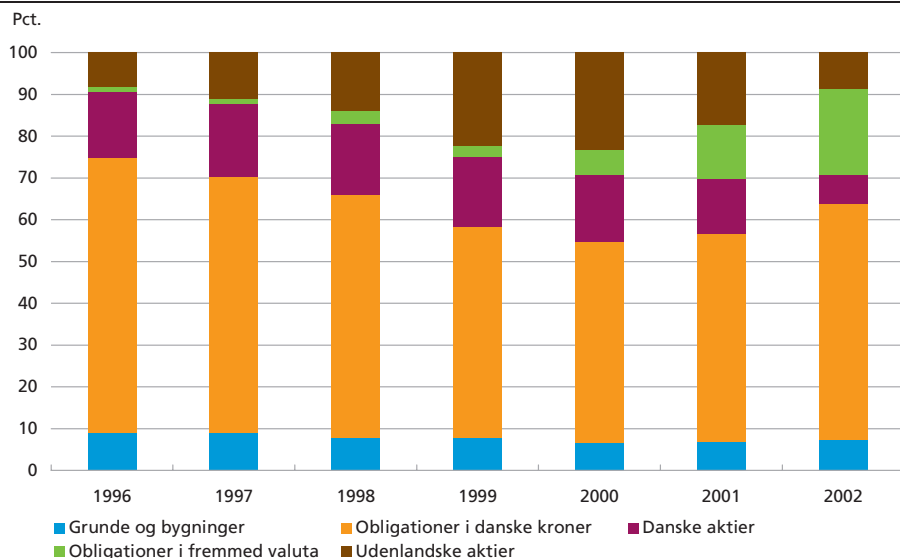
PENSIONSSKABERNE

Fra 1. januar 2002 kunne livsforsikringsselskaber og tværgående pensionsskasser, herefter pensionsselskaber¹, overgå til regnskaber baseret på markedsværdier, og dette er obligatorisk fra 1. januar 2003. En række pensionsselskaber har for 2002 aflagt årsregnskab efter de nye regler, mens andre har aflagt årsregnskab efter gamle regnskabsregler. Anvendelsen af forskellige regnskabsregler mindsker sammenligneligheden på tværs af selskaber. Regnskaber til markedsværdi behandles i temaet om pensionsselskaberne på side 67. Pensionsselskaberne er endvidere under-

¹ Ved omtale af regnskabsposter anvendes de betegnelser, der gælder for livsforsikringsselskaber som fællesbetegnelse for pensionsselskaberne.

UDVIKLINGEN I PENSIONSSKABERNES SAMMENSÆTNING AF INVESTERINGSAKTIVER, 1996-2002

Figur 17



Anm.: Tal for 2002 er skøn baseret på en række offentliggjorte årsregnskaber. Øvrige investeringsaktiver er ikke medtaget.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

lagt lempelige krav med hensyn til offentliggørelse af årsregnskaber. Ikke alle selskaber har således offentliggjort årsregnskabet inden redaktionens afslutning. Ved gennemgangen af udviklingen i pensionsselskaberne indgår kun en del af selskaberne, svarende til cirka 75 pct. af de samlede pensionsselskaber målt på livsforsikringshensættelserne. I øjeblikket behandles et lovforslag¹ i Folketinget, der bl.a. harmoniserer offentliggørelsesfristerne for de finansielle virksomheders årsregnskaber, herunder vil offentliggørelsesfristerne for pensionsselskaberne blive forkortet.

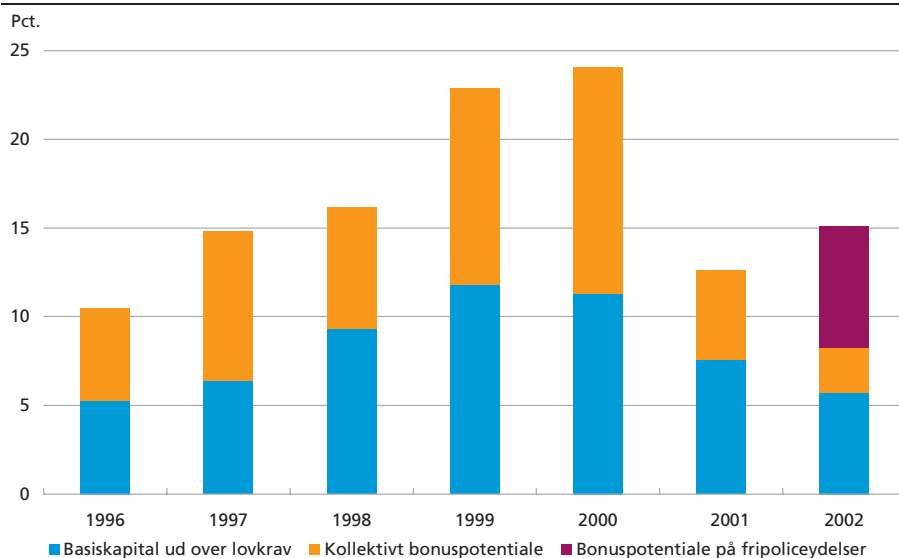
Præmieindbetalingerne blev øget i 2002 i forhold til 2001. Udgifterne til forsikringsmæssige ydelser og driftsomkostninger steg imidlertid endnu mere.

Det fortsatte kursfald på aktiemarkedene i 2002 kombineret med den faldende rente mod slutningen af året påvirkede pensionsselskaberne negativt. Kurstab på aktier blev i størrelsesordenen 25 pct. til 35 pct. Det har været direkte medvirkende til, at værdien af aktieandelen af de samlede investeringsaktiver er faldet, jf. figur 17. Pensionsselskaberne har i et vist omfang afdækket risikoen for yderligere aktiekursfald ved køb af afledte finansielle instrumenter og salg af aktier for herved at tilpasse investeringsrisiciene til forpligtelser og kapitalstyrke.

¹ Forslag til lov om finansiell virksomhed (L 176).

PENSIONSSKABERNES ØKONOMISKE STØDPUDER MÅLT I FORHOLD TIL
LIVSFORSIKRINGSHENSÆTTELSENE, 1996-2002

Figur 18



Anm.: Tal for 2002 er skøn baseret på en række offentliggjorte årsregnskaber.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

Sideløbende med den faldende aktieandel er obligationsandelen steget. Faldet i renteniveauet har været medvirkende til at sikre pensionselskaberne kursgevinster på obligationsbeholdningerne samt positive afkast på ejendomsinvesteringerne. Dog kan kursgevinsterne på obligationsbeholdningerne ikke dække behovet for yderligere hensættelser til forpligtelser, da forpligtelserne generelt er mere følsomme over for renteændringer end obligationerne. Mange selskaber har valgt at afdække risikoen for rentefald ved køb af afledte finansielle instrumenter. Det har mindsket pensionselskabernes tab som følge af markedsudviklingen. Som det fremgår af figur 17, har pensionselskaberne øget andelen af obligationer i fremmed valuta markant de seneste år.

Pensionselskabernes samlede økonomiske modstandsstyrke over for fx tab i forbindelse med forsikringsrisici eller markedsrisici kan dækkes af tre forskellige økonomiske stødpuder: 1) Basiskapital ud over det lovmæssige krav, 2) Kollektivt bonuspotentiale, der er forsikringstageres ufordelte reserver og 3) Bonuspotentiale på fripolicydelser, som hører under livsforsikringshensættelserne, der som noget nyt regnskabs-teknisk kan medregnes som reserve med visse begrænsninger. De tre stødpuder målt i forhold til livsforsikringshensættelserne giver en samlet indikation af pensionselskabernes økonomiske modstandsstyrke, jf. figur 18. Udviklingen i 2002 har især svækket det kollektive bonuspotentiale, men også den overskydende basiskapital. Bonuspotentialet på

fripolicydelser løfter den samlede økonomiske stødpude i forhold til 2001. Såfremt samtlige pensionsselskaber var overgået til regnskaber baseret på markedsværdier ultimo 2002, ville denne reserve givetvis have været endnu større. Den samlede udvikling i 2002 dækker over meget forskelligartede tendenser i de enkelte pensionsselskaber.

Erhverv og husholdninger

Udviklingen for danske erhvervsvirksomheder har overordnet været stabil i 2002 trods den afdæmpede økonomiske vækst. Det dækker dog over forskelle mellem og inden for brancher.

Nationalbanken har estimeret en model for virksomhedernes sandsynlighed for at gå konkurs. Resultaterne fra modellen peger på en svagt stigende konkurssandsynlighed.

På baggrund af det lave renteniveau har husholdningerne øget gældsbelastningen uden en tilsvarende stigning i rentebelastningen. Den øgede gældsætning er sket parallelt med den stigende boligformue. Husholdningerne er velkonsoliderede, men det højere gældsniveau giver større sårbarhed over for indkomstnedgang, stigende renter og boligprisfald.

ERHVERV

Indtjeningen i erhvervsvirksomhederne har været stort set uændret i 2002 i forhold til 2001. Vilklårene er dog strammet til for de svageste inden for alle brancher. Det har bl.a. betydet, at antallet af erklærede konkurser i august 2002 nåede det højeste niveau i syv år, jf. figur 19.

Pengeinstitutternes udlån og tab på erhvervsengagementer

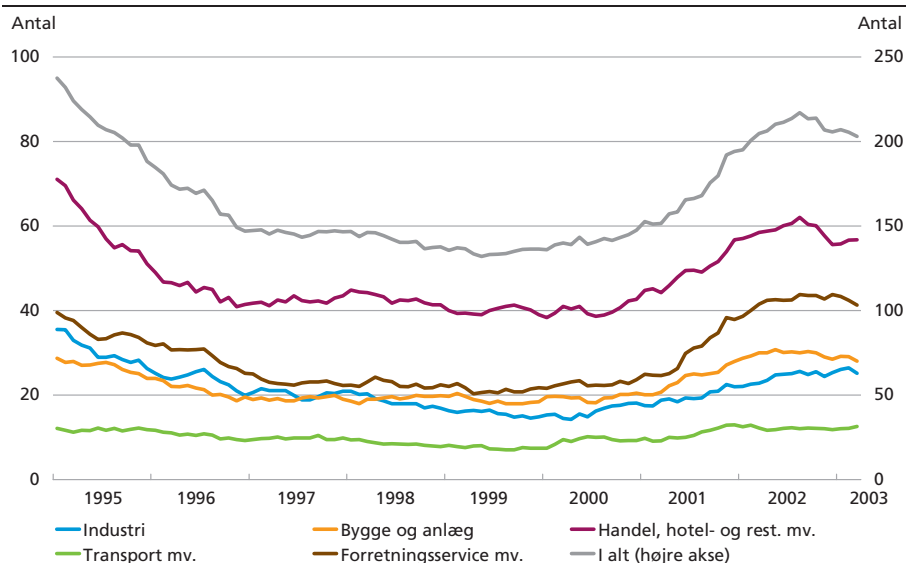
Pengeinstitutternes indenlandske udlån til erhverv steg i 2002 med 1,1 pct. Gruppe 1 bankerne har samlet set reduceret udlån til erhverv, mens gruppe 2 bankerne har forøget kreditgivningen. Målt på udlånsandel er forretningservice mv., handel, hotel og restauration samt industri de tre vigtigste brancher for pengeinstitutterne, jf. figur 20.

Pengeinstitutternes samlede tab i forhold til udlån og garantier faldt marginalt fra 2001 til 2002. Det omfattede alle brancher på nær industri samt bygge og anlæg, hvor tabsprocenten blev forøget, jf. figur 21.

For industri samt handel, hotel og restauration, der begge er brancher med en stor andel af pengeinstitutternes samlede udlån, var tabsprocenten i 2002 over gennemsnittet.

ANTAL KONKURSER I ERHVERVSLIVET, 1995-2003

Figur 19

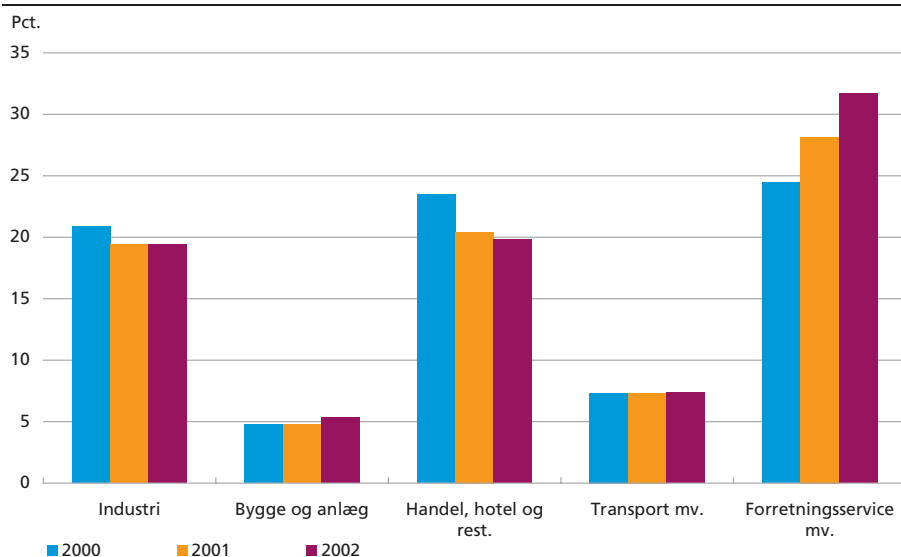


Anm.: Figuren viser månedssdata for antal konkurser beregnet som et 12-måneders glidende gennemsnit. Det er ikke muligt at udskille IT og tele som separat branche. Brancheopdelingen i figuren er ikke helt identisk med analyserne senere i kapitlet, der baseres på data fra Købmandstandens Oplysningsbureau.

Kilde: Danmarks Statistik.

BRANCHEFORDELING AF PENGEINSTITUTTERNES UDLÅN TIL ERHVERV, 2000-02, ULTIMO

Figur 20

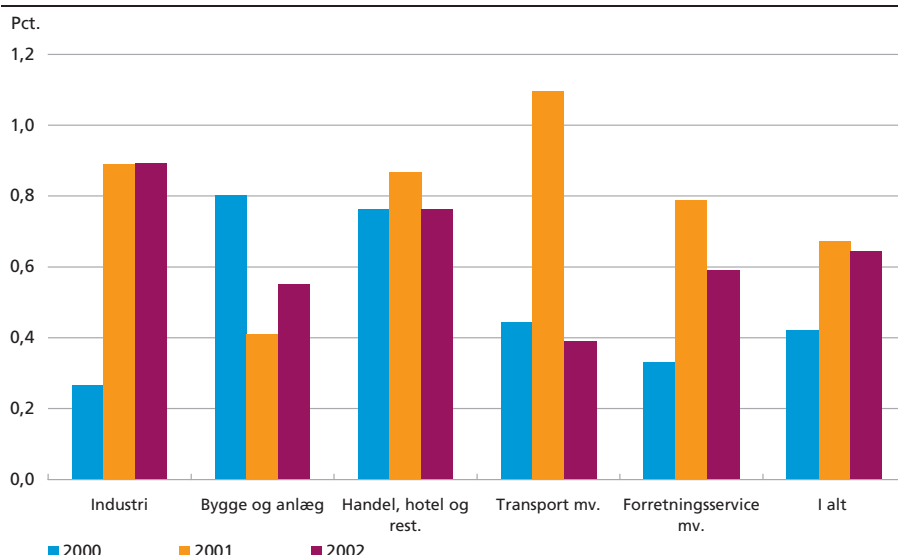


Anm.: Udlånet er opgjørt som det branchevise udlån i forhold til det samlede udlån til ikke-finansielle virksomheder. Opgørelsen er baseret på de fuldt rapporterende institutter til MFI-Balancestatistikken. Det er ikke muligt at udskille IT og tele som separat branche.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

PENGEINSTITUTTERNES BRANCHEFORDELTE TABSPROCENT, 2000-02

Figur 21



Anm.: Figuren viser pengeinstitutternes tab i en række brancher i forhold til udlån og garantier til branchen. Der tages ikke hensyn til udviklingen i hensættelser. Gruppen "I alt" dækker over det samlede tab på erhvervsengagementer. Det er ikke muligt at udskille IT og tele som separat branche.

Kilde: Finanstilsynet.

Udviklingen i virksomhedernes nøgletal

Den gennemsnitlige afkastningsgrad for 2002 er på niveau med 2001. Inden for brancherne IT og tele samt handel, hotel og restauration er den gennemsnitlige afkastningsgrad steget. Forbedringen af IT og tele skyldes, at der på trods af branchens problemer omkring IT-boblen findes en lang række virksomheder med et godt forretningsgrundlag og stigende indtjening. Hertil kommer, at de allersvageste virksomheder er ophørt.

Ses der på de 10 pct. af virksomhederne i hver branche, hvor indtjeningen er svagest, er der tale om en næsten flad udvikling det seneste år, jf. figur 22.

NY ÅRSREGNSKABSLOV

Boks 4

Med virkning fra 1. januar 2002 er en ny årsregnskabslov trådt i kraft. Årsregnskabsbets begrebsramme har ændret fokus fra at være resultatorienteret til at være formueorienteret. Der er gået bort fra det såkaldte forsigtighedsprincip til fordel for et mere aktuelt billede af selskabets værdi. Det betyder, at der i årsregnskabet skal medregnes flere værdier i balancen, samt at værdierne i højere grad skal opgøres til dagsværdi mod tidligere anskaffelsespris. Udviklingen er i tråd med internationale regnskabsstandarder.

Årsregnskabslovens ændringer knytter sig fortrinsvis til selskabets balance, mens resultatopgørelsen påvirkes af de løbende værdiændringer af balanceposterne, jf. tabel.

Fortsættes

**UDVALGTE REGNSKABSPOSTER MED NY REGNSKABSPRAKSIS SOM
FØLGE AF DEN NYE ÅRSREGNSKABSLOV**

Regnskabspost	Den gamle årsregnskabslov	Den nye årsregnskabslov
Udviklingsprojekter	Udgiftsføres i resultatopgørelsen	Medregnes i balancen med løbende afskrivning over resultatopgørelsen
Goodwill	Afskrives straks over egenkapitalen	Medregnes i balancen med løbende afskrivning over resultatopgørelsen
Finansielle aktiver	Anskaffelsespris	Dagsværdi eller amortiseret kostpris
Kapitalandele i datter- og associerede virksomheder	Anskaffelsespris	Indre værdi
Varebeholdninger	Direkte produktionsomkostninger	Direkte og indirekte produktionsomkostninger
Indtægtsregistrering af entreprisekontrakter	Faktureringsmetoden	Produktionsmetoden
Udskudt skat	Ingen eller delvis indregning	Fuld indregning

Anm.: Tabellen angiver de overordnede principper. Der kan være undtagelser inden for de enkelte poster.

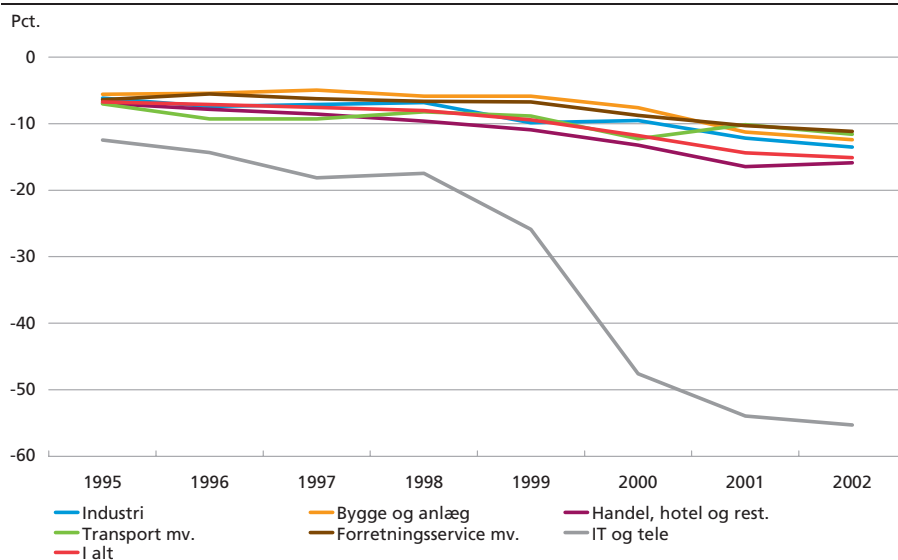
Immaterielle aktiver skal opføres på selskabets balance med årlige systematiske afskrivninger over aktivets forventede levetid. Goodwill, der tidligere blev straksafskrevet over egenkapitalen, skal nu optages i balancen og afskrives over den forventede brugstid. Leasede aktiver vil fremover skulle optages på balancen og behandles på samme måde, som hvis aktiverne var købt. Som konsekvens vil balancen alt andet lige blive større, og det vil påvirke nøgletalsberegninger.

Visse finansielle poster, der tidligere blev anført til anskaffelsespris, skal nu opgøres til dagsværdi eller amortiseret kostpris. En konsekvens heraf kan blive, at værdien af finansielle poster vil vise større udsving end tidligere.

Den gennemsnitlige soliditet i selskaberne er forværret lidt i forhold til 2001. For hovedparten af brancherne ligger soliditetsgraden for de 10 pct. mindst solide selskaber mellem 0 og 4 pct. i 2002, jf. figur 23. Inden for IT og tele samt handel, hotel og restauration har mere end hver tiende virksomhed fortsat negativ soliditet.

AFKASTNINGSGRADEN I DE 10 PCT. MINDST RENTABLE SELSKABER I FORSKELLIGE BRANCHER, 1995-2002

Figur 22

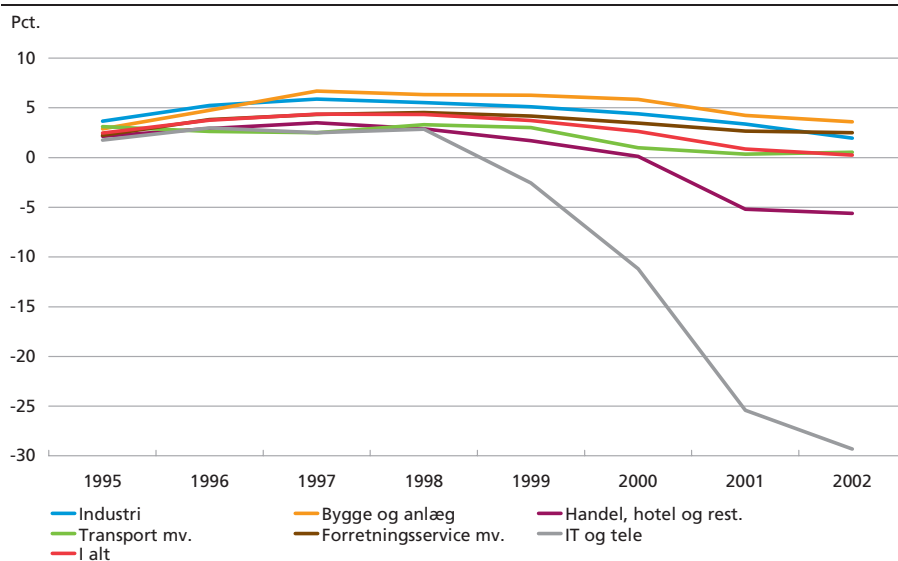


Anm.: Afkastningsgraden er defineret som primært resultat i forhold til balancen. Primært resultat er indtjeningen fra virksomhedens hovedaktivitet. Figuren viser 10 pct. fraktilen. 2002 består af regnskaber aflagt i 2002 og regnskaber aflagt i 3. eller 4. kvartal 2001, hvor virksomhedens 2002-regnskab endnu ikke er registreret.

Kilde: Købmandstandens Oplysningsbureau.

SOLIDITETEN I DE 10 PCT. MINDST SOLIDE SELSKABER I FORSKELLIGE BRANCHER, 1995-2002

Figur 23



Anm.: Soliditeten er defineret som egenkapitalen i forhold til balancen. 2002 består af regnskaber aflagt i 2002 og regnskaber aflagt i 3. eller 4. kvartal 2001, hvor virksomhedens 2002-regnskab endnu ikke er registreret.

Kilde: Købmandstandens Oplysningsbureau.

Datagrundlag

Til analyserne i erhvervsafsnittet benyttes en database fra Købmandstandens Oplysningsbureau, som indeholder regnskabsoplysninger for danske aktie- og anpartsselskaber. Der er foretaget nogle tilskæringer af databasen, hvilket indebærer, at niveauet i figurerne ikke fuldt ud er i overensstemmelse med tilsvarende figurer i tidligere publikationer.

Ikke-finansielle holdingselskaber er fjernet. Et holdingselskab er kendetegnet ved, at det har delvist eller fuldt ejerskab over andre selskaber. Som hovedregel har et holdingselskab derudover ingen aktiviteter. Dertil kommer, at en række store internationale koncerner har valgt at placere holdingselskaber i Danmark. Hidtil har ikke-finansielle holdingselskaber været med under forretningsservice mv., så det er alene denne branche, der påvirkes af ændringen. For 2002 drejer det sig om knap 3.000 ikke-finansielle holdingselskaber.

Selskaber med en balance mindre end 50.000 kr. er fjernet, svarende til ca. 1.300 selskaber i 2002. Disse virksomheder er registreret som værende aktive, men har ingen aktiviteter.

Registrering af regnskaber aflagt i 2002. Købmandstandens Oplysningsbureau indsamler årsregnskaber i takt med, at selskaberne indberetter til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Ikke alle årsregnskaber for 2002 er tilgængelige til analyserne i *Finansiell stabilitet 2003*. På den baggrund består data for 2002 af regnskaber med afslutningsdato i 2002, som er registreret i databasen, samt regnskaber aflagt i 3. og 4. kvartal 2001 for de virksomheder, hvis 2002-regnskab endnu ikke er registreret. Tallene for 2002 er således delvist en approksimation og skal som følge heraf tolkes varsomt.

¹ Se også boks 4 i *Finansiell stabilitet 2002*, Danmarks Nationalbank.

Model til kvantificering af konkurssandsynlighed for brancher¹

Nationalbanken har udarbejdet en regnskabsbaseret model for danske aktie- og anpartsselskaber, der kvantificerer en virksomheds sandsynlighed for at gå konkurs inden for de førstkomende år². Et pengeinstituts kreditrisiko ved at låne ud til en virksomhed kan udtrykkes ved sandsynligheden for, at virksomheden ikke kan overholde sine finansielle forpligtelser, og der dermed påføres banken tab. Det er imidlertid ikke muligt at beregne en sådan sandsynlighed på baggrund af det tilgængelige datamateriale, som ikke indeholder den nødvendige information om misligholdelse af lån, hvorfor konkurser anvendes i stedet.

Beregningerne er baseret på finansielle nøgletal, som belyser virksomhedens indtjening, soliditet og likviditet samt information om virksom-

¹ Arbejdet er bl.a. baseret på Kenneth Juhl Pedersen, *Regnskabsbaseret konkursmodel for danske virksomheder – teori og empiri*, 2002, speciale ved det økonomiske kandidatstudie, Københavns Universitet.
² I modellen antages en konkurs at omfatte følgende hændelser: Selskabet er gået konkurs eller er under konkursbehandling, selskabet er opløst/tvangsopløst eller er under tvangsopløsning, selskabet har fået en tvangsakkord stadfæstet eller er under tvangsakkordbehandling.

hedens alder, størrelse mv. Ved at aggregere de individuelle virksomheders konkurssandsynligheder inden for hver branche fås et billede af branchens samlede konkurssandsynlighed. I boks 6 uddybes modellen.

MODEL TIL KVANTIFICERING AF KONKURSSANDSYNLIGHEDER

Boks 6

Nationalbanken har estimeret en model til beregning af individuelle konkurssandsynligheder på baggrund af virksomhedernes årsregnskaber. De individuelle konkurssandsynligheder aggregeres til brancheniveau, så sammenligning på tværs af brancher bliver mulig.

Datagrundlag

Modellen er estimeret på baggrund af årsregnskaber for perioden 1995-99, svarende til ca. 290.000 regnskaber, der omfatter ca. 8.600 konkurshændelser. Modellen kan generere konkurssandsynligheder for regnskaber aflagt efter 1999. Konkurssandsynligheden er relateret til konkurshændelsen, hvorfor sandsynligheden kan tolkes som et mål for, om virksomheden på baggrund af det aflagte regnskab vil gå konkurs inden for de førstkomende år¹.

Variabler

Der indgår 9 forklarende variabler i modellen, henholdsvis 4 kvantitative- og 5 dummy-variabler. Nedenfor er variablerne oplistet i den rækkefølge, hvormed de har forklaringssevne i modellen. Fortegnet i parentes angiver indflydelsen på konkurssandsynligheden:

- *Reduktion i kapitalgrundlaget (+)*, måles ved en dummy-variabel. Variablen sættes til 1, hvis virksomheden gentager årets underskud, og det samtidig fører til, at virksomhedens egenkapital kommer under kravet til selskabskapitalens størrelse
- *Størrelse (-)*, måles ved balancesummen
- *Soliditet (-)*, måles som egenkapitalen i forhold til balancen
- *Revisionsanmærkning (+)*, måles som en dummy-variabel. Variablen sættes til 1, hvis regnskabet har en kritisk revisionsanmærkning
- *Selskabsform*, der sondres mellem anpartsselskaber og aktieselskaber. Modellen viser, at et anpartsselskab alt andet lige har en større konkurssandsynlighed end et aktieselskab
- *Virksomhedens branchejusterede afkastningsgrad (-)*, måles som virksomhedens afkastningsgrad i forhold til medianafkastet for branchen
- *Alder (-)*, måles som antal år, virksomheden har været aktiv
- *Reduceret likviditet (+)*, måles ved den korte gæld i forhold til det primære resultat
- *Goodwill (-)*, måles ved om virksomheden har registreret goodwill under aktiverne.

Evaluerings

Modellen kan evalueres ved at undersøge virksomhedernes status nogle år senere i forhold til den estimerede konkurssandsynlighed. Det viser sig, at modellen kan klassificere 4 ud af 5 regnskaber korrekt, dvs. som aktiv eller konkurs.

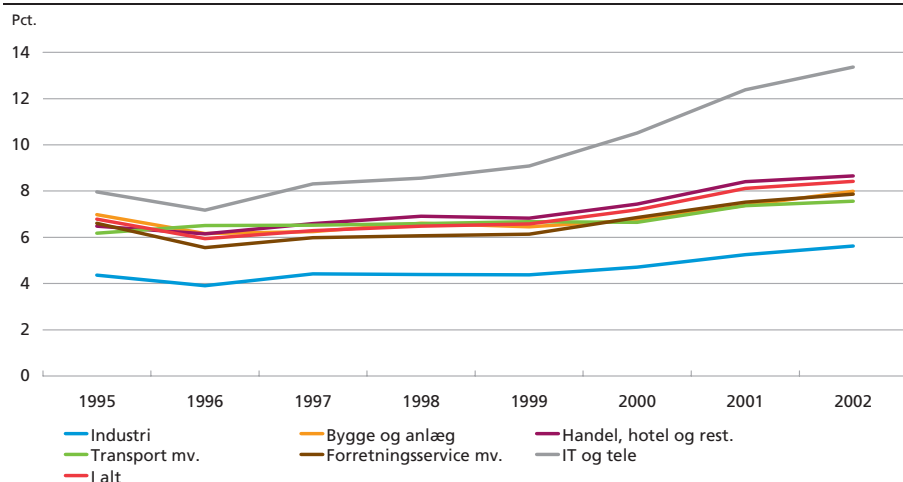
Modellen er også estimeret over forskellige perioder, uden at det påvirker resultaterne nævneværdigt.

¹

Der er en vis forsinkelse, fra en konkursvirksomhed aflægger regnskab, og til virksomheden får registreret en konkurshændelse. Efter knap 21 måneder har halvdelen af de virksomheder, der går konkurs, fået en konkursanmærkning. På den baggrund er det vanskeligt at præcisere, hvornår konkurshændelsen måtte indtræffe.

KONKURSSANDSYNLIGHEDEN I DE SVAGESTE SELSKABER I FORSKELLIGE BRANCHER, 1995-2002

Figur 24



Anm.: Figuren viser 90 pct. fraktilen. 2002 består af regnskaber aflagt i 2002 og regnskaber aflagt i 3. eller 4. kvartal 2001, hvor virksomhedens 2002-regnskab endnu ikke er registreret.

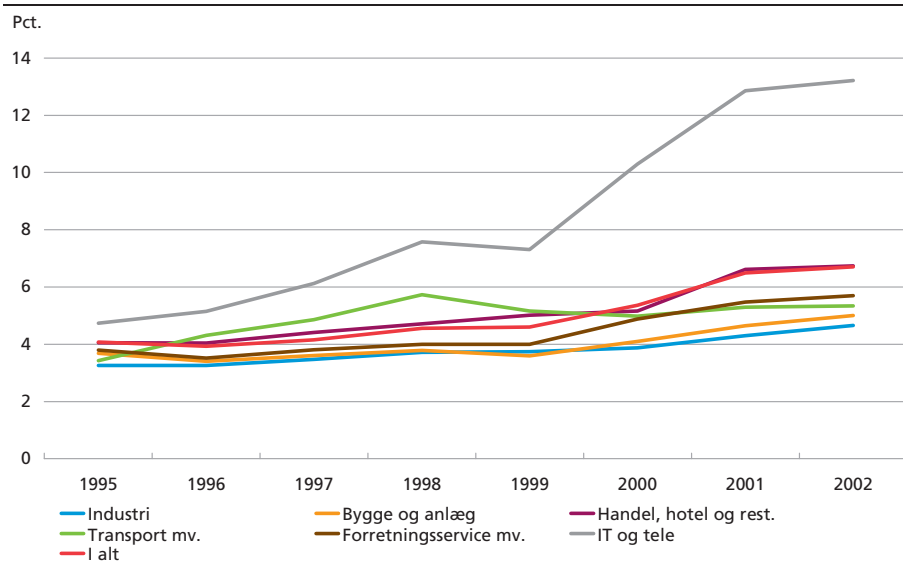
Kilde: Egne beregninger.

Resultater fra modellen

Af figur 24 fremgår branchevis konkurrendsandsynligheder for de 10 pct. af virksomhederne, der er mest konkurstruede.

SPREDNING FOR KONKURSSANDSYNLIGHEDER, 1995-2002

Figur 25

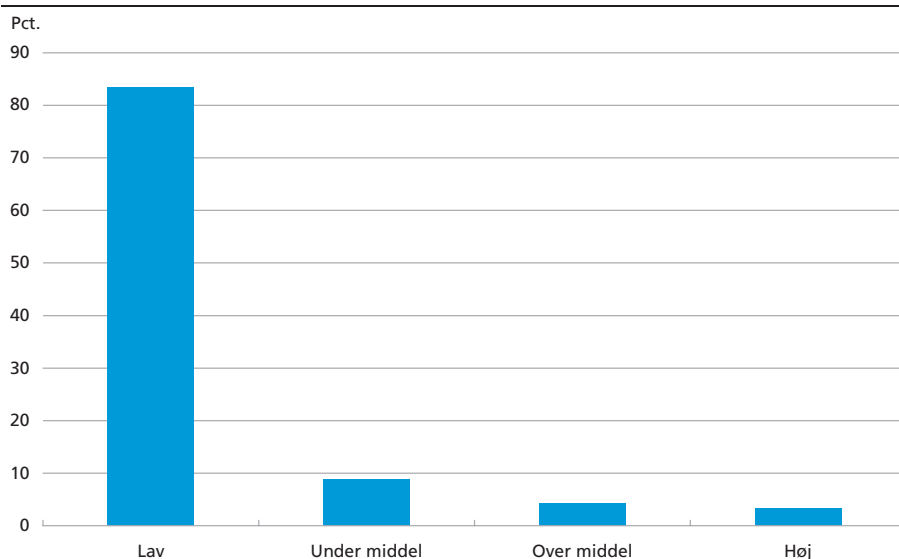


Anm.: Spredningen er målt ved standardafvigelsen. 2002 består af regnskaber aflagt i 2002 og regnskaber aflagt i 3. eller 4. kvartal 2001, hvor virksomhedens 2002-regnskab endnu ikke er registreret.

Kilde: Egne beregninger.

ANDEL AF BANKGÆLD I 2002 FORDELT EFTER KONKURSSANDSYNLIGHED

Figur 26



Anm.: Der er medtaget de virksomheder, som ifølge årsregnskabet har bankgæld. Gruppen "Lav" svarer til de 25 pct. af virksomhederne med den laveste konkurssandsynlighed. Gruppen "Under middel" svarer til virksomhederne med næstlavest konkurssandsynlighed (dvs. i intervallet fra 25 pct. til 50 pct.) osv. 2002 består af regnskaber aflagt i 2002 og regnskaber aflagt i 3. eller 4. kvartal 2001, hvor virksomhedens 2002-regnskab endnu ikke er registreret.

Kilde: Købmandstandens Oplysningsbureau og egne beregninger.

Ifølge modellen har IT og tele den højeste og industri den laveste konkurssandsynlighed set over hele perioden. Det er i overensstemmelse med tidligere analyser i Finansiell stabilitet. Af de tre brancher, som pengeinstitutterne har størst udlån til, har handel, hotel og restauration den højeste konkurssandsynlighed.

De seneste par år er spredningen i konkurssandsynlighederne steget inden for alle brancher, jf. figur 25. Den større spredning er udtryk for, at usikkerheden ved kreditgivning til erhverv er forøget.

Den laveste spredning og den mindste konkurssandsynlighed findes i industrien. Industri er på den baggrund den branche, som samlet set vurderes at være mindst udsat i henhold til det foreliggende regnskabsmateriale. Omvendt har industri haft den højeste tabsprocent i 2002. Bygge og anlæg har ligesom industri en lav spredning, men konkurssandsynligheden ligger på et noget højere niveau.

Det er undersøgt, om modellens konkurssandsynlighed på brancheniveau og bankernes tabsprocent varierer i samme retning. En høj samvariation kan betyde, at udviklingen i konkurssandsynligheden vil kunne bruges som indikator for bankernes fremtidige tab. Analysen viser, at der for alle brancher er en robust positiv samvariation mellem konkurssandsynligheden og bankernes tabsprocent et til to år senere.

Bankgælden er koncentreret i de virksomheder, der har de laveste konkurssandsynligheder, jf. figur 26. Ved at se på den branchevise koncentration af bankgæld fås et tilsvarende resultat.

LANDBRUG

Penge- og realkreditinstitutternes udlån til landbruget udgør 7,5 pct. af det samlede indenlandske udlån, hvoraf realkreditinstitutterne i 2002 stod for over 80 pct. Det samlede udlån til landbruget steg med 7 pct. fra 2001 til 2002. For pengeinstitutternes vedkommende er det de mindre institutter, der har det relativt største udlån til landbruget.

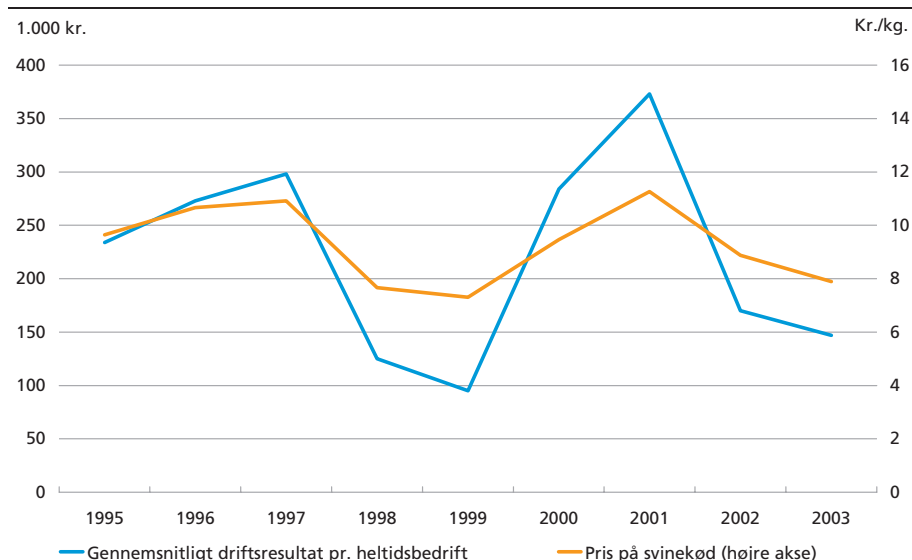
Udviklingen i landbrugets indtjenings- og kapitalforhold

Landbrugets driftsresultat er meget svingende og har de seneste år været stærkt påvirket af afregningsprisen på svinekød, jf. figur 27.

Svineproducenterne har haft store udsving i driftsresultatet, mens driftsresultatet for planteavl og malkekvægproducenterne har været relativt stabilt, men på et lavt niveau. Ifølge skøn fra Landbrugets Rådgivningscenter falder landbrugets driftsresultat både i 2002 og 2003, primært som følge af lavere priser på svinekød.

UDVIKLINGEN I HELTIDSBEDRIFTERNES DRIFTSRESULTAT OG PRISEN PÅ SVINEKØD, 1995-2003

Figur 27



Anm.: Alsidige brug er ikke med i tallet for heltidsbedrifternes driftsresultat. Driftsresultat for 2002 og 2003 er prognose-tal fra Landbrugets Rådgivningscenter. Prisen på svinekød for 2003 er den gennemsnitlige noterede afregningspris i uge 18 oplyst på Danish Crowns hjemmeside.

Kilde: Danmarks Statistik, Danish Crown og Landbrugets Rådgivningscenter.

Landbrugets nettorenteudgifter er øget væsentligt i perioden 1997-2001. Stigningen er sket på trods af de seneste års faldende renteniveau og skyldes landbrugets voksende gæld. Gældens andel af de samlede aktiver er i samme periode faldet svagt til lidt over 50 pct. som følge af de fortsat stigende priser på landbrugsjord.

Forventning om faldende indtjeningsudvikling i 2003 sammenholdt med en svagt stigende tendens i antallet af konkurser indikerer, at det strammer til for de svageste i branchen.

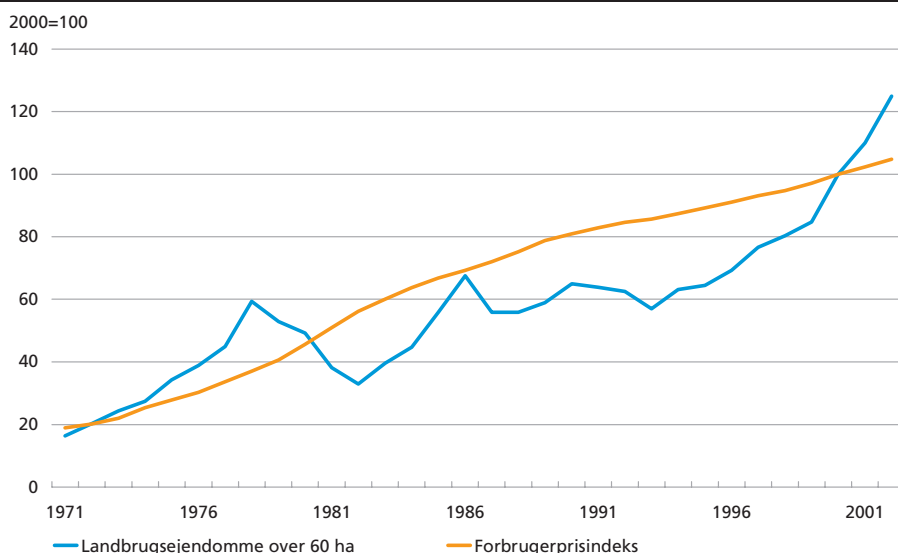
Prisen på landbrugsjord

Landbrugets indtjenings- og produktionsmuligheder samt rammevilkår i øvrigt har betydning for efterspørgslen efter og prisen på jord. Således bestemmes jordprisen bl.a. af afkastværdien af at dyrke jorden, de miljøbetingede arealkrav til husdyrproduktionen, herunder svineproduktionen, samt diverse EU-støtteordninger, herunder hektarstøtten. Af specifikke landbrugsmæssige forhold kan yderligere nævnes landbrugs-ejendommens geografiske placering, og at jord er en knap resurse. Endelig er der de mere generelle forhold, der påvirker prisen på fast ejendom i det hele taget, som fx den almindelige pris- og lønudvikling, renteniveauet og inflationsforventningerne.

Af figur 28 fremgår udviklingen siden 1971 i kontantprisindekset for landbrugsejendomme over 60 hektar sammenholdt med forbrugerpris-

KONTANTPRISINDEKS FOR LANDBRUGSEJENDOMME OVER 60 HA OG FORBRUGERPRISINDEKS, 1971-2002

Figur 28



Anm.: Kontantprisindekset for landbrugsejendomme i 2002 dækker kun 1. halvår.

Kilde: Told og Skat og Danmarks Statistik.

indekset. Da der ikke findes særskilt statistik for handlet landbrugsjord, er kontantprisindekset for de største landbrugsejendomme valgt som estimat for jordprisen. Boligelementet udgør derved kun en mindre andel af indekset.

I begyndelsen af 1970'erne, hvor Danmark trådte ind i EU, steg jordpriserne hurtigere end inflationen. Der skete en kraftig korrektion med landbrugskrisen omkring 1980, hvor afregningspriserne mere end halveredes. Siden 1994 er jordpriserne igen steget kraftigt, og i 2002 er jordprisen for de største landbrugsejendomme på 100.000 kr. pr. hektar¹.

En hektarpris på 100.000 kr. stiller store krav til landbrugets indtjening. Forventninger om svag indtjeningsudvikling sammenholdt med et pres på landbrugets rammevilkår i øvrigt kan medføre et nedadgående pres på jordpriserne. En situation med svigtende indtjening og faldende jordpriser vil alt andet lige kunne forstærke tendensen inden for landbruget hen imod større og mere rentable bedrifter, specielt inden for svineproduktion, hvor der synes at være de største stordriftsfordele.

HUSHOLDNINGER

Flere indikatorer peger i retning af, at husholdningernes betalingsevne fortsat er robust. De seneste år har der været pæne stigninger i den reale disponible bruttoindkomst. Ledigheden er fortsat lav, men der har været en beskeden stigning.

Indberetningen af dårlige betalere til RKI Kredit Information kan give et forvarsel om udviklingen i husholdningernes betalingsevne. RKI-indberetningerne tyder på, at husholdningernes økonomi set under et er strammet lidt til. Et mere direkte varsel om boligejernes betalingsevne fås ved at betragte udviklingen i restanceprocenten på realkreditlån, da tilbagebetaling af boliggæld må antages at være boligejernes højst prioriterede gældsbetaling. Restanceprocenten er på et historisk meget lavt niveau og har holdt sig stort set uændret gennem 2002, jf. figur 29. En forklaring på stigningen i RKI-indberetninger kan være, at betalings-evnen for ikke-boligejere er strammet lidt til.

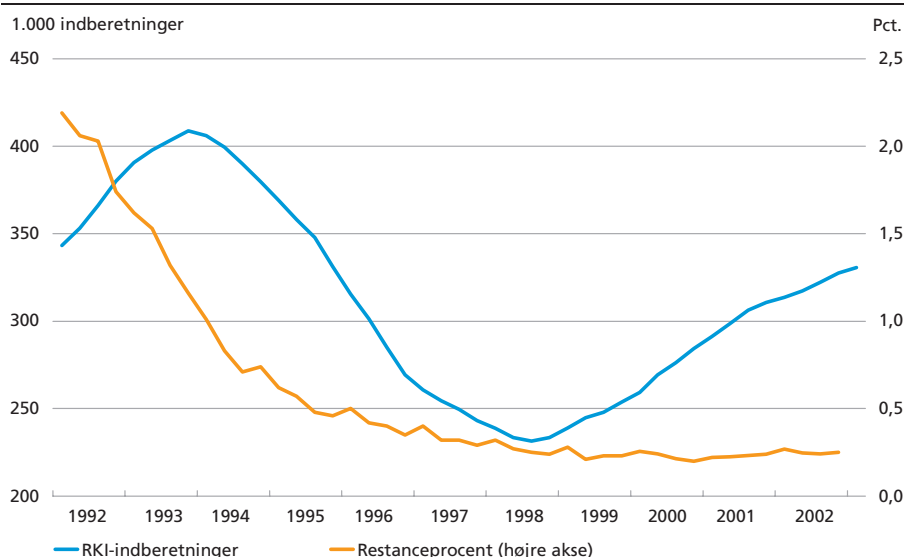
Antallet af tvangsauktioner er stadig meget lavt, dog er der sket en stigning på 35 pct. i antallet af tvangsauktioner på enfamiliehuse i perioden 2000-02, mens antallet af tvangsauktioner over ejerlejligheder er faldet med 15 pct. i samme periode.

Stigningen i boligpriserne har været aftagende det seneste år efter flere år med store prisstigninger. Det seneste rentefald er således ikke slået

¹ Told og Skat, Ejendomssalg 1. halvår 2002.

INDBERETNING AF DÅRLIGE BETALERE OG RESTANCEPROCENT, 1992-2003

Figur 29



Anm.: En ydelse betragtes som en restance, hvis betalingsfristen er overskredet med mere end 3½ måned. Restanceprocenten opgøres kvartalsvist og beregnes som periodens restancer divideret med periodens samlede terminsydelser. Terminsydelse og restance vedrører den termin, der ligger i kvartalet forud for opgørelsestidspunktet, dvs. restanceprocenten for 4. kvartal 2002 vedrører restancer i 3. kvartal 2002. Restanceprocenten er til og med 4. kvartal 2002. RKI-indberetningerne er til og med 1. kvartal 2003. RKI Kredit Information angiver, at ca. 92 pct. af registreringerne er på privatpersoner og de resterende 8 pct. på virksomheder. Det gennemsnitlige antal registreringer er ca. 2 pr. person. For den samme person kan der være indberetninger fra flere kreditorer.

Kilde: RKI Kredit Information og Realkreditrådet.

fuldt ud igennem i boligpriserne. Det kan skyldes den svagere konjunkturudvikling og den mere afdæmpede udvikling på arbejdsmarkedet.

Realkreditlån til ejerboliger har hidtil ikke kunnet afdrages langsommere end et annuitetslån. Regeringen har fremsat lovforslag, som bl.a. tillader lån med afdragsfrihed i op til 10 år. Teoretisk skulle boligpriserne ikke blive påvirket af dette, da de reelle omkostninger ved at bebo et hus ikke ændres ved at ændre på lånets afdragsprofil. Afdrag er opsparring og ikke en boligudgift. Det er dog usikkert, om den nye type lån, såfremt de bliver udbredte, vil virke stimulerende på boligpriserne, der traditionelt fastsættes med udgangspunkt i nettoydelsen på ejendommen, og heri indgår afdraget. Sker dette, vil den nye type lån hovedsageligt komme eksisterende boligejere til gode.

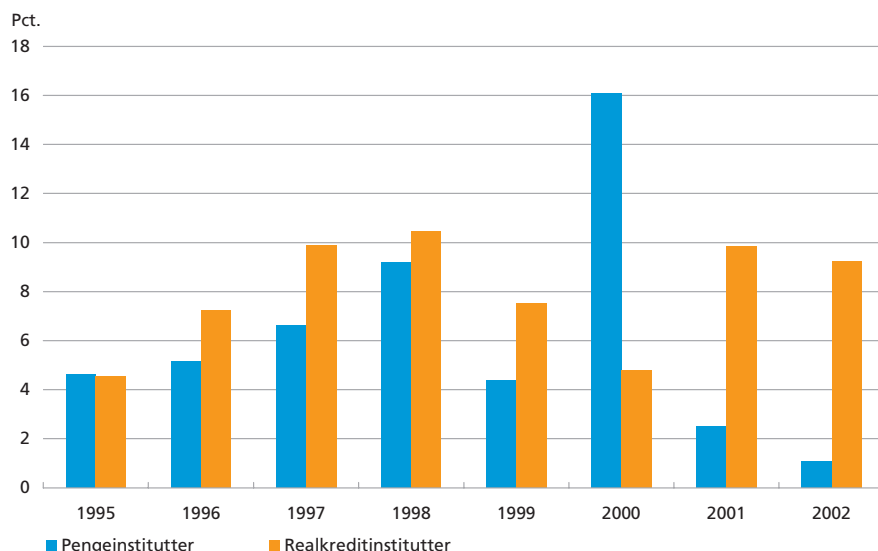
Husholdningernes låntagning

Pengeinstitutternes udlån til husholdningerne udgør ca. 1/3 af pengeinstitutternes samlede udlån, mens ca. 2/3 af realkreditinstitutternes samlede udlån er til husholdningerne.

Der var kun en mindre stigning i pengeinstitutternes udlån til husholdningerne i 2002, mens realkreditinstitutternes udlån voksede bety-

UDLÅNSVÆKST FRA PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER, 1995-2002

Figur 30



Anm.: Frem til og med 2000 består husholdninger af privatpersoner og selvstændige erhvervsdrivende. Fra 2001 består husholdninger kun af privatpersoner.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

deligt, jf. figur 30. Husholdningernes gæld er fordelt med 18 pct. til pengeinstitutter og 82 pct. til realkreditinstitutterne. Udviklingen i boligpriserne de seneste år har skabt mulighed for, at boligejerne kan belåne friværdier. Kombineret med rentefald har mange benyttet sig af denne mulighed, herunder til at indfri bankgæld. Siden 2. halvår 2001 har væksten i realkreditudlån oversteget boligprisstigningerne¹. Givet en antagelse om konstant udbud af boliger på kort sigt kan det indikere, at belåningsprocenten er steget.

Gældsbelastning og betalingsevne

Husholdningernes gæld er vokset mere end den disponible bruttoindkomst² over perioden 1997-2001, dvs. husholdningerne har øget gældsbelastningen³. Ses der på de 10 pct. mest forgældede husholdninger inden for forskellige indkomstgrupper, jf. figur 31, er gældsbelastningen steget inden for alle grupper. Gruppen af husholdninger med indkomst over middel er mest forgældede. Denne gruppe har samtidig den største andel af 25-39-årige, hvoraf mange må formodes at være førstegangsboligkøbere. Det kan være med til at forklare den høje gældsbelastning

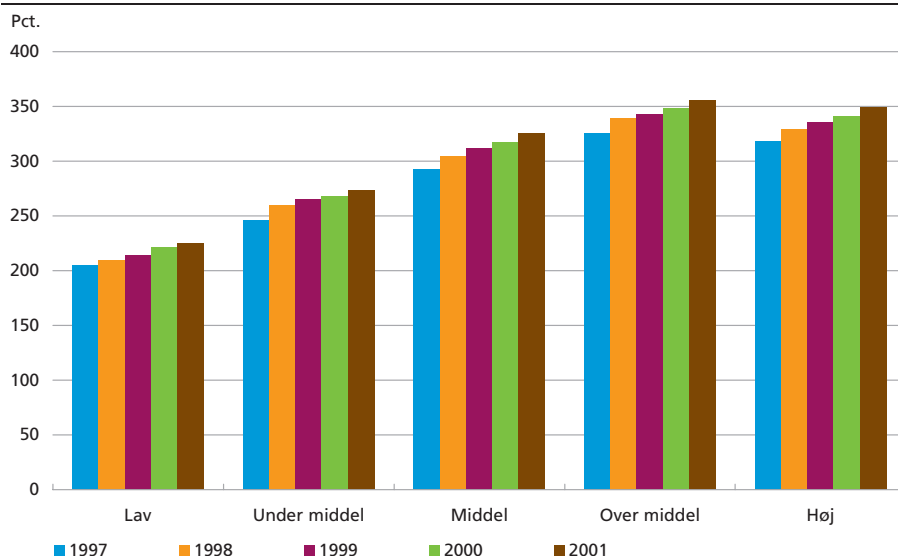
¹ Boligprisen er den gennemsnitlige kontantpris pr. kvadratmeter på parcel- og rækkehuse i hele landet, jf. www.realkreditraadet.dk.

² Den disponible bruttoindkomst er defineret som husholdningens indkomst efter skat men før betaling af renteudgifter.

³ Gældsbelastningen er defineret som samlet gæld i forhold til disponibel bruttoindkomst.

GÆLDSBELASTNINGEN FOR DE 10 PCT. MEST FORGÆLDEDE
HUSHOLDNINGER FORDELT EFTER INDKOMSTGRUPPE, 1997-2001

Figur 31



Anm.: En husholdning er defineret som en familie, der er afgrænset til en eller flere personer, der bor på samme adresse, og som har indbyrdes relationer. I analysen er medtaget enlige, par og fælleshusholdninger med og uden børn under 18 år. Husholdningerne er inddelt i 5 grupper efter familieindkomst før skat. Den laveste indkomstgruppe indeholder de husholdninger, der har de 20 pct. laveste indkomster. Under middel angiver de husholdninger, hvis familieindkomst ligger mellem 20 og 40 pct. fraktilen osv.

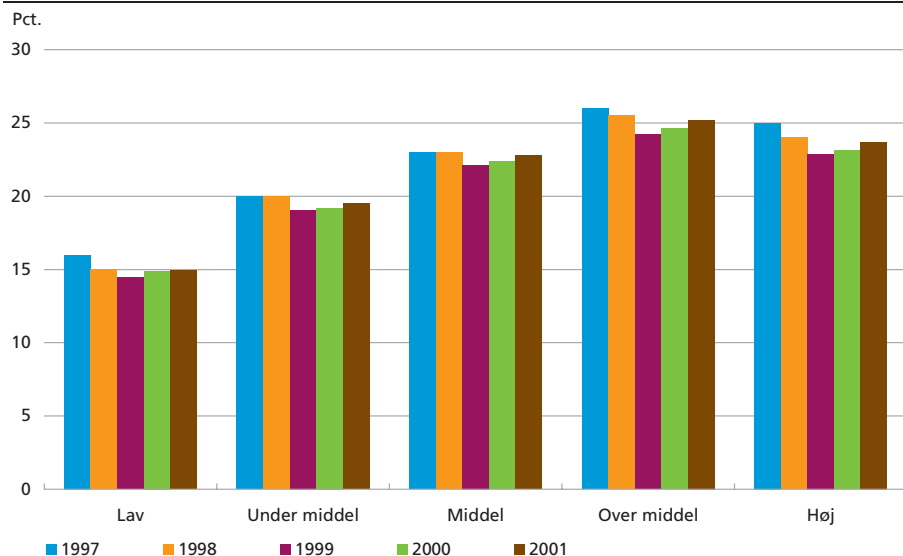
Kilde: Danmarks Statistik, familieindkomststatistik.

i denne gruppe. Ikke-boligejere har i gennemsnit øget gældsbelastningen mere end boligejere, dog fra et forholdsvist lavt udgangspunkt. Den øgede gældsbelastning betyder alt andet lige, at husholdningerne er blevet mere sårbare over for indkomstnedgang.

Husholdningernes evne til at servicere gælden kan udtrykkes ved rentebelastningen, jf. figur 32, dvs. renteudgifter i forhold til disponibel bruttoindkomst. Overordnet set er rentebelastningen reduceret i perioden for de 10 pct. mest rentebelastede husholdninger inden for hver indkomstgruppe på trods af den stigende gældsætning.

RENTEBELASTNINGEN FOR DE 10 PCT. MEST RENTEBELASTEDE HUSHOLDNINGER FORDELT EFTER INDKOMSTGRUPPE, 1997-2001

Figur 32



Anm.: Husholdningerne er inddelt i 5 grupper efter familieindkomst før skat. Den laveste indkomstgruppe indeholder de husholdninger, der har de 20 pct. laveste indkomster. Under middel angiver de husholdninger, hvis familieindkomst ligger mellem 20 og 40 pct. fraktilen osv.

Kilde: Danmarks Statistik, familieindkomststatistik.

Kapitalmarkederne

Der har været store bevægelser på kapitalmarkederne i det forløbne år. Aktiekurserne og de lange renter er faldet markant i USA og Europa. Markedsudviklingen har dog kun haft en mindre direkte effekt på pengeinstitutternes indtjening på grund af små aktiebeholdninger, afdækning og porteføljeomlægninger. Markedsudviklingens effekt på pengeinstitutternes indtjening er i højere grad indirekte via de kapitalmarkedsafhængige forretningsområder såsom kapitalforvaltning og investeringsbankaktiviteter.

I 2002 blev der ikke noteret nye selskaber på Københavns Fondsbørs. Fondsbørserne i andre lande har også haft et markant fald i tilgangen af nye børsnoterede selskaber.

MARKEDSUDVIKLINGEN

Udviklingen på de internationale kapitalmarkeder har det seneste år været præget af uro med store udsving i aktiekurser og i lange renter. Aktiemarkederne i USA, euroområdet og Danmark faldt med henholdsvis ca. 20, 35 og 25 pct. fra midten af april 2002 til midten af april 2003, jf. figur 33.

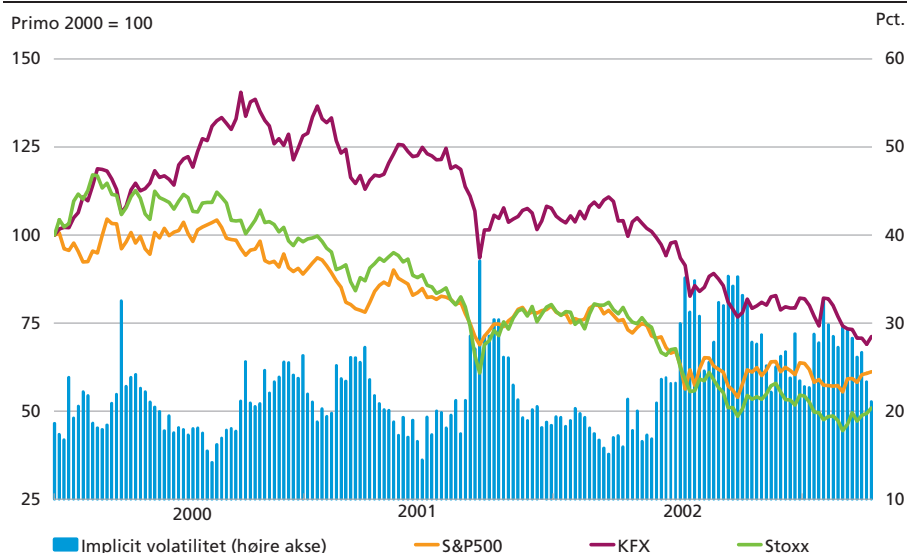
Samtidig opstod der blandt markedsdeltagerne stor usikkerhed om den fremtidige kursudvikling. Det kom bl.a. til udtryk ved et højt niveau for den implicitte volatilitet på amerikanske aktier. Den implicitte volatilitet beregnes på baggrund af optionspriser og afspejler, hvad det koster aktieinvestorerne at dække sig af over for udsving i aktiekurser.

Faldet i aktiekurserne skal ses i lyset af forværrede udsigter for den økonomiske vækst i de industrialiserede lande. I sommeren 2002 blev udviklingen forstærket af investorernes tvivl om, hvorvidt virksomhedernes regnskaber giver et dækkende billede af indtjening og risici. Tvivlen opstod på baggrund af regnskabsskandaler i enkelte, men store, amerikanske virksomheder. Usikkerheden på markederne var også understøttet af geopolitiske spændinger i form af en række terrorhandlinger og udsigten til en militær konflikt i Irak. Da krigen i Irak blev en realitet, reagerede aktiemarkederne dog positivt i takt med koalitionsens fremrykning. Desuden blev usikkerheden om den fremtidige kursudvikling mindre, jf. faldet i den implicitte volatilitet.

Kursudviklingen på de danske aktier er i høj grad drevet af udviklingen på de internationale markeder. Således har der i en årrække været

AKTIEINDEKS I USA, EUROOMRÅDET OG DANMARK SAMT IMPLICIT VOLATILITET I USA, 2000-03

Figur 33



Anm.: S&P500 og KFX er henholdsvis et amerikansk og et dansk aktieindeks, og Stoox er et aktieindeks for euroområdet. Implicit volatilitet er beregnet ud fra prisen på en put-option på S&P500.

Kilde: Bloomberg og Ecwin.

en meget tæt samvariation mellem det danske og amerikanske aktiemarked, jf. figur 34. Det samme gælder i øvrigt obligationsmarkederne.

Den høje samvariation mellem kapitalmarkederne på tværs af landegrænser betyder, at eksempelvis danske investorer kun opnår en lille reduktion af deres markedsrisiko ved også at investere på de udenlandske kapitalmarkeder.

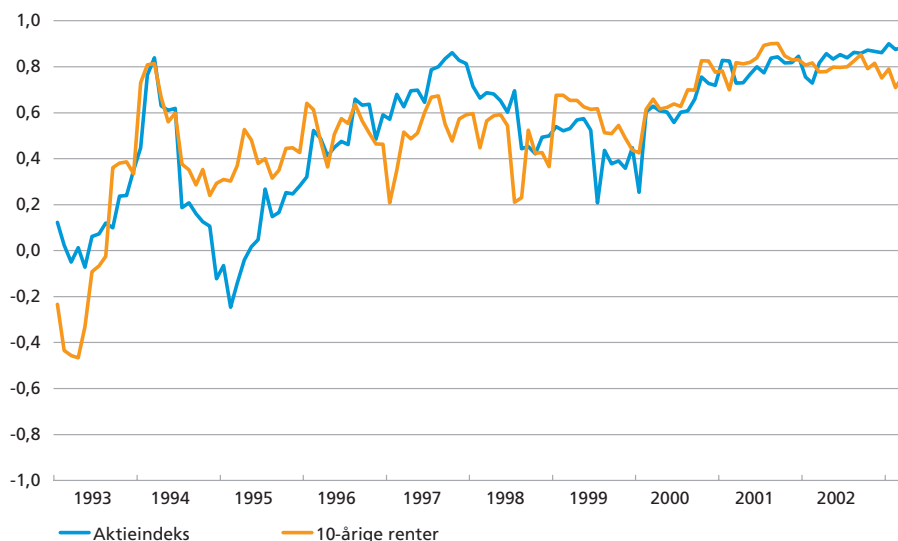
De seneste års øgede interesse for at investere i udlandet kan være motiveret af andre forhold som kredit- og likviditetsrisiko.

Samtidig med aktiekursfaldene i USA og Europa fortsatte også de lange renter med at falde, jf. figur 35. I USA nåede den 10-årige rente i oktober 2002 og igen i marts 2003 kortvarigt ned under 3,6 pct., hvilket er det laveste niveau i 40 år. Den implicite volatilitet for de lange renter antog generelt et meget højt niveau, hvilket bl.a. afspejler markedsdeltagernes store usikkerhed omkring den fremtidige renteutvikling.

Den tætte, positive samvariation mellem aktiekurser og lange renter har stået på siden begyndelsen af 2001 og er siden blevet endnu tydeligere, jf. figur 36. Samvariationen er formodentlig et resultat af investorernes ønske om at bevæge sig ud af aktier og ind i obligationer. Som det fremgår af kapitlet om udviklingen i den finansielle sektor, har fx de danske pensionsselskaber nedbragt aktiebeholdningen betydeligt i 2002.

KORRELATIONER MELLEM DANSKE OG AMERIKANSKE KAPITALMARKEDER, 1993-2003

Figur 34

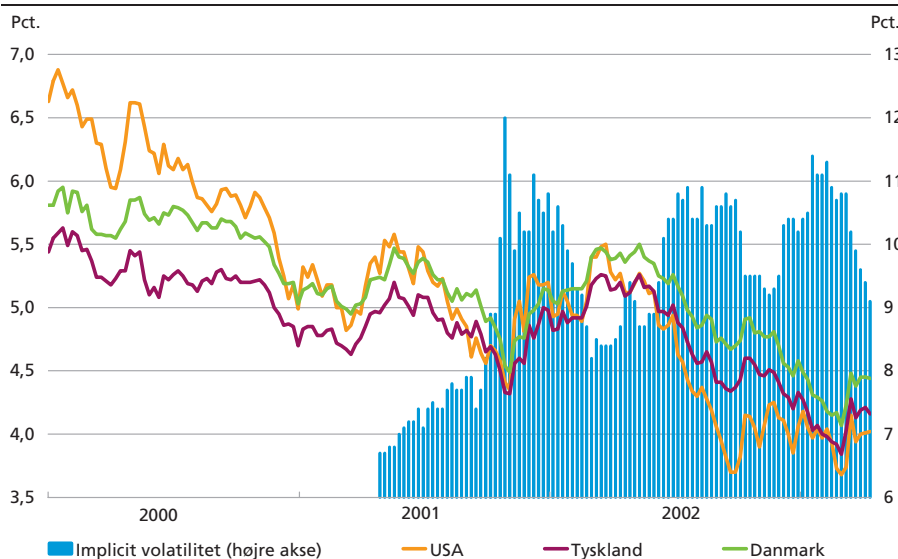


Anm.: Løbende korrelationer baseret på månedlige ændringer i det forudgående år. Aktieindeksene er KFX for Danmark og S&P500 for USA.

Kilde: Ecowin og egne beregninger.

10-ÅRIGE RENTER I USA, TYSKLAND OG DANMARK SAMT IMPLICIT VOLATILITET I EUROOMRÅDET, 2000-03

Figur 35

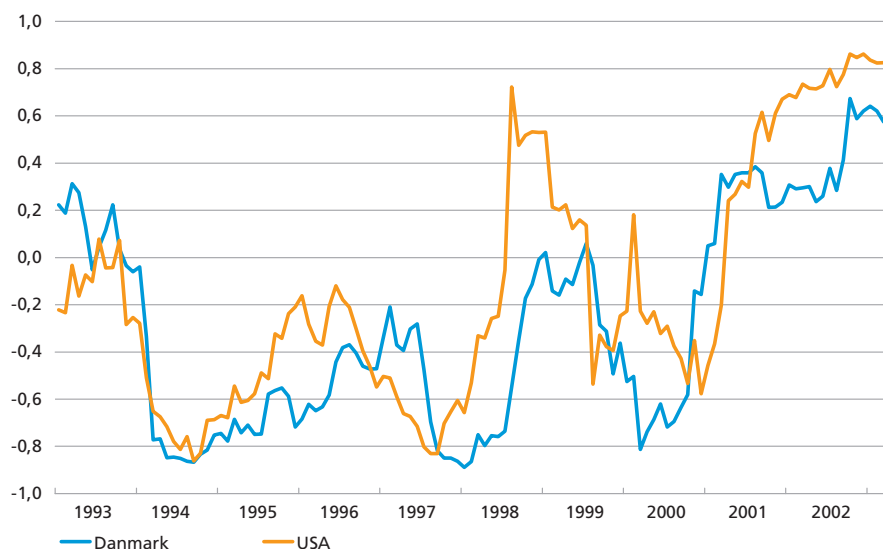


Anm.: Implicit volatilitet for en 20-årig euro-swaption, hvor det faste ben er en 10-årig rente.

Kilde: Bloomberg.

KORRELATION MELLEM AKTIEKURSER OG 10-ÅRIGE RENTER, 1993-2003

Figur 36



Anm.: Løbende korrelationer baseret på månedlige ændringer i det forudgående år. Aktieindeksene er KFX for Danmark og S&P500 for USA.

Kilde: Ecwin og egne beregninger.

Det lave renteniveau i USA har afstedkommet et højt konverteringsomfang hos boligejere med opsigelige, fastforrentede lån. Investorenes forventning om, at mange boligejere ville opsig deres boliglån, har i perioder været med til at forstærke udsvingene i de lange renter. I Danmark ses ligeledes store udsving i de lange renter ved et lavt renteniveau, bl.a. som følge af omlægninger i forbindelse med konverteringer og som følge af pensionsselskabernes rentegarantier¹. I april 2003 blev der konverteret danske realkreditobligationer for 116 mia.kr., hvilket er det højeste beløb nogensinde.

VURDERING AF AKTIEKURSER

I sidste halvdel af 1990'erne var de internationale aktiemarkeder præget af kraftige kursstigninger. I takt hermed forstærkedes spekulationerne om, hvorvidt aktiekurserne havde nået niveauer, der afveg betydeligt fra de fundamentale, økonomiske forhold.

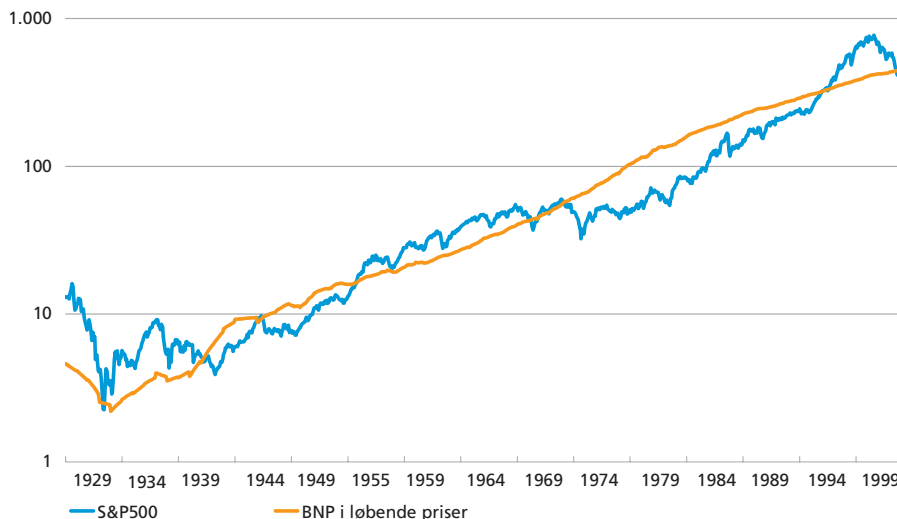
Siden 2000 har der været en generel tendens til aktiekursfald i de industrialiserede lande. I USA og Europa var de toneangivende aktieindeks i midten af april 2003 stort set halveret i forhold til højdepunktet i 2000. Betragtes udviklingen over en længere periode, var det toneangivende

¹ Se Louise Mogensen, Markedsdynamik ved lave renter, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002.

AMERIKANSK AKTIEINDEKS OG BNP I LØBENDE PRISER, 1929-2003

Figur 37

Indeks, gennemsnit 1929-2002 = 100



Anm.: Logaritmisk skala.

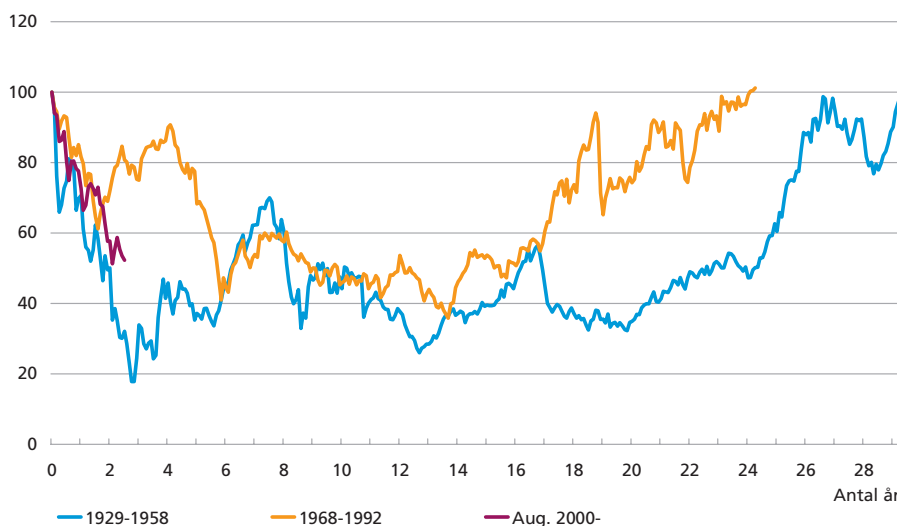
Kilde: U.S. Department of Commerce, Ecowin og egne beregninger.

amerikanske S&P500-indeks i midten af april 2003 tæt på det niveau, det ville have haft, hvis dets værdi havde fulgt den generelle økonomiske vækst siden 1929, jf. figur 37.

REALKURSUDVIKLING I AMERIKANSKE AKTIER EFTER ET HØJDEPUNKT

Figur 38

Indeks

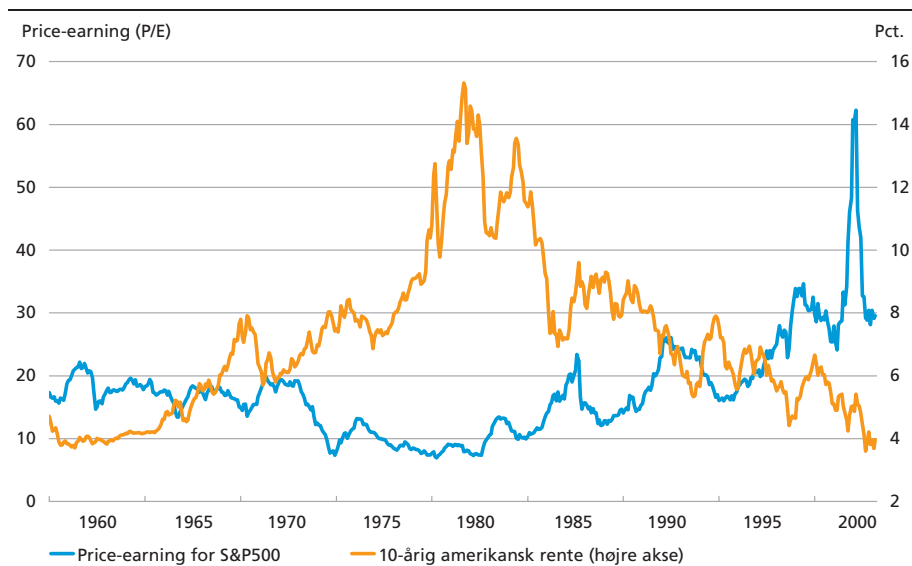


Anm.: Aktieindekset S&P500 inflationskorrigeret og indekseret med toppunkt lig 100. Månedsobservationer.

Kilde: Global Financial Data.

PRICE-EARNING FOR AMERIKANSK AKTIEINDEKS OG 10-ÅRIG
AMERIKANSK RENTE, 1960-2003

Figur 39



Kilde: Bloomberg og Ecwin.

Der er tidligere set tilsvarende kraftige aktiekursfald, fx i perioden efter 1929. I løbet af knap tre år faldt aktiekurserne i S&P500 med over 80 pct. målt i reale termer, jf. figur 38, og aktiekurserne var tredive år om at vende tilbage til udgangspunktet.

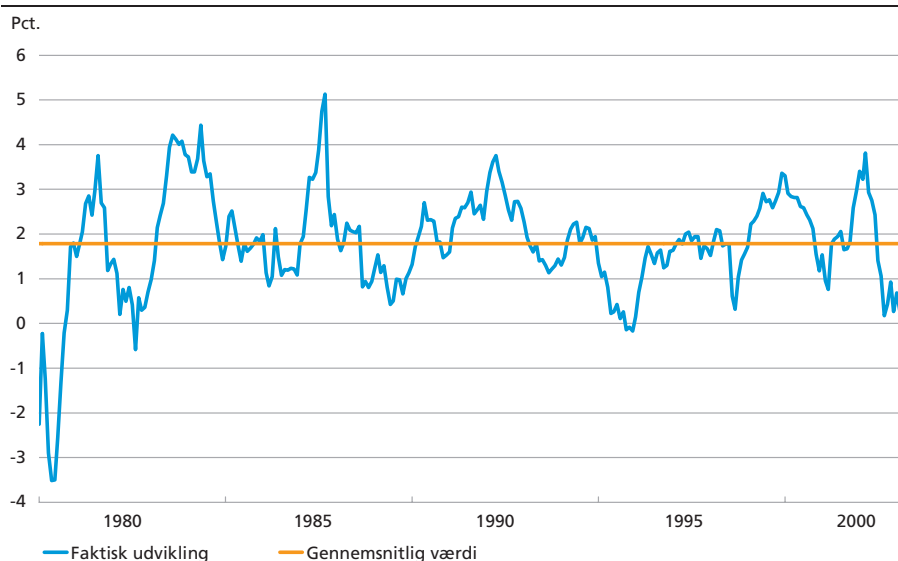
I teorien vil bevægelserne i en virksomheds aktiekurs på langt sigt afspejle ændringerne i den forventede værdi af virksomhedens fremtidige betalingsstrømme. Der findes en række metoder til at vurdere, om aktiekursen for en virksomhed eller et aktieindeks for en gruppe af virksomheder er i overensstemmelse med de fundamentale størrelser.

Et udbredt nøgletal til vurdering af aktiekursniveauet er price-earnings (P/E), dvs. aktiekursen (P) sat i forhold til virksomhedens overskud pr. aktie i den seneste regnskabsperiode (E). Nøgletallet udtrykker dermed, hvor meget det koster at købe en kroners overskud i et selskab. For det amerikanske aktieindeks S&P500 var P/E i midten af april 2003 omkring 30, hvilket – trods de seneste års aktiekursfald – er et stykke over det historiske gennemsnit, jf. figur 39. Den underliggende stigende tendens i P/E siden starten af 1980'erne har dog været påvirket af et faldende renteniveau. Når renteniveauet falder, øges nutidsværdien af virksomhedernes fremtidige overskud, hvilket understøtter en højere aktiekurs og dermed et højere P/E.

En relateret metode til vurdering af aktiekurser er den såkaldte "Fed-model". Metoden sammenholder afkastet på aktier med afkastet på

AMERIKANSK 10-ÅRIG RENTE FRATRUKKET E/P (FED-MODELLEN), 1980-2003

Figur 40



Anm.: E/P er den reciproke price-earning for det amerikanske aktieindeks S&P500 ganget med 100.

Kilde: Bloomberg og Ecwin.

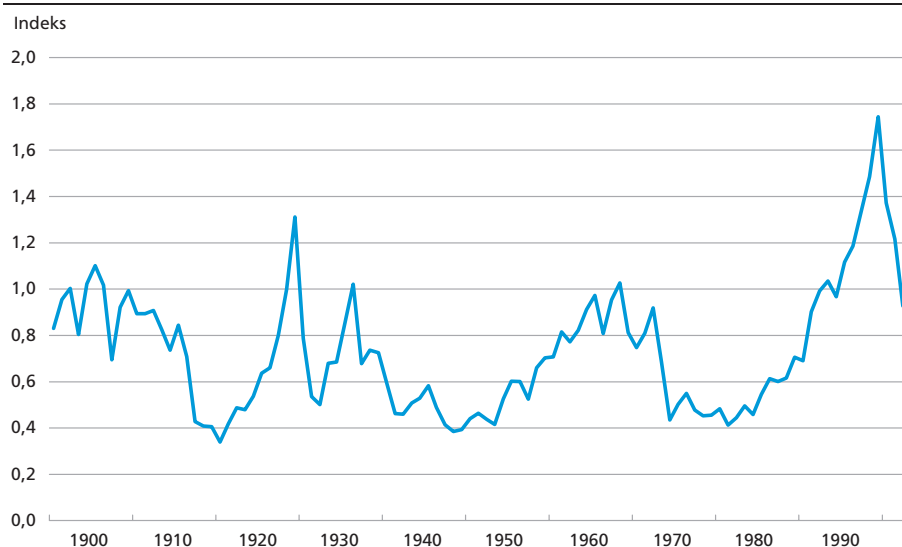
obligationer. Afkastet på aktier måles ved den reciproke price-earnings (E/P), mens afkastet på obligationer måles ved den effektive rente på en obligation med lang løbetid¹. Rationalet bag metoden er, at obligationer og aktier kan betragtes som alternative investeringsobjekter, hvorfor deres afkast på langt sigt bør udvikle sig i samme retning. Hertil kommer ovenstående argument om, at et lavere renteniveau understøtter højere aktiekurser og dermed et lavere E/P. Ifølge metoden er aktier dyre i forhold til obligationer, hvis renteniveauet er højt i forhold til E/P. De to størrelser er sammenholdt i figur 40, hvoraf det fremgår, at aktierne i slutningen af marts 2003 ikke virkede dyre i forhold til obligationer. Aktiekursniveauet var med andre ord understøttet af det lave renteniveau.

En tredje metode til vurdering af aktiekurserne er Tobins q, som sætter markedsværdien af kapital i forhold til, hvad det ville koste at genskaffe kapitalen. En høj værdi af Tobins q indikerer, at markedsværdien, og dermed aktiekursen, er overvurderet, mens lav værdi indikerer, at aktiekursen er undervurderet. I praksis er der en række vanskeligheder forbundet med opgørelsen af Tobins q, og metoden er heller ikke entydig, hvorfor forskellige resultater kan forekomme. Figur 41 viser et ek-

¹ Modellen er baseret på Lander, J., Orphanides, A. og Douvogiannis, M. *Earnings forecasts and the predictability of stock returns: Evidence from trading the S&P*. Federal Reserve Board Working Paper, 1997 – 6. I modellen anvendes et mål for virksomhedernes forventede fremtidige indtjening frem for, som her, den faktiske historiske indtjening.

EKSEMPEL PÅ TOBINS q FOR USA, 1900-2003

Figur 41



Anm.: q-værdien er beregnet som summen af virksomhedernes aktiekapital og nettogæld opgjort til markedsværdi i forhold til de materielle aktiver.

Kilde: www.econ.bbk.ac.uk/faculty/wright/.

sempel på Tobins q for USA, hvor Tobins q de seneste år har ligget på et højt niveau.

De nævnte metoder til vurdering af aktiekurser har forskellige udgangspunkter og giver også forskellige resultater. Mangfoldigheden er med til at understrege, at det i praksis ikke er trivielt at afgøre, om en virksomheds aktiekurs er over- eller undervurderet. De forskellige metoder har dog det til fælles, at de illustrerer, at de faktiske aktiekurser over lange perioder kan afvige fra de teoretiske. I et fremtidigt perspektiv må man derfor også regne med, at de toneangivende aktiekursindeks i perioder kan bevæge sig i retninger, der ikke følger udviklingen i de fundamentale forhold.

EFFEKTERNE PÅ DE FINANSIELLE INSTITUTIONER AF MARKEDS-UDVIKLINGEN

Udviklingen på kapitalmarkederne påvirker pengeinstitutterne direkte via beholdningen af obligationer og aktier. Faldet i renteniveauet har medført kursgevinster på den store obligationsbeholdning, mens de lavere aktiekurser har haft en lille, direkte effekt på pengeinstitutternes indtjening, da den i forvejen relativt lille aktiebeholdning er nedbragt, jf. tabel 3. Kursreguleringen af pengeinstitutternes værdipapirbehold-

DE FINANSIELLE INSTITUTTERS BEHOLDNING AF VÆRDIPAPIRER

Tabel 3

Mia.kr.	Penge- institutter	Pensions- selskaber	Realkredit- institutter
Aktier i alt	94,2	236,8	10,1
Aktier i udenlandske selskaber	24,8	151,2	0,7
Obligationer i alt	417,4	540,0	76,1
Realkreditobligationer	240,3	358,4	53,3 ¹
Udenlandske obligationer	62,0	112,0	-0,7
Balance	2.039,6	921,8	1.721,8

Anm.: Pengeinstitutternes og realkreditinstitutternes beholdninger er opgjort ultimo 2002, undtagen realkreditinstitutternes beholdninger af obligationer, som er opgjort ultimo november 2002. Pensionselskabernes beholdninger er opgjort ultimo 2001. Alle værdipapirer er til markedsværdi.

Kilde: Finanstilsynet for pensionselskaberne og Danmarks Nationalbank for øvrige.

¹ Kun beholdning af egne realkreditobligationer indgår.

ning var samlet set positiv i 2002. Dog var kursreguleringen lavere end i 2001.

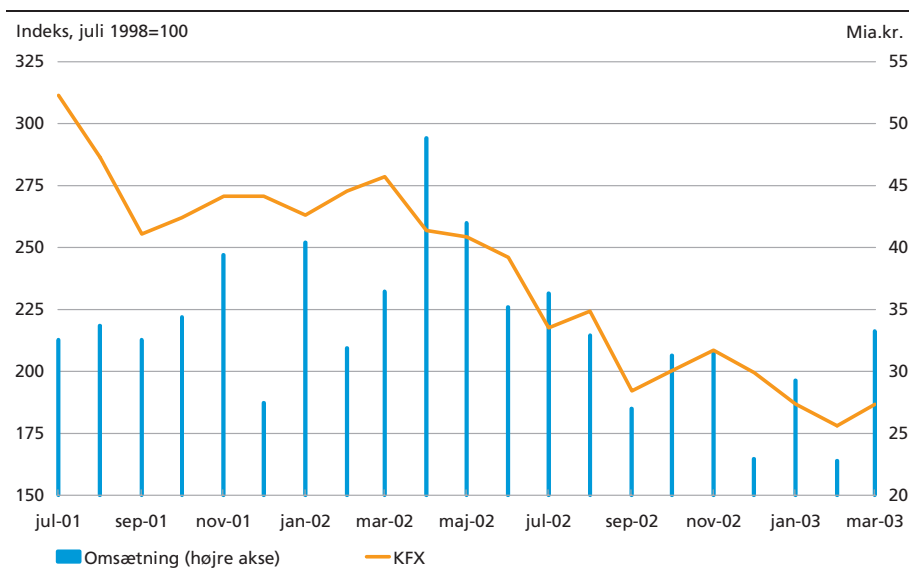
Effekten af markedsudviklingen på pengeinstitutternes indtjening er i højere grad indirekte via de kapitalmarkedsafhængige forretningsområder såsom kapitalforvaltning og investeringsbankaktiviteter.

Den negative udvikling på aktiemarkederne har medført et fald i indtjeningen fra handelsaktiviteter og lavere gebyrindtægter fra aktierelaterede forvaltnings- og rådgivningsaftaler. Aktieomsætningen på Københavns Fondsbørs har været faldende, jf. figur 42.

De største pengeinstitutter, som særligt er aktive inden for investeringsbankaktiviteter, har haft en nedgang på dette område. Emissions-

AKTIEOMSÆTNING OG KURSUDVIKLING PÅ KØBENHAVNS FONDSBØRS, 2001-03

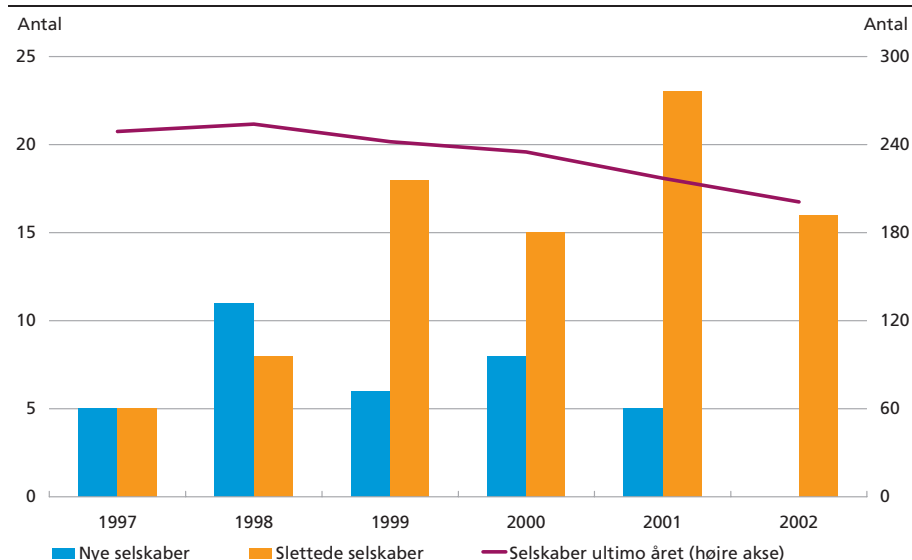
Figur 42



Kilde: Københavns Fondsbørs.

UDVIKLINGEN I ANTAL SELSKABER NOTERET PÅ KØBENHAVNS FONDSBØRS, 1997-2002

Figur 43



Anm.: De slettede selskaber omfatter selskaber, som er fusioneret, overtaget, gået konkurs, eller hvor en aktionær har opkøbt alle aktier.

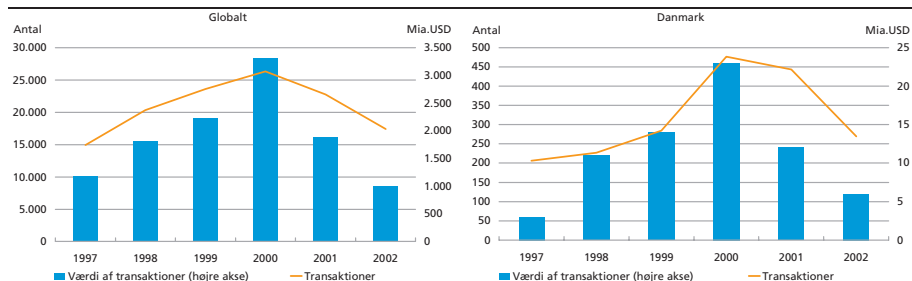
Kilde: Københavns Fondsbørs.

niveauet var lavt i 2002, og der blev for første gang siden 1981 ikke børsnoteret nye selskaber på Københavns Fondsbørs, jf. figur 43. Også internationalt er der sket en nedgang i antallet af nye børsnoterede selskaber, og niveauet for aktieemissioner var lavere i 2002 end i 2001.

Desuden er antallet og værdien af virksomhedsfusioner og overtagelser faldet markant de seneste par år både globalt og i Danmark, jf. figur 44.

VIKSNOMHEDSFUSIONER OG -OVERTAGELSER, GLOBALT OG I DANMARK, 1997-2002

Figur 44



Anm.: Tallene for værdien af fusioner og overtagelser dækker kun en mindre gruppe af fusioner og overtagelser, herunder hovedsageligt handler med større eller børsnoterede virksomheder. Data omfatter både nationale og grænseoverskridende transaktioner.

Kilde: Dealogic 2002.

Temaer i relation til
finansiel stabilitet

Pensionsselskaberne

I de seneste år er situationen for livsforsikringsselskaber og pensionskasser blevet forværret i en række lande. Faldende aktiekurser og lavt renteniveau har betydet, at selskaberne kun vanskeligt har kunnet opnå et afkast, der er tilstrækkeligt til at opfylde de garantier, som er blevet afgivet. Det har tæret på reserveerne og øget presset på selskabernes kapital. Af hensyn til den samfundsøkonomiske udvikling og den finansielle stabilitet er det vigtigt, at der fortsat er tillid til livsforsikringsselskaber og pensionskasser. Påvirkningen af den finansielle stabilitet vurderes at være af indirekte karakter, fx via kapitalmarkederne, via koncernforbindelser med banker og via overførsel af risici ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter.

Danske livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, herefter pensionsselskaber, er underlagt samme regelgrundlag i lov om forsikringsvirksomhed. Alligevel findes der en række forskelle mellem typer af pensionsordninger og pensionsselskaber, der betyder, at der ikke generelt kan opstilles klare sammenligninger mellem pensionsordninger og mellem pensionsselskaber.

Forsikringstagerne har en naturlig interesse i, at gennemsigtheden er så høj som mulig, således at det kan vurderes, om pensionsselskabet administrerer og forrenter pensionsordningen på en effektiv måde i sammenligning med andre pensionsselskaber. Pensionsselskaberne kan fortsat gøre mere for at forbedre gennemsigtheden.

PENSIONSORDNINGER OG PENSIONSSELSKABER

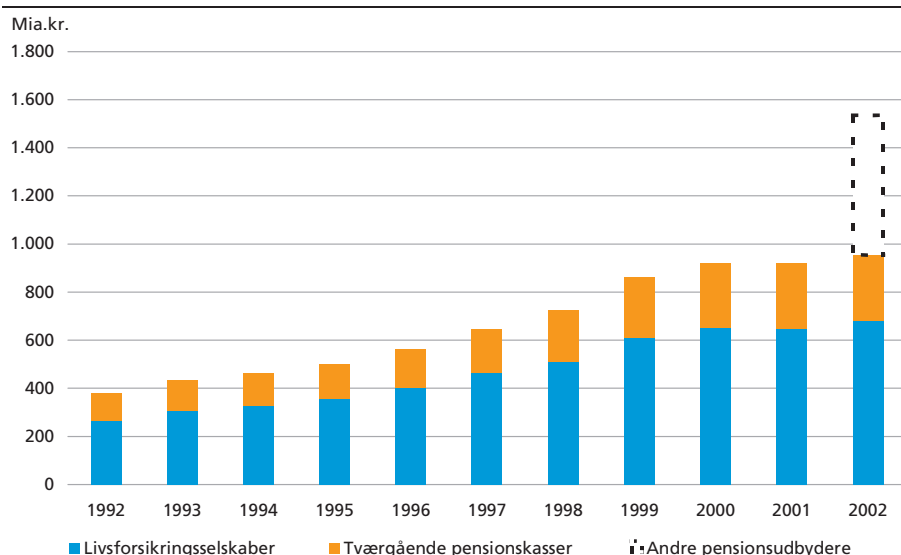
Livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser, herefter pensionsselskaber¹, omfordeler og mindsker forskellige typer risici for forsikringstagerne og spiller en vigtig rolle som forvaltere af langsigtet opsparing. Væksten i pensionsordningerne betyder bl.a., at pensionsselskaberne har voksende indflydelse på kapitalmarkederne. Af figur 45 fremgår det, at balancen i pensionsselskaberne har været markant stigende i løbet af 1990'erne. Samlet udgør pensionsformuen cirka 1.500 mia.kr.² svarende til 110 pct. af BNP.

¹ Ved omtale af regnskabsposter anvendes de betegnelser, der gælder for livsforsikringsselskaber som fællesbetegnelse for pensionsselskaberne.

² Hvad ved du om din pension?, Pensionsmarkedsrådet, april 2002.

UDVIKLINGEN I BALANCESUMMEN I LIVSFORSIKRINGSSKABER OG TVÆRGÅENDE PENSIONS KASSER, 1992-2002, OG DEN SAMLEDE PENSIONSFORMUE

Figur 45



Anm.: Arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber indgår i figuren under livsforsikringsselskaber. Under andre pensionsudbydere indgår bl.a. balancerne for ATP, LD og firmapensionskasserne og pensionsopsparing i pengeinstitutterne. Tal for 2002 er skøn baseret på en række offentliggjorte årsregnskaber.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

Forskellige typer pensionsselskaber

Overordnet betragtet findes der tre typer pensionsselskaber: Livsforsikringsselskaber, arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsselskaber og tværgående pensionskasser. Alle pensionsselskaberne er underlagt lov om forsikringsvirksomhed¹.

Pensionsordningerne indeholder typisk en kombination af opsparings- og forsikringsprodukter. Sammensætningen af de enkelte pensionsordninger afhænger af en række forskellige forhold. Arbejdsmarkeds-pensionsordninger er obligatoriske, mens individuelle pensionsordninger tegnes frivilligt. De fleste pensionsordninger, både arbejdsmarkeds- og individuelle pensionsordninger, er baseret på en garanteret rente, jf. boks 7. Dette indebærer bl.a., at pensionsselskabet har forpligtet sig til at forrente pensionsordningen med mindst en aftalt fast nominel rente i hele ordningens løbetid.

Traditionelle livsforsikringsselskaber er aktieselskaber, der udbyder både arbejdsmarkeds-pensionsordninger og individuelle pensionsordninger. Arbejdsmarkeds-pensionsordninger kan også tegnes i aktieselskaber oprettet specielt til formålet, de såkaldte arbejdsmarkedsrelaterede livsforsikringsaktieselskaber. Et arbejdsmarkedsrelateret livsforsikringsaktie-

¹ Andre pensionsudbydere, fx ATP, LD og firmapensionskasserne, er underlagt særskilte love.

Når en pensionsordning etableres, aftales præmieindbetalingerne fra forsikringstageren, og sammenhængen mellem de indbetalte præmier og de pensions- og forsikringsydelse, som forsikringstageren vil modtage fra pensionsordningen, beregnes. Denne beregning er baseret på en række antagelser om invaliditetsrisiko, dødelighed samt rente- og omkostningsforhold. Den såkaldte grundlagsrente anvendes ved beregning af pensions- og forsikringsydelse. Grundlagsrenten er identisk med den garanterede rente. Forudsætningerne om invaliditetsrisiko, dødelighed, rente og omkostninger skal være baseret på forsigtige forudsætninger, da garantierne kan have meget lang løbetid.

Anvendelsen af forsigtige forudsætninger ved beregningen af pensions- og forsikringsydelse betyder, at der normalt opstår overskud. Overskuddet kan stamme fra forsikringselementerne, investeringsafkastet og omkostningerne. En del af dette overskud udloddes til forsikringstagerne i form af bonus.

Den rente, der tilskrives pensionsordningen i det enkelte år, kaldes depotrenten. Depotrenten følger normalt gennemsnitsrenteprincippet, hvilket indebærer, at alle forsikringstager i det enkelte pensionsselskab, uanset om forsikringstageren har en individuel pensionsordning eller en arbejdsmarkedspensionsordning, får tilskrevet den samme depotrente, samt at den depotrente, som tilskrives, fastsættes med udgangspunkt i pensionsselskabets bonuspolitik og udviklingen i investeringsafkastet over en flerårig periode. Depotrenten er således i princippet uafhængig af investeringsafkastet i det enkelte år. Gennemsnitsrenteprincippet indebærer, at der forsøges foretaget en udjævning af afkastet over tid, hvilket understøtter en stabil og forudsigelig udvikling i pensions- og forsikringsydelse. Udjævningen af afkastet betyder endvidere, at der opstår omfordeling mellem grupper af forsikringstager.

I forbindelse med regnskabsaflæggelsen i pensionsselskaberne beregnes nutidsværdien af livsforsikringshensættelse ved hjælp af en diskonteringsrente. Pensionsselskaberne kan også foretage nutidsværdiberegningen ud fra en nulkuponrentestruktur, som estimeres af pensionsselskabet.

selskab er direkte eller indirekte ejet af forsikringstageres faglige organisationer, evt. i fællesskab med de relevante branchers arbejdsgiverorganisationer, og er etableret som følge af en overenskomstmæssig aftale. Arbejdsmarkedrelaterede livsforsikringsaktieselskaber udbetaler ikke udbytte til ejerne. Tværgående pensionskasser kan, som livsforsikringselskaber, oprette både arbejdsmarkedspensionsordninger og individuelle pensionsordninger. Tværgående pensionskasser er medlemsejede foreninger eller sammenslutninger, hvis medlemmer enten har samme uddannelsesmæssige baggrund eller er ansat inden for den samme branche.

Ejerstrukturen i de forskellige typer pensionsselskaber har indflydelse på, hvem der reelt skal opfylde de afgivne garantier. Såfremt det realiserede resultat ikke kan dække garantierne, kan der trækkes på reserverne og egenkapitalen. Kommer et pensionsselskab i en situation, hvor

reserverne er brugt op, skal egenkapitalen opfylde garantierne. I tilfælde, hvor egenkapitalen ikke kan opfylde garantierne, kan et livsforsikringsselskabs ejere have interesse i at indskyde yderligere kapital i selskabet, fx af hensyn til omdømmet. Det er mere usikkert, hvorledes ejerne af en tværgående pensionskasse vil forholde sig i en sådan situation, da det er medlemmerne selv, via de besluttede overenskomster med de relevante parter på arbejdsmarkedet, der har udstedt garantierne.

Overskudsfordelingen i pensionsselskaberne

De forskellige ejerstrukturer har betydning for overskudsfordelingen i pensionsselskaberne. De fleste pensionsordninger er tegnet med ret til bonus. Beregningen af de garanterede pensions- og forsikringsydelse er baseret på forsigtige antagelser, hvilket indebærer, at der normalt vil opstå overskud, som kan fordeles mellem ejerne og forsikringstagerne.

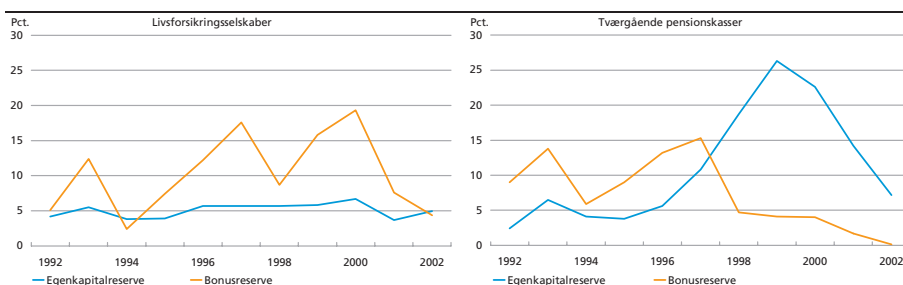
Kontributionsprincippet udstikker rammerne for fordelingen af det realiserede resultat mellem ejere og forsikringstagere og mellem forsikringstagerne indbyrdes. Fordelingen tager udgangspunkt i, hvor meget ejerne og forsikringstagerne har bidraget (kontribueret) til overskuddets dannelse. Kontributionsprincippet anvendes på samme måde ved fordeling af tab mellem ejere og forsikringstagere. En følge af kontributionsprincippet er, at det afkast, der tilfalder egenkapitalen, ikke nødvendigvis er afhængigt af årets resultat og dermed residualt beregnet, som det er tilfældet i alle andre typer selskaber.

I livsforsikringsselskaberne kan ejerne og forsikringstagerne have forskellige interesser med hensyn til overskuddets fordeling. På den ene side vil ejerne være interesserede i, at overskuddet tilskrives egenkapitalen, mens forsikringstagerne på den anden side vil foretrække, at overskuddet tilskrives forsikringstagerne. Ved overskudsfordelingen i en tværgående pensionskasse er medlemmerne både forsikringstagere og ejere.

Pensionsselskaberne skal opstille regler for egenkapitalforrentningen. En gennemgang af en række af disse egenkapitalforrentningsregler viser, at forrentningen af egenkapitalen i et pensionsselskab generelt består af to komponenter. Dels en forrentning som er på højde med det afkast, forsikringstagerne modtager, dels et risikotillæg som skal være rimeligt i forhold til den risiko, der påhviler egenkapitalen. Risikotillægget i tværgående pensionskasser beregnes hovedsageligt som et procenttillæg til det afkast eller den depotrente, som tilskrives til forsikringstagerne. I hovedparten af livsforsikringsselskaberne udgør risikotillægget en andel i forhold til en balancepost, fx livsforsikringshensættelserne. Risikotillægget er således ikke direkte relateret til det aktuelle afkast, der opnås i livsforsikringsselskabet. Denne forskel i beregningen

EGENKAPITALRESERVE OG BONUSRESERVE I HENHOLDSVIS LIVSFORSIKRINGSSKABER OG TVÆRGÅENDE PENSIONSKASSER, 1992-2002

Figur 46



Anm: Tal for 2002 er skøn baseret på en række offentliggjorte årsregnskaber.

Kilde: Årsregnskaber og Finanstilsynet.

af risikotillægget betyder, at afkastet til egenkapitalen i livsforsikringskasser vil være mere stabilt end afkastet til egenkapitalen i de tværgående pensionskasser.

Udviklingen i de to konsolideringsnøgletal, bonusreserve¹ og egenkapitalreserve², kan give en indikation af de forskelle, der er mellem livsforsikringsselskabers og tværgående pensionskassers opbygning af stødpuder. Af figur 46 ses, at i livsforsikringsselskaberne udvikler egenkapitalreserven sig stabilt, mens bonusreserven udviser store udsving. Det indikerer, at livsforsikringsselskaber primært anvender bonusreserven som stødpude. I tværgående pensionskasser er bonusreserven nedbragt til et lavt niveau de seneste år, mens egenkapitalreserven har ligget på forskellige niveauer. Tværgående pensionskasser anvender primært egenkapitalreserven som stødpude.

PENSIONSSKABERNES RISICI, RAMMER OG GENNEMSIGTIGHED

I de senere år har der været en del opmærksomhed omkring forsikringstagernes indflydelse på pensionsordningernes sammensætning og mulighederne for at træffe individuelle valg. En række pensionsselskaber har øget forsikringstagernes indflydelse på investeringssammensætningen, men det er dog fortsat undtagelsen. Fx vil der være stor indbyrdes afhængighed mellem de enkelte forsikringstagere i en obligatorisk arbejdsmarkedspensionsordning, hvilket ikke umiddelbart er foreneligt med helt frie valg, da valgene kan få konsekvenser for de øvrige forsikringstagere i ordningen.

Pensionsordninger kan være ganske svære at gennemskue. Bl.a. derfor er der udstedt en informationsbekendtgørelse, som pålægger pensions-

¹ Bonusreserven udtrykker de ufordelte reserver i forhold til livsforsikringshensættelserne.

² Egenkapitalreserven er overdækningen i egenkapitalen i forhold til livsforsikringshensættelserne.

Aktiverne i et pensionsselskab består primært af ejendomme, aktier og obligationer. Disse aktivtyper er behæftet med markeds- og kreditrisici. Den del af pensionsselskabernes investeringer, der dækker forpligtelserne over for forsikringstagerne, er underlagt investeringsregler, hvor der opstilles kvantitative grænser for investering i forskellige aktivkategorier. Herudover er der opstillet kongruensregler, der sætter grænser for det mismatch, der måtte være mellem aktivernes og passivernes valutadenominering. I 2001 blev der i forbindelse med indførelsen af det fleksible aktieloft opstillet to risikoscenarier, som anvendes til belysning af, om sammenhængen mellem investeringsrisikoen og kapitalgrundlaget giver betryggende sikkerhed for, at pensionsselskaberne til enhver tid kan opfylde forpligtelserne over for forsikringstagerne, jf. boks 9.

Pensionsselskabernes risici på passiverne består for det første af risikoen for, at de forsikringsmæssige forudsætninger om invaliditet og dødelighed ikke er i overensstemmelse med de faktiske invaliditetsrater og dødeligheden blandt pensionsselskabets forsikringstager. Fx skal der hensættes yderligere til alderspension, såfremt levetiden blandt forsikringstagerne forventes at blive længere end først forudsat. For det andet af den renterisiko, som opstår, når pensionsselskaberne garanterer en fast nominal forrentning til forsikringstagerne mange år ud i fremtiden. Garantiernes lange løbetid betyder, at værdiansættelsen af hensættelserne til forpligtelser vil være følsom over for ændringer i renteniveauet.

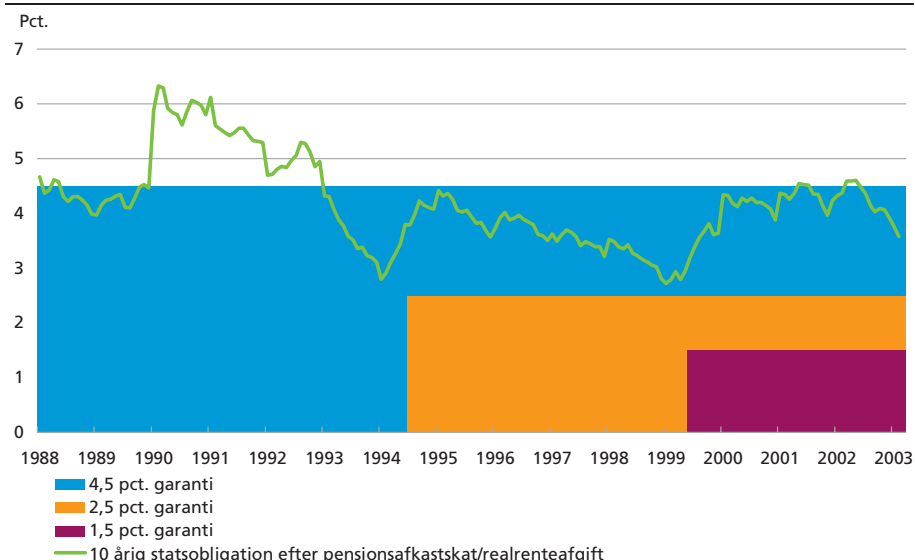
selskaberne at informere forsikringstagerne fyldestgørende i forhold til deres rettigheder og pligter. Informationsbekendtgørelsen knytter sig til den enkelte aftale, men forholder sig ikke til de rammer, som pensionsselskaberne i øvrigt er underlagt.

Garanteret rente og renterisiko

Den maksimale garanterede rente efter skat, grundlagsrenten, som pensionsselskaberne må anvende ved beregning af pensions- og forsikringsydelser, blev i forbindelse med fastlæggelsen af det fælles tekniske grundlag i 1982 aftalt til 4,5 pct.¹ Frem til midten af 1994 anvendte pensionsselskaberne grundlagsrenten på 4,5 pct., hvorefter Finanstilsynet nedsatte den til 2,5 pct. I 1999 blev grundlagsrenten yderligere sænket til 1,5 pct. Grundlagsrenten gælder hele pensionsordningens løbetid, så de aftaler, der blev indgået indtil midten af 1994, bærer fortsat en garanteret rente på 4,5 pct. Der er tale om maksimale garanterede renter, og pensionsselskaberne har frit kunnet vælge at oprette pensionsordninger baseret på lavere garanterede renter eller helt uden garantier. I figur 47 er udviklingen i de maksimale grundlagsrenter sammenstillet med den gennemsnitlige effektive rente på en 10-årig statsobligation efter pensionsafkastskat.

¹ Se Charlotte Møller, Tilsynet med risikostyring i livsforsikringselskaber og pensionskasser, *Finans/Invest* 8/01.

MAKSIMALE GRUNDLAGSRENTER OG DEN EFFEKTIVE RENTE PÅ EN 10-ÅRIG
STATSOBLIGATION EFTER PENSIONSFAKASTSKAT/REALRENTEAFGIFT, 1988-2003 Figur 47



Anm.: Pensionsafkastbeskatningsloven afløste realrenteafgiftsloven fra og med 2000. De maksimale grundlagsrenter er vist efter fradrag af omkostnings- og sikkerhedstillæg, som typisk er på 0,5 procentpoint.

Kilde: Finanstilsynet, Skatteministeriet og Danmarks Nationalbank.

Som det ses af figuren, har den effektive rente på 10-årige statsobligationer, der illustrerer det risikofri afkast, ikke kunnet dække pensionselskabernes afgivne garantier på 4,5 pct. i store dele af perioden siden 1988¹. Det faldende renteniveau i perioden har endvidere skærpet behovet for yderligere hensættelser til forpligtelser. Dette sammenholdt med udviklingen på aktiemarkederne de seneste år har ført til, at pensionselskaberne har måttet tære på reserverne og egenkapitalen.

Nedsættelsen af den maksimale grundlagsrente har betydet, at mange pensionsselskaber har pensionsordninger med forskellige garanterede renter. I forbindelse med forskelle mellem garanterede renter kan der opstå interessekonflikter mellem de forskellige grupper af forsikringstagere. Gruppen af forsikringstagere med lave garanterede renter kan nemlig i princippet indgå i investeringer med højere risiko end gruppen med høje garantier². Fx vil de høje garantier i en situation med forholdsvis lave markedsrenter anspore til investering i obligationer frem for aktier, som er mere risikofylde, for fortsat at sikre opfyldelse af garantien.

¹ Den faktiske effektive rente efter skat har været højere i pensionsselskaberne, bl.a. på grund af overgangsfradraget, som blev indført i forbindelse med realrenteafgiften.

² Der må ikke ske systematisk omfordeling af betydelig økonomisk størrelse mellem forsikringerne i henhold til kontributionsbekendtgørelsen, jf. bek. om kontributionsprincippet af 30.01.2003.

Det skønnes, at omtrent 2/3 af pensionselskabernes forpligtelser er baseret på den høje grundlagsrente på 4,5 pct. Volumen i pensionsordninger, der er baseret på 4,5 pct. garantier, øges fortsat som følge af den løbende forrentning og indbetaling. I starten af 1980'erne var renteniveauet betydeligt højere, end det er tilfældet nu. Den garanterede rente var langt lavere end renteniveauet og havde dermed dengang formentlig mere karakter af at være en beregningsforudsætning, der skulle bruges til at illustrere opsparingsforløbet for forsikringstagerne, ud over at skulle bruges ved pensionselskabernes interne fordeling. Udviklingen i renteniveau og skatteregler har imidlertid bevirket, at det nu er en større udfordring for pensionselskaberne at opfylde garantierne. Det er således ikke problemfrit at stille garantier mange år i ud fremtiden.

Det øgede fokus på pensionselskabernes risici sammenholdt med markedsudviklingen siden 2000 har betydet, at pensionselskaberne har iværksat en række tiltag for at afdække risici. På aktivsiden er aktiebeholdningerne nedbragt med henblik på at mindske tabene ved yderligere aktiekursfald og skabe mere symmetri mellem aktiver og passiver. Pensionselskabernes forpligtelser er imidlertid mere rentefølsomme end obligationerne ved rentefald, hvilket indebærer, at kursgevinster på obligationerne ikke kan dække det øgede behov for hensættelser til forpligtelserne. Renterisikoen kan således ikke alene afdækkes ved placering i obligationer på grund af varighedsmismatchet.

Mange pensionselskaber har i de senere år afdækket renterisikoen, helt eller delvist, ved hjælp af afledte finansielle instrumenter. Oplysningerne om anvendelsen af afledte finansielle instrumenter er meget forskelligartede i de aflagte regnskaber, hvorfor der ikke kan gives et entydigt billede af omfanget. Det ville være naturligt i regnskaberne at give klare og gennemskuelige oplysninger om omfanget af afdækningen med afledte finansielle instrumenter. Flere pensionselskaber anvender også afledte finansielle instrumenter til afdækning af andre typer risici, fx risikoen for aktiekursfald og udsving i valutakurser.

Nogle pensionselskaber har overvejet at opdele forsikringsbestanden i delbestande efter størrelsen af de afgivne garantier. For de enkelte delbestande kan der så tilrettelægges en investeringspolitik, som er i overensstemmelse med de afgivne garantier.

Herudover har flere pensionselskaber indført betingede tilskrivninger af depotrenten, som vil kunne tages tilbage igen, såfremt fx investeringsafkastet er mindre end forventet. På den ene side kan betingede tilskrivninger være med til at sikre en hensigtsmæssig fordeling mellem generationer. På den anden side gør anvendelsen af betingede tilskrivninger det vanskeligt for forsikringstagerne at gennemskue, hvad de egentlig har fået tilskrevet.

FORENKLET BALANCEOPSTILLING FOR PENSIONSSKABER		Tabel 4
AKTIVER	PASSIVER	
Grunde og bygninger	Egenkapital	
Obligationer	Kollektivt bonuspotentiale	
	Livsforsikringshensættelser	
	Garanterede ydelser	
Aktier	Bonuspotentiale på fremtidige præmier	
	Bonuspotentiale på fripolicydelser	

De nævnte tiltag vil øge pensionsselskabernes muligheder for at leve op til de afgivne garantier. Risikoen i forbindelse med de afgivne garantier kan således minimeres, men generelt har pensionsselskaberne kun begrænsede muligheder for at ændre vilkårene på allerede oprettede pensionsordninger.

For nye pensionsordninger er der imidlertid større udviklingsmuligheder, og flere pensionsselskaber har allerede introduceret nye pensionsprodukter, som fx pensionsordninger baseret på nulrentegarantier eller unit-link ordninger. Overordnet betragtet skønnes de nyudviklede ordninger at give pensionsselskaberne større handlefrihed.

Regnskaber til markedsværdi og nøgletal

Fra 1. januar 2002 kunne pensionsselskaberne overgå til regnskaber baseret på markedsværdier, og dette er blevet obligatorisk fra 1. januar 2003. En række pensionsselskaber har i løbet af 2002 udnyttet denne mulighed, og de første årsregnskaber baseret på markedsværdier er blevet offentliggjort i dette forår. Balancens hovedposter i pensionsselskaberne er forenklet gengivet i tabel 4.

På aktivsiden indebærer de nye regler, at værdien af obligationer fremover skal værdiansættes til markedsværdi. Markedsværdiansættelsen af obligationer er problemfri. Øvrige aktivtyper, fx grunde og bygninger og aktier, er også tidligere blevet opgjort til markedsværdier.

Tilsvarende skal værdien af passiverne, herunder de forsikringsmæssige hensættelser, opgøres til markedsværdi. Som noget nyt opdeles livsforsikringshensættelserne i tre underposter: Garanterede ydelser, bonuspotentiale på fremtidige præmier og bonuspotentiale på fripolicydelser. Garanterede ydelser omfatter de forpligtelser til at betale ydelser, der er garanteret forsikringstagerne. Bonuspotentiale på fremtidige præmier knytter sig til de fremtidige præmier og bonuspotentiale på fripolicydelser knytter sig til allerede indbetalte præmier. Sammenhængen mellem livsforsikringshensættelsernes tre underposter kan forsimplet beskrives således, at hvis diskonteringsrenten er lig med den garanterede rente, vil bonuspotentialerne være lig 0, og de garanterede

ydelse være lig livsforsikringshensættelserne. Såfremt diskonteringsrenten er større end den garanterede rente, vil der være bonuspotentialer i form af bonuspotentiale på fremtidige præmier og/eller bonuspotentiale på fripolicydelser. Fordelingen mellem bonuspotentiale på fremtidige præmier og bonuspotentiale på fripolicydelser afhænger bl.a. af, om der er tale om en nyere eller en ældre pensionsordning.

Bonuspotentialet på fripolicydelser medgår som noget nyt i pensionselskabernes reserver og kan anvendes til at modregne tab på aktiverne, hvis det kollektive bonuspotentiale ikke er tilstrækkeligt til at dække forsikringstagernes andel af et evt. tab. Værdien af de garanterede ydelser vil løbende blive påvirket af renteændringer. Ved fald i renten vil værdien af de garanterede ydelser stige, og bonuspotentialet på fripolicydelser, og dermed evnen til at modstå tab på aktiverne, vil som illustreret ovenfor falde og omvendt ved rentestigninger.

Kollektivt bonuspotentiale er forsikringstagernes kollektive ufordelte reserver mod udsving i aktivernes værdi og negativ udvikling i forsikringsrisici og omkostninger. Såfremt det kollektive bonuspotentiale overskrider, hvad der skønnes nødvendigt for at imødegå en ugunstig udvikling, skal der foretages fordeling til forsikringstagerne individuelt.

Pensionsselskabers regnskaber til markedsværdi afspejler i højere grad de økonomiske risici, som pensionsselskaberne står overfor. Opdelingen af livsforsikringshensættelserne giver endvidere et mere klart billede af pensionsselskabets risikoprofil end hidtil. Fx vil en pensionsordning med en lav garanteret rente have et større bonuspotentiale på fripolicydelser end en ellers tilsvarende pensionsordning med en højere garanteret rente. Markedsværdiopgørelsen vil afsløre forskellen i risikoprofil mellem to pensionsordninger med forskellige garanterede renter. På denne baggrund vil regnskaber baseret på markedsværdier være mere gennemsigtige end de hidtidige aflagte regnskaber. Indførelsen af bonuspotentialet på fripolicydelser har samtidig betydet, at mange pensionselskaber har fået en ekstra reserve mod tab, skabt ved den regnskabs-tekniske opdeling af livsforsikringshensættelserne, og således ikke ved forøgelse af kapitalgrundlaget. Den ekstra reserve vil betyde, at der går længere tid, inden et pensionsselskab kommer i problemer, men reserven vil ikke fjerne de bagvedliggende risici. På den anden side er der ikke tvivl om, at regnskaber baseret på markedsværdier vil udvise større udsving, hvilket vil øge kravet til størrelsen af pensionsselskabernes reserver og kapitalgrundlag.

Som nævnt er forrentningen af egenkapitalen ikke nødvendigvis residualbestemt, som det er tilfældet i andre selskaber. Såfremt egenkapitalen, på grund af for lavt realiseret resultat, ikke har modtaget den forrentning, som er fastsat i pensionsselskabets overskudspolitik, vil

egenkapitalens krav på forrentning kunne bogføres på en såkaldt skyggekonto. Skyggekontoen er et udtryk for egenkapitalens krav på de fremtidige positive realiserede resultater, som ligger ud over den foreskrevne forrentning i pensionsselskabets overskudspolitik. Skyggekontoen fremgår ikke af pensionsselskabernes balance, men størrelsen af det beløb, som senere forventes at kunne tilføres egenkapitalen, skal oplyses. Hovedparten af pensionsselskaberne anvender skyggekonti. Anvendelse af skyggekonti betyder, at egenkapitalens forrentning, set over flere år, ikke påvirkes af lave realiserede resultater i enkelte år. Skyggekontoen vil således være med til at udjævne konsekvenserne af markedsudsving uanset den valgte overskudspolitik. På den anden side mindsker anvendelsen af skyggekonti gennemsigtigheden i pensionsselskabernes årsregnskaber, da egenkapitalens krav ikke fremgår af balancen.

I tillæg til regnskaberne offentliggør pensionsselskaberne en række nøgletal, som er beregnet på standardiseret basis. Nøgletallene blev indført i 1995, og de har været med til at give forsikringstagerne et bedre indblik i afkast-, omkostnings-, og konsolideringsforholdene i pensionsselskaberne. Der er kun foretaget mindre ændringer af nøgletallene ved overgangen til markedsværdier, men der arbejdes i øjeblikket på en egentlig revision af nøgletalsystemet for pensionsselskaberne, herunder nøgletal for egenkapitalens og forsikringstageres forrentning. Det er umiddelbart vurderingen, at nye nøgletal vil være med til at øge gennemsigtigheden og sammenligneligheden mellem pensionsselskaberne.

Risikoscenarier

I 2001 trådte det fleksible aktieloft i kraft. Det betyder, at pensionsselskaberne kan placere op til 70 pct. af de aktiver, der dækker forpligtelserne over for forsikringstagerne, i aktier og ikke-guldrandede aktiver. I forbindelse med indførelsen af det fleksible aktieloft blev det præciseret, at pensionsselskaberne skal tilrettelægge investeringerne således, at de til enhver tid kan opfylde forpligtelserne over for forsikringstagerne. Ved vurdering af pensionsselskabernes investeringsrisici i forhold til kapitalgrundlaget og forpligtelserne over for forsikringstagerne anvendes to simple risikoscenarier, populært kaldet det gule og det røde lys, jf. boks 9, hvor også effekten af risikoscenarierne er forsøgt beregnet.

Anvendelse af risikoscenarierne har udvidet Finanstilsynets muligheder for at følge op og gribe ind over for et pensionsselskab på et tidligere tidspunkt, og inden mulige problemer udvikler sig til en egentlig solvensmæssig krise. Der er intet krav om, at pensionsselskaberne skal of-

fentliggøre effekterne af de røde og gule risikoscenarier. Nogle få pensionsselskaber er dog begyndt at offentliggøre disse oplysninger løbende, og det er umiddelbart vurderingen, at netop denne type risikooplysninger kan medvirke til øget gennemsigtighed og herved give forsikringstagerne bedre indsigt i, hvor robuste pensionsselskaberne er.

BEREGNEDE RISIKOSCENARIER

Boks 9

Risikoscenarier

Risikoscenarierne har til formål at belyse, om der er en hensigtsmæssig sammenhæng mellem pensionsselskabernes investeringsrisici, kapitalgrundlag og forpligtelser. Risikoscenarierne kaldes populært trafiklys, og der er et gult og et rødt risikoscenario.

I det gule scenario forudsættes en renteændring på 1 procentpoint i den mest tabsgivende retning, et aktiekursfald på 30 pct., et ejendomsværdifald på 12 pct. samt tab i forbindelse med kredit-, modparts- og valutakursrisiko. I det røde scenario forudsættes en renteændring på 0,7 procentpoint i den mest tabsgivende retning, et aktiekursfald på 12 pct., et ejendomsværdifald på 8 pct. samt tab i forbindelse med kredit-, modparts- og valutakursrisiko.

Effekterne af de enkelte risikofaktorer i risikoscenarierne er forsøgt beregnet for nogle pensionsselskaber, som har aflagt regnskab på nuværende tidspunkt, for at indikere, hvordan pensionsselskabernes robusthed under et har udviklet sig mellem 2001 og 2002. Det skal bemærkes, at beregningen ikke tager hensyn til pensionsselskabernes afdækning af risici ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter, idet afdækningsomfanget ikke på ensartet grundlag fremgår af regnskaberne. Hovedparten af pensionsselskaber anvender afledte finansielle instrumenter til afdækning af risici. Forudsætningerne betyder, at risikoscenarierne generelt ikke vil ramme pensionsselskaberne så hårdt, som beregningen viser, såfremt markedsudviklingen bliver som forudsat.

De opstillede antagelser medfører, at der ikke kan gives klare og entydige konklusioner, men det skønnes imidlertid, at beregningerne kan give en indikation af udviklingstendenserne i pensionsselskabernes kapital- og risikoforhold.

Det er beregnet, at pensionsselskaberne samlet set ikke kunne klare det gule risikoscenario ultimo 2001, da den samlede risiko i det gule scenario oversteg den samlede økonomiske stødpude. Ultimo 2002 er det beregnet, at pensionsselskaberne kunne klare både det gule og det røde risikoscenario. En væsentlig forklaring på, at pensionsselskaberne kommer til at se mere robuste ud ultimo 2002, er, at pensionsselskaberne har fået en ekstra stødpude i form af bonuspotentiale på fripolicydelser. Tabellen viser endvidere, at pensionsselskabernes nedbringelse af aktieandelen har nedbragt risikoen for tab som følge af aktiekursfald markant. Herudover ses det, at kollektivt bonuspotentiale omtrent er halveret mellem 2001 og 2002, hvilket har indflydelse på den fremtidige mulighed for bonus.

Fortsættes

FORTSAT

Boks 9

BEREGNEDE EFFEKTER AF DET GULE OG RØDE RISIKOSCENARIO OG
DEN SAMLEDE ØKONOMISKE STØDPUDE, ULTIMO 2001 OG 2002

Mia.kr.	2001		2002	
Risikoscenario	Gult	Rødt	Gult	Rødt
Renterisiko - netto	47	33	47	33
Aktiekursfald	48	19	26	10
Ejendomsprisfald	6	4	7	4
Kredit-, og valutakursrisiko	3	3	3	3
Samlet risiko	104	59	83	50
Korrigeret basiskapital	49	49	44	44
Kollektivt bonuspotentiale	26	26	14	14
Bonuspotentiale på fripolicydelser	0	0	41	41
Samlet økonomisk stødpude	75	75	99	99

¹ Kilde: Årsregnskaber.**Beregningsforudsætninger**

Den korrigerede basiskapital er beregnet som basiskapitalen fratrullet solvensmargenkravet efter fradrag på 3 pct. af livsforsikringshensættelserne. Der er ikke taget stilling til fordelingen af tab mellem basiskapital, kollektivt bonuspotentiale og bonuspotentiale på fripolicydelser.

Ved beregningen af effekterne i henholdsvis det gule og røde risikoscenario er der anvendt følgende antagelser:

- Der er ikke taget højde for afdækning med finansielle instrumenter
- Der er ikke taget højde for ændringer i et evt. skatteaktivs værdi
- Der tages udgangspunkt i livsforsikringshensættelser ved beregning af renterisikoen
- Varigheden af hensættelserne antages at være 12
- Varigheden af hele obligationsbeholdningen antages at være 5, og der er ikke taget højde for konveksitet
- Der er kun regnet på rentefald
- 50 pct. af obligationsbeholdningen antages at være forbundet med kreditrisiko
- Der er ikke taget højde for modpartsrisiko.

Valutakursrisikoen af beholdningerne i fremmed valuta forudsættes at være fordelt med 75 pct. i EUR og 25 pct. i USD.

Grænseoverskridende koncerner

Udviklingen i den finansielle sektor går i retning af stadig større enheder, der går på tværs af de traditionelle brancheopdelinger og på tværs af landegrænser. Det øger kravene til ledelsen af de pågældende koncerner og til myndighederne i de berørte lande, herunder til samarbejdet mellem myndighederne.

Lovgivningen på området, herunder EU-lovgivningen, fastlægger ansvarsfordelingen for ledelsen inden for en koncern og for myndighederne afhængigt af den valgte selskabsstruktur. Ansvarsfordelingen er et vigtigt led i reguleringen af den enkelte finansielle koncern og dermed i sikringen af den finansielle stabilitet

Den finansielle sektor i Danmark har gennem de seneste 15 år været karakteriseret ved dannelse af stadig større enheder gennem fusioner og opkøb. På bankområdet har de fem største banker i dag en markedsandel på 81 pct. mod 55 pct. i 1989. Fusionerne har endvidere krydset de traditionelle brancheopdelinger, således at de store bankkoncerner i dag også ejer fx realkreditinstitutter og forsikringsselskaber. Herudover har der været en række fusioner og opkøb over landegrænser. Specielt i perioden omkring og efter årtusindskiftet har dannelsen af et fælles nordisk bankmarked været i fokus.

Tendensen til dannelse af større enheder og grænseoverskridende aktivitet inden for den finansielle sektor ses også i de fleste andre lande inden for EU og i Norden. Grundlaget for denne udvikling har været den finansielle deregulering samt muligheden for og retten til inden for EU/EØS-området at udøve grænseoverskridende virksomhed. Incitamenterne kan være mange, men er samlet set et udtryk for en skærpelse af konkurrencen mellem de forskellige brancher, hvor der i stigende grad konkurreres om de samme kunder. Hertil kommer udnyttelse af synergi-effekter i produktionen af forskellige finansielle produkter.

Finansielle koncerner, der går på tværs af branchegrænser og landegrænser, stiller øgede krav til regulering og tilsyn. Koncernerne skal reguleringsmæssigt have plads til at udøve virksomhed og udnytte de stordriftsfordele, der måtte være. Omvendt skal tilsynsmyndighederne kunne skabe et overblik over koncernerne, herunder placeringen af risici inden for koncernerne. I den forbindelse stilles der store krav til samarbejdet mellem myndigheder på tværs af landegrænser.

FUSIONER OG OPKØB BLANDT FINANSIELLE VIRKSOMHEDER I EU OG NORDEN, 1997-2002

Tabel 5

Antal transaktioner	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<i>Alle</i>	56	102	80	153	181	166
<i>Nationale</i>						
Mindst en part er bank	13	43	34	58	54	41
Heraf på tværs af brancher.....	6	9	11	20	22	17
<i>Over landegrænser</i>						
Mindst en part er bank	9	10	12	22	17	11
Heraf på tværs af brancher	7	5	4	13	10	9

Anm.: Transaktioner omfatter fusioner og opkøb af kapitalandele. Fusioner og opkøb tæller med i det enkelte år på basis af transaktionens annonceringstidspunkt. Fusioner og opkøb på tværs af brancher er inklusiv transaktioner, hvor den ene part i forvejen omfatter aktivitet, der går på tværs af finansielle brancher.

Kilde: Zephyr, Bureau van Dijk.

Ledelsen af grænseoverskridende koncerner er tilsvarende stillet over for øgede krav. Hvad der forretningsmæssigt er mest hensigtsmæssigt skal samtidig være foreneligt med overholdelse af krav fra lovgivning og myndigheder i de enkelte lande.

Fusioner og opkøb inden for EU

Af tabel 5 fremgår antallet af fusioner og opkøb inden for EU og Norden de seneste seks år. Der har været en klart stigende tendens.

Konsolidering i banksektoren har typisk været karakteriseret ved at være rene bankfusioner og har primært fundet sted på nationalt plan. Mere end 70 pct. af de fusioner og opkøb, der i 1990'erne omfattede banker inden for EU, fandt sted fra 1998 og frem.

Fusioner og opkøb inden for den finansielle sektor er ofte begrundet med stordriftsfordele og fordelene ved samdrift og integration af forskellige forretningsområder.

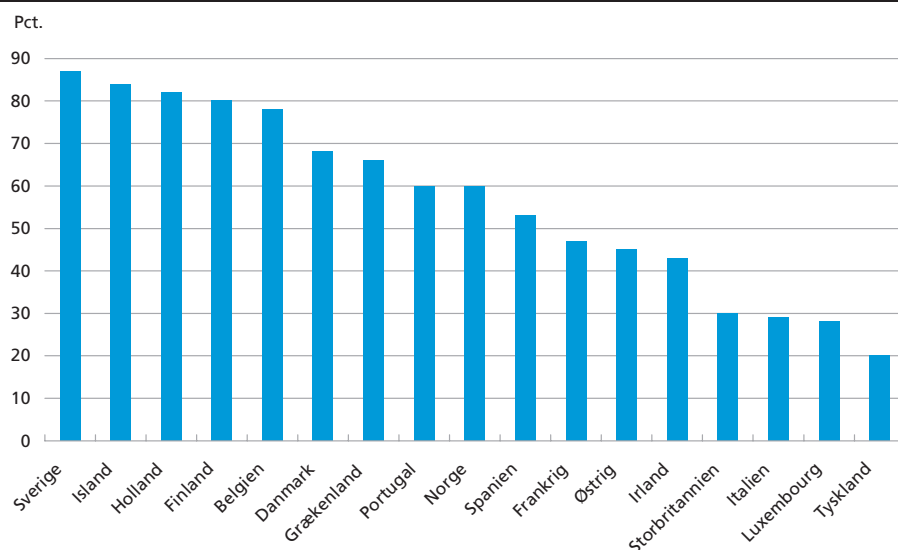
Potentialet for at høste stordriftsfordele gennem bankfusioner inden for landegrænser synes i nogen udstrækning at være udtømt. Det gælder specielt de største banker, jf. den høje koncentration i en række EU-lande, som fremgår af figur 48.

Stordriftsfordele på tværs af landegrænser omfatter eksempelvis sammenlægning af fællesfunktioner (fx kapital- og risikostyring) samt udvikling og drift af informationsteknologi og forretningskoncepter på fælles platform (fx e-banking). Der er naturligvis særlige udfordringer forbundet med at arbejde på tværs af forskellige sprog mv., men IT-udviklingen har medført, at mange af bankernes systemer kan operere og udvikles fleksibelt på tværs af sprog.

Fusioner og opkøb på tværs af landegrænser kan også ses som et middel til diversifikation af risici. Samtidig kan det forretningsmæssige rati-

DE FEM STØRSTE KREDITINSTITUTTERS ANDEL AF DE SAMLEDE AKTIVER,
2001

Figur 48



Anm.: Målet angiver aktiverne for de 5 største kreditinstitutter i forhold til de samlede aktiver for kreditinstitutter. Målet kan adskille sig fra det samme mål opgjort på baggrund af pengeinstitutter, fx for Danmark. Kreditinstitutter i Danmark omfatter ud over pengeinstitutter også realkreditinstitutter og andre specialiserede kreditinstitutter.

Kilde: ECB og nationale centralbanker.

onale for etablering over landegrænser være begrundet i et behov for at følge med kunderne til udlandet i takt med en tendens til øget internationalisering af erhvervslivet samt ønsker fra kunder i tredjelande om bred regional repræsentation.

Endelig er fusionsaktiviteten på tværs af finansielle brancher et udtryk for en udviskning af grænserne mellem finansielle tjenesteydelser.

Hovedprincipper bag reguleringen af finansielle virksomheder

Finansielle virksomheder har traditionelt været under myndighedernes tilsyn og underlagt en omfattende lovgivning. I forsikringsselskaber er det den forsikredes mulighed for at kunne få et krav dækket, hvis en forsikringsbegivenhed indtræffer, som er sigtet med reguleringen. For pengeinstitutter er det især hensynet til indskyderne, der skal kunne være sikre på at have rådighed over de midler, som er betroet pengeinstitutterne. Også låntagere har interesse i pengeinstitutternes fortsatte drift. Hvis et lån opsiges i utide på grund af et pengeinstituts konkurs, kan det være vanskeligt med kort varsel at finde en ny finansieringskilde uden store omkostninger.

Reguleringen medvirker til at sikre den finansielle stabilitet. Problemer i en finansiell virksomhed kan få afsmittende virkninger på andre finan-

sielle virksomheder og i sidste ende for hele den finansielle sektor, hvilket igen vil kunne påvirke samfundsøkonomien negativt.

Reguleringen af finansielle virksomheder er som udgangspunkt baseret på tre grundpiller. For det første er der fastsat grænser for institutternes passiver i form af kapitalkrav. Dernæst er der fastsat begrænsninger for muligheden for at påtage risici på aktivsiden ved fastsættelse af placeringsregler. Endelig har tilsynsmyndighederne mulighed for at pålægge sanktioner i tilfælde af manglende overholdelse af reglerne og i yderste konsekvens i praksis overtage kontrollen med instituttet.

Kombinationen af kapitalkrav, placeringsregler og kontrolskift til tilsynsmyndigheden i tilfælde af overtrædelser af lovgivningen er ens i reguleringen af pengeinstitutter, investeringsselskaber og forsikringsselskaber. Herudover er der forskellige særlige karakteristika for de enkelte branchers aktiviteter og som følge heraf også forskelle i reguleringen. Pengeinstitutters primære opgave er at påtage sig kreditrisici, investeringsselskabers at påtage sig markedsrisici og forsikringsselskabers at påtage sig forsikringsrisici. Fastsættelse af kapitalkrav for de enkelte instituttyper afspejler således de forskellige former for risici.

Når en finansiell virksomhed indgår i et konglomerat, dvs. en koncern der omfatter såvel bank- som forsikringsvirksomhed, er det vigtigt at sikre, at konglomeratdannelsen ikke mindsker effekten af regler fastsat for de enkelte brancher og dermed de enkelte selskaber eller skaber nye problemer. En finansiell virksomhed, der indgår i et finansielt konglomerat, kan, ud over de almindelige risici i finansielle virksomheder, også eksponeres over for risici forårsaget af koncernrelationerne, jf. boks 10.

Risici forbundet med koncerner, der går over landegrænser, er grundlæggende de samme som for koncerner i de enkelte lande. Det forhold, at aktiviteterne krydser landegrænser, vil dog i sig selv forøge komplika-

KONCERNRISICI

Boks 10

Dobbeltgearing: Risici såfremt den samme kapital kan anvendes til at opfylde kapitalkrav i flere selskaber inden for en koncern.

Koncerninterne transaktioner: Muligheden for at overføre midler mellem selskaber i en koncern, hvor pris og vilkår ikke svarer til markeds-mæssige vilkår.

Uigennemsigthed: Risici som følge af at komplicerede koncernstrukturer kan vanskeliggøre mulighederne for at vurdere de økonomiske forhold i koncernen.

Smittefare: Risiko for at problemer ét sted i koncernen breder sig til andre finansielle selskaber under tilsyn inden for samme koncern.

Selskabernes selvstændighed: Det enkelte finansielle selskab under tilsyn i en koncern kan blive påført en risiko, det ellers ikke ville have påtaget sig som følge af moderselskabets/koncernens indflydelse på beslutningerne i selskabet.

tionsgraden og stille krav til samarbejde mellem myndighederne på tværs af landegrænser.

Reguleringen af finansielle koncerner og konglomerater inden for EU

Det er først og fremmest EU-reguleringen, der sætter rammerne for grænseoverskridende finansiell virksomhed. Hovedsigtet er det indre marked for finansielle tjenesteydelser, som skal sikre, at udenlandske finansielle virksomheder ikke diskrimineres på de nationale markeder. Reguleringen af finansielle virksomheder tager inden for EU, som i de nationale lovgivninger, udgangspunkt i det enkelte finansielle selskab. Det er ikke muligt inden for den samme juridiske enhed at udøve både pengeinstitutvirksomhed og forsikringsvirksomhed. På EU-plan reguleres disse virksomheder hver for sig af direktiver for henholdsvis forsikring¹ og bankvirksomhed². Herudover reguleres bankkoncerner af et direktiv om tilsyn med kreditinstitutter på konsolideret grundlag³ og forsikringskoncerner af forsikringsgruppedirektivet⁴.

Forsikringsgruppedirektivet giver tilsynsmyndigheden mulighed for at foretage såkaldt supplerende tilsyn, hvis et selskab indgår i en gruppe, fx på tværs af landegrænser. Det supplerende tilsyn består primært i at beregne en såkaldt korrigeret solvens, som bl.a. skal hindre dobbeltgearing, jf. boks 10, samt i at modtage oplysninger fra de øvrige selskaber i koncernen.

Direktiv om tilsyn med kreditinstitutter på et konsolideret grundlag omhandler tilsyn med koncerner, hvor der indgår flere kreditinstitutter, herunder på tværs af landegrænser. Den kompetente tilsynsmyndighed er moderselskabets tilsynsmyndighed, hvis dette selskab er et kreditinstitut. Denne tilsynsmyndighed er ansvarlig for det konsoliderede tilsyn og skal med henblik herpå forlange en fuldstændig konsolidering af koncernen. Følgende skal opgøres/beregnes på et konsolideret grundlag: Solvens, kapitalkrav til markedsrisici og kontrol med store engagementer. Det skal endvidere sikres, at der er betryggende interne kontrolprocedurer, der sikrer fremlæggelse af oplysninger til brug for det konsoliderede tilsyn.

For blandede koncerner, konglomerater, blev det såkaldte konglomeratdirektiv vedtaget i 2002. Direktivet har til formål at skabe ensartede konkurrenceforhold mellem forskellige typer af finansielle koncerner, idet der pålægges en række forpligtelser, som går på tværs af branche- og landegrænser. Der er dog ikke tale om et egentligt konsolideringsdi-

¹ Direktiv 92/49/EØF og 92/96/EØF.

² Direktiv 89/646/EØF.

³ Direktiv 92/30/EØF.

⁴ Direktiv 98/78/EØF.

rektiv i stil med kreditinstitutdirektivet, idet der ikke udpeges en ansvarlig for den konsoliderede tilsynsaktivitet. I stedet skal der være en såkaldt koordinator, som skal koordinere tilsynsaktiviteten mellem de implicerede tilsynsmyndigheder. Koordinationen består primært i at samle oplysninger fra hele konglomeratet. I direktivet er det tilstræbt at tage højde for de problemstillinger, som er nævnt i boks 10, idet anvendelse af den samme kapital flere steder i konglomeratet (dobbelt gearing) ikke er mulig. Der skal endvidere ske beregning af solvens på konglomeratplan, og der reguleres for koncerninterne transaktioner samt risiko-koncentration. For at imødegå uigennemsigthed i konglomeratdannelsen er der krav til risikostyring, fit and proper vurdering af ledelsen samt krav om nært samarbejde mellem tilsynsmyndighederne. Der er dog ikke tale om en harmonisering af de egentlige tilsynsbestemmelser eller konvergens i tilsynsaktiviteten. Det forsøges alene at tage højde for de "ekstra" risici, som kan opstå som følge af konglomeratdannelsen, og det angives, hvorledes tilsynet bør koordineres. Udgangspunktet for tilsynet er således stadig det enkelte selskab og den kompetente myndighed herfor.

Det enkelte tilsynsbelagte selskab.

Tilladelse til at drive finansiell virksomhed gives til en juridisk enhed, som selvstændigt skal opfylde de tilsynsmæssige bestemmelser. Det gælder også for juridiske enheder inden for en koncern eller et konglomerat, dvs. datterselskaber. Det er således ledelsen af hvert enkelt datterselskab inden for en koncern, som er ansvarlig for den virksomhed, der drives. Dette ansvar kan ikke overgives til moderselskabet. Tilladelse til og regulering af de enkelte finansielle virksomheder inden for en koncern tager udgangspunkt i, at det enkelte selskab fungerer uafhængigt af koncernen. Den supplerende regulering af koncerner og konglomerater har således til hensigt at skærme det enkelte selskab mod "misbrug" fra den øvrige del af koncernen/konglomeratet. I den sammenhæng er det vigtigt, at ledelsen af det enkelte selskab er i stand til at træffe uafhængige beslutninger til gavn for det enkelte selskab. Disse problemstillinger er ikke mindst aktuelle ved grænseoverskridende koncerner.

Finansielle koncerner er ofte ledet med baggrund i de økonomiske strukturer på tværs af de juridiske selskaber i koncernen, bl.a. med henblik på at udnytte stor- og samdriftsfordele. Denne praksis kan medføre en række særlige risici i den udstrækning, det enkelte selskab ikke har den fornødne selvstændighed. Flere af de regler i den finansielle lovgivning, som skal forhindre eller minimere smittefaren mellem selskaberne i en koncern eller et konglomerat, er baseret på et "fire wall"-princip. Det betyder, at den enkelte tilsynsbelagte virksomhed i tilfælde af en

krise skal kunne afskærmes i forhold til de øvrige enheder i koncernen. En forudsætning for at kunne afskærme et selskab i forhold til resten af koncernen/konglomeratet er, at virksomheden, også i tilfælde af en krise, har mulighed for at fortsætte sin virksomhed selvstændigt. Tilsynsmyndighederne må således sikre, at kernefunktionerne for at drive denne virksomhed er til stede inden for en overskuelig tidshorisont. For eksempel kan det i dag være umuligt at drive pengeinstitutvirksomhed uden fungerende IT-systemer.

Filialer

Hvis en finansiel virksomhed drives i form af en filialstruktur, vil reguleringen og tilsynet være i hjemlandet. Filialstruktur er kun muligt inden for samme branche, dvs. et pengeinstitut kan drive pengeinstitutvirksomhed gennem en filial, men ikke forsikringsvirksomhed. Hjemlandstilsyn betyder, at tilsynet med et pengeinstituts aktiviteter påhviler myndigheden i det land, hvor pengeinstituttet har sin tilladelse, herunder tilsynet med pengeinstituttets finansielle sundhed og solvens. Herved vil der ikke kunne opstå konflikt mellem den forretningsmæssige- og den juridiske struktur, og aktiviteterne kan placeres, hvor det skønnes hensigtsmæssigt. EU-reguleringen bygger på hjemlandstilsyn, og medlemslandene er forpligtet til at anerkende, at et pengeinstitut med tilladelse i hjemlandet kan udøve virksomhed i værtslandet.

Når en filial er lige så stor som eller større end hjemlandsvirksomheden, eller en filial er så stor i det enkelte værtsland, at den har systemisk betydning og vil kunne påvirke den finansielle stabilitet i værtslandet, bør der etableres et meget tæt samarbejde mellem myndighederne på tværs af landegrænser, uanset der er tale om hjemlandstilsyn.

Bankers kapitalstruktur

Banker kan finansiere deres aktiver på forskellig måde. Omkostningerne ved de forskellige finansieringsformer afspejler bl.a. den risiko, indskydere og investorer løber. De største banker har generelt en større andel af fremmedkapital end de mindre banker. Det kan skyldes, at de største banker anvender mere avancerede styringsredskaber i forbindelse med kapitalallokering. Nye kapitaldækningsregler bidrager til, at der vil være tættere sammenhæng mellem den risiko, bankerne løber, og kapitalkravet.

Banker adskiller sig fra andre virksomheder bl.a. ved, at banker har eneret til at henvende sig til offentligheden med henblik på at modtage indlån. Beskyttelse af indskyderne er en vigtig årsag til den offentlige regulering af banker, herunder kapitalkrav og indskydergarantiordning. Det betyder, at indskydernes risiko ved at foretage et ordinært indlån i en bank er overskuelig.

Banker er underlagt et krav om en vis ansvarlig kapital. Den ansvarlige kapital kan ud over den "rene" egenkapital¹ (primært aktiekapital og reserver) også indeholde fremmedkapital, der har visse af egenkapitalens egenskaber. Der er tale om efterstillede kapitalindskud, der er fremmedkapital, men som i en evt. konkurssituation først betales, når den øvrige gæld er tilgodeset². Det betyder, at opdelingen mellem egenkapital og fremmedkapital er mindre skarp for banker end for andre virksomheder.

Bankers finansieringsomkostninger

Sammensætningen af finansieringen i en bank (kapitalstrukturen) har indflydelse på finansieringsomkostningerne, dvs. størrelsen af det afkast, de forskellige typer af kapitalindskydere forlanger for at placere midler i banken. Dette afkastkrav afhænger bl.a. af løbetiden og af den risiko, der vurderes at være ved finansieringen.

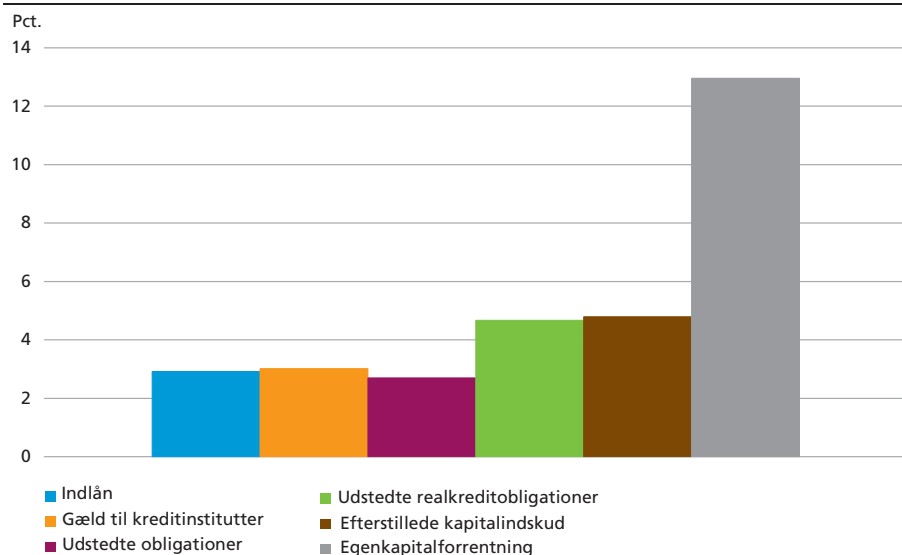
Af figur 49 fremgår de gennemsnitlige omkostninger ved de forskellige finansieringsformer for danske banker i 2002 samt forrentningen af egenkapitalen.

¹ Betegnelsen egenkapital benyttes i denne sammenhæng synonymt med kernekapital, der er et af de kapitalelementer, der indgår i opgørelsen af kreditinstitutteres kapitalkrav.

² Se Birgitte Bundgaard og Suzanne Hyldahl, Sammensætning af pengeinstitutternes kapital – nye lovkrav og muligheder, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2002.

GENNEMSNITLIGE OMKOSTNINGER FOR FORSKELLIGE FINANSIERINGSFORMER OG EGENKAPITALFORRENTNINGEN I 2002

Figur 49



Anm.: Finansieringsomkostningerne er beregnet som årets renteudgift i forhold til gennemsnittet af primo- og ultimo-beholdningen. Egenkapitalforrentningen er beregnet som årets resultat efter skat i forhold til gennemsnittet af primo- og ultimoegenkapitalen. Gæld til andre kreditinstitutter omfatter også gæld til centralbanker og gældsbeviser, der kan refinansieres i centralbanker.

Kilde: Årsregnskaber.

Der synes at være en vis sammenhæng mellem den risiko, kapitalindskyderne løber i form af løbetid og plads i konkursordenen, og det afkast der opnås.

Omkostningerne ved indlån, gæld til andre kreditinstitutter og udstedte obligationer ligger på relativt lave niveauer. Årsagen til de små forskelle i figuren kan bl.a. skyldes beregningsmetoden, som ikke tager højde for balancemæssige udsving i løbet af året samt det lave renteniveau. Indlån er forbundet med den mindste risiko blandt finansieringsformerne. Indlån er for en stor del dækket af indskydergaranti, og indlån har kort eller ingen opsigelsesvarsel. Gæld til andre kreditinstitutter er typisk kortløbende lån. Udstedte obligationer er tilsvarende overvejende kortløbende lån baseret på omsættelige værdipapirer. Den beregnede renteforskel mellem gæld til andre kreditinstitutter og udstedte obligationer kan hænge sammen med, at udstedte obligationer er omsættelige, og at investorerne derfor betaler en likviditetspræmie. Der er imidlertid formentlig især tale om, at obligationerne er udstedt til en kurs forskellig fra pari, hvad der ikke kan tages højde for i beregningen.

Realkreditlån er underlagt balanceprincippet, og renteudgifterne på udstedte realkreditobligationer svarer derfor stort set til renteindtægterne fra realkreditlån på aktivsiden.

Efterstillede kapitalindskud er en slags hybrid mellem fremmedkapital og egenkapital, og renten på denne kapitalform ligger mellem disse. Efterstillede kapitalindskud har typisk længere løbetid end den øvrige fremmedkapital, med undtagelse af realkreditobligationer, og de skal i en konkurssituation være efterstillet al anden fremmedkapital. Dvs. at almindelige indlån og anden ikke-efterstillet fremmedkapital skal være dækket fuldt ud, før der kan blive tale om betaling til indskyderne af efterstillede kapitalindskud.

Egenkapital opnåede en højere forrentning end de øvrige finansieringsformer, hvilket bl.a. afspejler, at egenkapitalen bærer den driftsmæssige risiko. Aktionærernes afkastkrav vil stige ved stigende fremmedkapitalandel, da en større fremmedkapitalandel betyder, at der er større faste renteudgifter, der skal betales, inden egenkapitalen kan aflønnes. Det relativt høje afkast, der fremgår af figur 49, skal dog tolkes varsomt, da det kun vedrører et enkelt år. Forrentningen af egenkapitalen er residual og vil derfor svinge mere end forrentningen af de øvrige passiver.

Bankers kapitalstruktur

Omkostningerne ved de forskellige finansieringsformer har indflydelse på, hvorledes bankerne finansieres. Kapitalstrukturen i tre grupper af banker er gengivet i tabel 6. Opdelingen i grupper er beskrevet i boks 11.

BANKERNES RELATIVE BALANCESAMMENSÆTNING I PCT., ULTIMO 2002 Tabel 6

	Koncerner med realkredit- og bankaktiviteter på balancen		Mellemstore banker		Mindre banker	
	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver	Aktiver	Passiver
Tilgodehavender hos kreditinstitutter og anfordringstilgodehavender	14		10		15	
Bankudlån	28		58		63	
Realkreditudlån	24		0		0	
Obligationer og aktiver	23		25		18	
Øvrige aktier	11		7		4	
Egenkapital		3		7		13
Efterstillede kapitalindskud		2		2		2
Gæld til andre kreditinstitutter		20		27		11
Indlån		26		54		70
Udstedte obligationer		6		1		0
Udstedte realkreditobligationer ..		29		0		0
Øvrige passiver		14		9		4

Anm.: Nogle poster er estimeret. Der er afrundet til hele tal. Gæld til andre kreditinstitutter omfatter også gæld til centralbanker og gældsbeviser, der kan refinansieres i centralbanker.

Kilde: Årsregnskaber.

I analysen er bankerne inddelt i tre grupper: Koncerner, der omfatter 3 danske bankkoncerner med både bank- og realkreditaktiviteter på balancen. Mellemstore banker, der omfatter 10 større danske banker, og endelig 23 mindre danske banker. Opdelingen er ikke sammenlignelig med opdelingen i kapitlet om den finansielle sektor. Opdelingen er valgt, da banker med realkreditaktivitet har en anden balancesammensætning end de øvrige banker. Endvidere har bankernes størrelse betydning for, hvorledes balancen er sammensat. Det skal påpeges, at der inden for hver af grupperne kan være betydelige forskelle mellem de enkelte banker, og at konklusionerne i analysen bygger på gennemsnitsbetragtninger.

Egenkapitalandelen er mindst i de største banker og størst i de mindre banker. Det kan skyldes, at de største banker anvender mere avancerede styringsredskaber i forbindelse med kapitalallokering, og at aktionærpresset er større for de store bankers vedkommende. Den overvejende del af de mindre og mellemstore banker har ejerloft og/eller stemmetsbegrænsninger, hvilket kan mindske aktionærpresset. De mindre banker har endvidere ofte en stærk lokal forankring, hvor aktionærerne ikke kun fokuserer på et højt aktieafkast, men fx også på bankens funktion i lokalområdet.

De største banker har mindst indlån som andel af de samlede passiver, mens de blandt de tre grupper af banker har den største andel af udstedte obligationer. Gæld til andre kreditinstitutter anvendes forholdsvis mest af de mellemstore banker, mens indlån udgør langt den vigtigste finansieringskilde for de mindre banker. De mindre banker har indlånsoverskud, mens de mellemstore og store banker har indlånsunderskud.

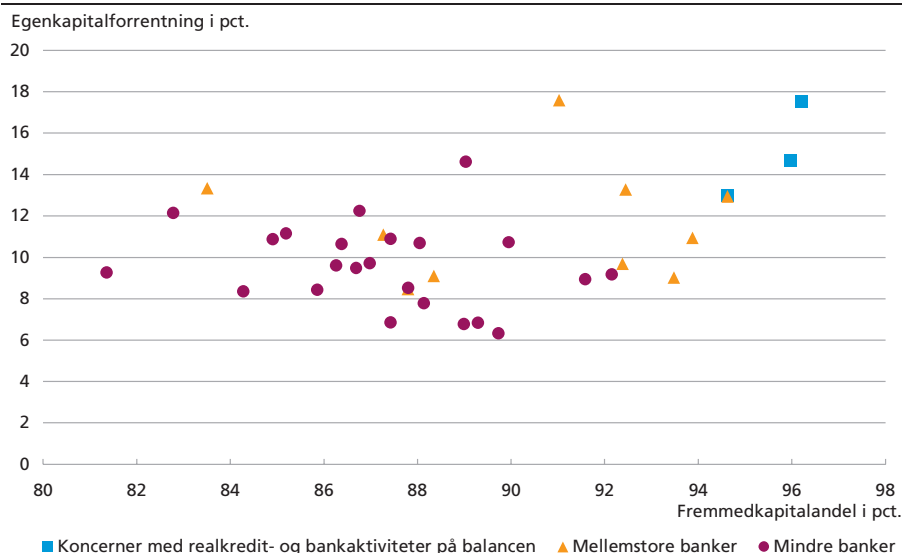
Sammensætningen af finansieringen er på den anden side også afhængig af sammensætningen af aktiverne. Det er bl.a. en følge af myndighedernes krav om, at den ansvarlige kapital skal udgøre mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver (aktiverne i tabellen er ikke risikovægtede). Kreditrisikoen på den del af udlånene, der er realkreditudlån, er lille og stiller dermed mindre krav til den økonomiske kapital, end hvad der er tilfældet for bankudlån. De mindste pengeinstitutter har den største andel bankudlån og dermed alt andet lige det største kapitalbehov, mens det omvendte gør sig gældende for de store koncerner, der har en stor andel realkreditudlån.

Af figur 50 fremgår sammenhængen mellem fremmedkapitalandelen og egenkapitalforrentningen beregnet som gennemsnit for hele perioden fra 1996 til 2002 i de tre grupper af banker.

For de store og mellemstore banker synes der at være stigende egenkapitalforrentning ved stigende fremmedkapitalandel. Dette forhold er

EGENKAPITALFORRENTNING OG FREMMEDKAPITALANDEL I PERIODEN 1996-2002

Figur 50



Anm.: Egenkapitalforrentningen er beregnet som summen af de enkelte års resultat efter skat i forhold til summen af gennemsnittet af primo- og ultimoegenkapitalen hvert år.

Kilde: Årsregnskaber og BankScope.

ikke helt så udtalt for de mindre banker. Ses der på de øvrige finansieringsformer, er der ikke en tilsvarende sammenhæng, hvilket er i tråd med, at egenkapitalindskydere bærer risikoen for ikke at få afkast, når der ikke er fare for konkurs.

Sammenhængen mellem kapitalkrav og finansiel stabilitet

Hvis en bank ikke er i stand til at opfylde sine betalingsforpligtelser, kan det ramme andre dele af banksektoren. Den enkelte bank kan således udgøre en risiko for hele det finansielle system. De samfundsmæssige omkostninger ved finansiel ustabilitet er meget høje og er årsag til, at myndighederne forsøger at sikre, at bankerne har tilstrækkelig kapital.

Når banker yder lån til virksomheder, overvåges virksomheden i de fleste tilfælde nøje af banken, således at banken kan gribe ind, hvis risikoen på lånet vurderes at blive for stor. Denne eksterne overvågning er i nogen grad svækket, når det er en bank, der skal finansieres. Det skyldes, at en væsentlig del af finansieringen er indlån. Indlån er for indskud op til 300.000 kr. dækket af indskydergaranti, hvilket begrænser incitamentet til at interessere sig for den enkelte banks robusthed. Det skal dog påpeges, at selvom der ikke eksisterede indskydergarantiordninger, ville det ikke nødvendigvis sikre ekstern overvågning via indskyderne.

De fleste indskydere har nemlig ikke særligt stort kendskab til bankers forretningsområde, og det er vanskeligt for indskyderne at vurdere en banks risikoniveau.

Større banker bliver vurderet af ratingbureauer, og kapitalstrukturen er en væsentlig parameter for, hvorledes banken bliver vurderet. En stor egenkapital medfører alt andet lige en høj rating og dermed lave låneomkostninger, men som nævnt kan en stor egenkapital betyde høje samlede finansieringsomkostninger, da egenkapital er den dyreste finansieringsform. Rating er en systematisk ekstern overvågning af bankerne og er dermed med til at kompensere for evt. utilstrækkelig ekstern overvågning fra indskyderne.

Myndighederne bidrager bl.a. til finansiel stabilitet ved gennem lovgivning at sikre, at bankerne har et vist minimum af kapital. Hvis kapitalgrundlaget i en bank kommer under myndighedernes krav, vil banken miste tilladelsen til at drive bank. Det er således den kapitaldækning, der ligger over kapitalkravet, der gør banken modstandsdygtig over for ikke-forventede tab. Formålet med myndighedernes kapitalkrav er bl.a. at have en vis sikkerhed for, at egenkapitalen ikke bliver negativ i en konkurssituation og dermed, at banken kan afvikles uden tab for kreditorerne, herunder indskydergarantiordningen.

Ifølge det lovbestemte kapitalkrav skal en banks ansvarlige kapital (egenkapital og supplerende kapital) til enhver tid udgøre mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Egenkapitalen skal mindst udgøre halvdelen af den ansvarlige kapital. Det er vanskeligt at fastlægge, hvad den rigtige størrelse på kapitalkravet bør være. Et for lavt kapitalkrav giver ikke tilstrækkelig margen, mens et for højt krav hæmmer bankernes rolle som formidlere af kapital fra indskydere til låntagere. De 8 pct. er et internationalt kompromis mellem disse to hensyn. Banker har også selv en interesse i at holde tilstrækkelig kapital, så eventuelle ikke-forventede tab ikke bringer banken i fare. Herudover kan en vis kapitaloverdækning have positiv signalværdi.

Betydningen af nye kapitaldækningsregler

Der arbejdes i øjeblikket på at indføre nye kapitaldækningsregler for banker, de såkaldte Basel II-regler¹. Hvor de hidtidige kapitaldækningsregler siden midten af 1990'erne har tilladt bankerne at anvende egne modeller til opgørelse af markedsrisici, har det ikke været tilfældet for bankernes primære risiko, kreditrisiko. Hensigten med de nye regler er, at bankernes egen viden om kreditrisikoen ved engagementer eller eks-

¹ For en uddybende beskrivelse af principperne bag de nye kapitaldækningsregler henvises til Suzanne Hyldahl, Nye kapitaldækningsregler for bankerne, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2001.

terne ratingbureauers kreditvurdering fastlægger kapitalkravet. Bankerne skal fortsat som minimum have en kapital på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. De nye kapitaldækningsregler indeholder herunder kapitalkrav til dækning af operationelle risici, dvs. tekniske eller menneskelige svigt.

I forslaget til de nye kapitaldækningsregler indgår markedsdisciplinering som et vigtigt led. Hensigten er, at bankerne skal informere de finansielle markeder mere detaljeret om risici, kapitalstruktur og kapitaldækning, risikostyring mv.

Forslaget til de nye regler tager i højere grad end det gældende regelsæt højde for den finansielle innovation, de moderne risikostyringsteknikker og interne kontrolprocedurer. Et af formålene med de nye regler er at give bankerne øget incitament til at indføre mere avanceret risikostyring. Til gengæld vil der kunne opnås en vis lempelse i kapitalkravet. Reglerne kan derfor betyde, at egenkapitalandelen sænkes i de banker, der anvender avancerede metoder til risikostyring, dvs. primært de større banker. Det er den underliggende filosofi, at banken selv har det bedste overblik over risikoprofilen, og at dette overblik skal anvendes ved fastsættelsen af kapitaldækningen. I relation til finansiell stabilitet vil de nye kapitaldækningsregler betyde, at der vil være tættere sammenhæng mellem den risiko, bankerne løber, og opgørelsen af de risikovægtede aktiver og dermed kapitalkravet.

Indførelse af de nye regler forventes ikke at ændre markant på danske bankers kapitalstruktur.

CLS og stabilitet i betalingsafviklingen

Med introduktionen af danske kroner i CLS vil det være muligt at reducere valutaafviklingsrisikoen for danske kroner. CLS vil forøge antallet af indbetalingstidspunkter i afviklingsdøgnet for deltagerne og dermed resultere i et øget fokus på likviditetsstyring. Sikkerhedsretten blev, bl.a. på baggrund af CLS, i 2002 udvidet til at kunne bruges til flere afviklingsformål. Dermed er der skabt mulighed for en mere fleksibel likviditetsstyring. Den indbyrdes afhængighed, der samtidig i et vist omfang er skabt mellem afviklingerne, vurderes ikke at kunne få implikationer for stabiliteten i afviklingsstrukturen. Tilstedeværelsen af tilstrækkelig likviditet på de rigtige tidspunkter er en afgørende forudsætning for en stabil afviklingsstruktur. Stresstests og en følsomhedsanalyse af afviklingsstrukturen viser, at der i en situation, hvor sikkerhedsretten ikke kan anvendes, stadig er rigelig likviditet til rådighed. Generelt er der også rigelig likviditet til rådighed på institutniveau.

BETYDNINGEN AF CLS FOR FINANSIEL STABILITET

CLS (Continuous Linked Settlement) er et internationalt valutaafviklings-system, som tilbyder afvikling af valutahandler i syv vigtige valutaer¹. Med introduktionen af CLS den 9. september 2002 kan valutahandler afvikles uden kreditrisiko. Dermed betyder CLS, at en stor afviklingsrisiko kan reduceres betragteligt. Interbankbetalinger, detailbetalinger og værdipapirhandler har længe kunnet afvikles uden kreditrisiko, mens afvikling af valutahandler traditionelt har været forbundet med kreditrisiko af samme størrelse som den indgåede handel². Givet at der dagligt indgås valutahandler for i gennemsnit ca. 1.200 mia.USD³, kan CLS potentielt betyde en væsentlig gevinst for den finansielle stabilitet.

¹ Amerikanske, canadiske og australske dollar, euro, japanske yen, britiske pund og schweizer franc.

² Traditionelt afvikles valutahandler via de sædvanlige kanaler for internationale betalinger. En handel i for eksempel kroner mod dollar medfører en overførsel af kroner fra den ene part til den anden, samt en overførsel af dollar i modsat retning. Handlens to ben bliver afviklet hver for sig og uafhængigt af hinanden. Kreditrisikoen består i, at den ene part i valutahandlen kan gå konkurs på et tidspunkt, hvor den købte valuta er modtaget, men den solgte valuta endnu ikke er leveret. Eksponeringen i afviklingen af valutahandler er typisk meget høj, mens sandsynligheden for tab er meget lille. Kreditrisikoen i en valutaafvikling er derfor asymmetrisk i forhold til den traditionelle kreditrisiko, banker påtager sig, hvor eksponeringen er mindre, men sandsynligheden for tab større.

³ BIS, *Triennial Central Bank Survey*, Foreign Exchange and Derivation Market Activity in 2001.

Brugen af CLS er steget gradvist, og i marts 2003 blev der i gennemsnit afviklet knap 34.000 handler til en værdi af godt 400 mia.USD pr. dag. Hvis kreditrisikoen ved valutahandel skal reduceres, er det afgørende, at systemet udbredes. Optagelsen af nye valutaer er selvsagt en vigtig parameter. Desuden er det af væsentlig betydning, at de mange aktører på valutamarkedet, som ikke er direkte deltagere i CLS, tilsluttes som indirekte deltagere i afviklingen¹. CLS anslår, at transaktionsomfanget hos de potentielle indirekte deltagere er omkring tre gange så stort som det transaktionsomfang, de direkte deltagere maksimalt kan afvikle i CLS. Danske kroner ventes optaget i CLS i løbet af 2003 sammen med norske kroner, svenske kroner og Singapore dollar.

Valutaafvikling i CLS

I CLS sker afviklingen af valutahandler ved, at begge parter i en handel indberetter deres handelsinstruktioner til CLS, som matcher instruktionerne, hvorefter de to sider af handlen afvikles samtidigt via parternes konti hos CLS. Dermed elimineres den traditionelle kreditrisiko mellem handlens parter.

Når valutaafviklingen samles i CLS, koncentrerer den operationelle risiko. Det er derfor af afgørende betydning, at CLS ikke kan påføres tab, og at afviklingen i vidt omfang kan gennemføres, selv om en deltager ikke lever op til sine indbetalingsforpligtelser. CLS-afviklingen er derfor underlagt en stram risikostyring, der sikrer, at indbetalinger til CLS altid sker før udbetalinger til deltagerne. Dermed undgår CLS kreditrisiko på deltagerne. Principperne, herunder risikostyringen i CLS-afviklingen, er beskrevet i boks 12.

Afviklingens gennemførsel er sikret via aftaler mellem CLS og visse af deltagerne om at træde til med ekstra likviditet i tilfælde af, at en deltager ikke kan honorere sin indbetalingsforpligtelse. I hver valuta har CLS indgået aftale med minimum 2-3 likviditetsstillere, om at de i en nødsituation overtager den nødstedte deltagers indbetalingsforpligtelse i CLS mod samtidig at modtage den pågældende deltagers udbetalinger. Den risiko, en likviditetsstiller løber i den forbindelse, er begrænset, i og med at alle deltagere altid har en positiv position i CLS set under et, jf. boks 12.

Da ind- og udbetaling af valuta til/fra CLS sker i de nationale RTGS-systemer², er afviklingen afhængig af, at alle RTGS-systemerne er åbne samtidigt på tværs af tidszoneforskelle. Det er på den baggrund fast-

¹ Kun aktionærer kan deltage direkte i CLS-afviklingen. Andre kan deltage som indirekte deltagere via en direkte deltager.

² RTGS-systemer er realtids bruttoafviklings systemer. For en nærmere beskrivelse af Nationalbankens RTGS-system, Kronos, henvises til Thomas Angelius og Astrid Henneberg Pedersen, Danmark Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2002.

Indbetaling til CLS

Hver deltager har en multi-currency konto hos CLS med en underkonto for hver valuta. På baggrund af de indberettede handler beregner CLS deltagerens nettopositioner i de forskellige valutaer. Indbetaling af valuta til CLS sker i de nationale RTGS-systemer ved, at deltagerne overfører beløb til CLSs centralbankkonto. Indbetalinger på denne krediteres automatisk deltagerens (under)konto hos CLS.

Afvikling af handler

Valutatransaktionerne afvikles ved at flytte den handlede valuta mellem de pågældende deltageres konti hos CLS. Når en valutatransaktion afvikles, sker bogføringen af handlens to sider samtidigt (Payment versus Payment). Afviklingen af en transaktion gennemføres kun, hvis følgende risikomål kan overholdes:

- En deltagers samlede balance på tværs af valutaer skal altid være positiv eller nul
- En deltagers negative position i en given valuta må ikke overstige en af CLS fastsat grænse for den pågældende valuta
- Summen af en deltagers negative positioner må ikke overstige en af CLS fastsat grænse, som afspejler deltagerens kreditværdighed.

Udbetaling fra CLS

Udbetaling af valuta til deltagerne sker ved, at CLS i de nationale RTGS-systemer overfører beløb fra egen centralbankkonto til den pågældende deltagers centralbankkonto. Udbetalingen debiteres samtidig deltagerens (under)konto hos CLS. Udbetalinger gennemføres kun, hvis ovennævnte risikomål kan overholdes.

lagt, at CLS-afviklingen skal gennemføres i tidsrummet 7.00 til 12.00 centraleuropæisk tid, svarende til sen aften i Japan og Australien og tidlig morgen i USA og Canada. Ved at koncentrere valutaafviklingen i CLS i dette relativt korte tidsrum stilles der store krav til deltagerens likviditetsfremskaffelse. Af samme grund er der i udformningen af CLS-systemet lagt stor vægt på likviditetsbesparende foranstaltninger. Et vigtigt element er, at deltagerens indbetalinger til CLS sker på nettobasis og er fordelt på flere mindre indbetalinger. Endvidere har deltagerne mulighed for at handle deres positioner i CLS ned ved at indgå In/Out Swaps¹ med hinanden. CLSs afviklingscyklus og de fastsatte indbetalingsfrister er beskrevet i boks 13.

¹ Hvis en deltager fx har u hensigtsmæssigt store negative dollarpositioner i CLS-afviklingen, indgås to modsatrettede transaktioner i dollar med en anden deltager i CLS. Den ene transaktion (den hvor dollar købes) afvikles via CLS, hvorved nettopositionen i dollar nedbringes. Den anden transaktion afvikles uden for CLS på traditionel vis. Brugen af In/Out Swaps genintroducerer derved en (lille) del af kreditrisikoen ved valutahandler.

- 00.00: Deadline for indberetning af handler til afvikling næste dag. CLS beregner deltageres nettopositioner og en foreløbig oversigt over, hvornår indbetalingerne skal være CLS i hænde
- 6.00: Deadline for indgåelse af In/Out Swaps
- 6.30: Deadline for indberetning af handler til afvikling samme dag (In/Out Swaps). CLS leverer en endelig oversigt over de beløb, deltagerne netto skal indbetale inden indbetalingsfristerne kl. 8.00, 9.00, 10.00, 11.00 og 12.00
- 7.00: Afviklingsprocessen starter. Så snart der er midler på deltageres konti hos CLS, afvikles handler. Det følger af de opstillede risikomål, at en handel kan afvikles uanset hvilken valuta, den pågældende deltager har indbetalt. Udbetalinger til deltagerne sker løbende i det omfang, risikomålene kan overholdes
- 8.00: Første indbetaling i alle valutaer
- 9.00: Anden indbetaling i alle valutaer. Afviklingen (bogføringen) af handlerne tilstræbes afsluttet. Indbetalingsoversigterne er kalkuleret således, at der efter anden indbetaling er tilstrækkelig valuta på deltageres konti hos CLS til, at alle handler kan afvikles under overholdelse af de tre risikomål. Når alle handler er afviklet, vil deltagerne have positive positioner i nogle valutaer og negative positioner i andre. I takt med at deltagerne foretager de resterende indbetalinger, vil CLS gradvist kunne udbetale de positive positioner, uden at risikomålene kompromitteres
- 10.00: Tredje indbetaling i europæiske og amerikanske valutaer. Sidste indbetaling i japanske yen og australske dollar. Udbetalingen af yen og australske dollar tilstræbes afsluttet
- 11.00: Fjerde indbetaling i europæiske og amerikanske valutaer
- 12.00: Sidste indbetaling i europæiske og amerikanske valutaer. Alle resterende udbetalinger tilstræbes afsluttet.

CLS i afviklingsdøgnet

Med introduktionen af danske kroner i CLS skal endnu et afviklingsforløb passes ind i det danske afviklingsdøgn¹. Dermed vil der ud over de bilaterale RTGS-betalinger være fire systemer til afvikling af betalinger i Danmark: Sumclearingen, afviklinger i Værdipapircentralen (VP), FUTOP-afviklingen² og CLS-afviklingen.

Store individuelle betalinger (RTGS-betalinger) gennemføres løbende i Nationalbankens RTGS-system, Kronos, når som helst det passer deltagerne inden for systemets åbningstid mellem kl. 8.00 og 15.30.

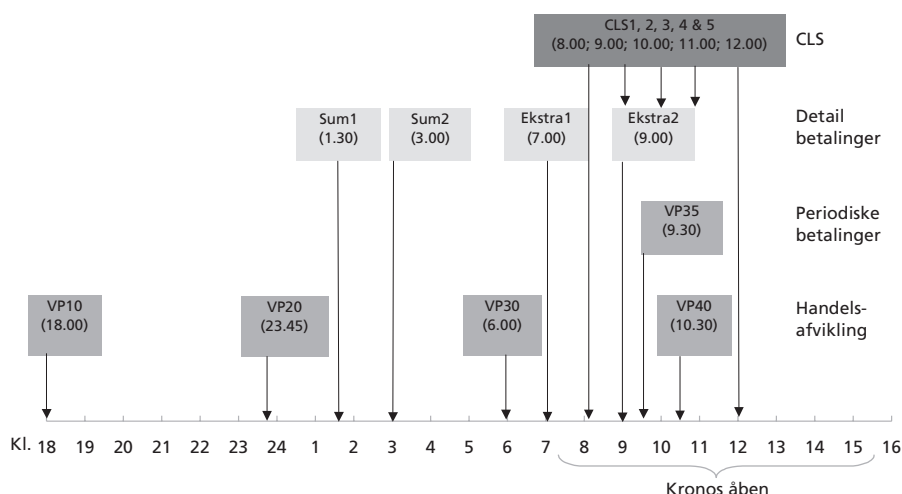
Sumclearingen og VP-afviklingen er nettoafviklingssystemer til afvikling af henholdsvis detailbetalinger og værdipapirtransaktioner. Princip-

¹ Afviklingsdøgnet følger det pengepolitiske døgn og løber fra kl. 16.00 dagen før valørdagen til 15.30 på valørdagen.

² Omfanget af FUTOP-afviklingen er forholdsvist begrænset, og den er ikke medtaget i analyserne i dette kapitel.

AFVIKLINGER AF DANSKE KRONER I AFVIKLINGSDØGNET

Figur 51



Anm.: Åbningstiden i Kronos fremrykkes til kl. 7.00 efter danske kroner optages i CLS. Der findes en række andre VP-afviklinger, bl.a. VP05 (renteudbetalinger på statsobligationer) og VP14 (tegning). Der er i denne analyse set bort fra disse.

pet i en nettoafvikling er, at alle betalinger til og fra en deltager lægges sammen (nettes). Deltagere, der netto skal indbetale, overfører beløb til afviklingen, hvorefter afviklingen gennemføres, og der udbetales til de deltagere, der netto skal modtage penge i afviklingen. Både Sumclearingen og VP-afviklingen er organiseret sådan, at processen med at nette betalinger sker flere gange inden for samme afviklingsdøgn. Sumclearingen gennemføres normalt i to-tre afviklinger om natten, og evt. en ekstraafvikling om formiddagen (kaldet henholdsvis Sum1, Sum2, Ekstra1 og Ekstra2). VP-handelsafviklingen gennemføres i fire "afviklingsblokke" (kaldet VP10, 20, 30 og 40) fordelt med tre om aftenen og natten og én om formiddagen. VPs afvikling af periodiske betalinger (VP35)¹ sker ligeledes om formiddagen. Dertil kommer med optagelsen af danske kroner i CLS fem indbetalingsfrister i tidsrummet 8.00 til 12.00, jf. boks 13. Den indbyrdes placering af afviklingsdøgnet forskellige afviklinger og indbetalingsfrister er vist i figur 51.

Opdelingen i flere på hinanden følgende afviklinger med samme formål skaber både større effektivitet og mindre risiko i afviklingerne. De tre handelsafviklingsblokke, som kører i VP i løbet af aftenen og natten, er eksempelvis med til at gøre international afvikling af handler mere effektiv, idet de giver en mere smidig trafik gennem linket til den inter-

¹ Renter, afdrag og udbytte.

ationale afviklingscentral, Euroclear. Samtidig er opdelingen i flere afviklinger med samme formål med til at reducere både afviklingsrisikoen og den systemiske risiko, idet behandling af en hel dags transaktioner ikke er afhængig af gennemførelsen af én bestemt afvikling.

Større krav til styring af likviditet

Det er store beløb, som deltagerne netto skal indbetale til afviklingsformål hver dag i Danmark. På nuværende tidspunkt afvikles i gennemsnit ca. 17 mia.kr. dagligt, og med introduktionen af danske kroner i CLS ventes dette tal at stige til ca. 23 mia.kr.

De øgede indbetalingsforpligtelser og det mere komplicerede afviklingsdøgn vil stille større krav til deltagerens styring af likviditet. Deltagerne indbetaler til de forskellige afviklinger ved at overføre likviditet til særlige konti i Nationalbanken. Deltagerne kan til det formål anvende deres indestående på foliokonto, de kan anvende Scandinavian Cash Pool¹, eller de kan inden for dagen overtrække deres konto i Nationalbanken mod sikkerhed. Sikkerhed kan stilles i form af værdipapirer og indskudsbeviser pantsat til Nationalbanken eller via VPs sikkerhedsretssystem. Se boks 14 for en nærmere beskrivelse af sikkerhedsretten.

Hurtig og pålidelig mobilisering af den nødvendige likviditet er afgørende for et smidigt afviklingsforløb. Hvis en deltager i eksempelvis Sumclearingen ikke har overført tilstrækkelig likviditet til sin afviklingskonto, vil alle deltagerens underliggende detailtransaktioner således blive taget ud og henlagt til en senere kørsel. Dermed påvirker deltagerens manglende likviditet også de øvrige deltagere. Et andet eksempel er, at hvis en deltager i CLS ikke indbetaler til tiden, kan der opstå forsinkelser i udbetalingen af de øvrige valutaer til gene for de øvrige deltagere. I værste fald kan det betyde, at RTGS-systemerne i den asiatiske tidszone ikke kan lukke til tiden.

CLS, den udvidede sikkerhedsret og afviklingsrisici

CLS-afviklingen vil stille krav til hurtigt at kunne rejse likviditet, og bl.a. på denne baggrund er sikkerhedsretten, der tidligere var forbeholdt handelsafviklingen i VP, blevet udvidet til også at omfatte sikkerhedsstillelse for lån til CLS-afviklingen, Sumclearingen og periodiske betalinger i VP. Dermed er der isoleret set mere likviditet til rådighed for den enkelte afvikling. Dette mindsker afviklingsrisikoen, og der åbnes op for en mere fleksibel styring af likviditeten.

¹ Med henblik på at lette deltagerens likviditetsfremskaffelse til primært CLS-afviklingen er der etableret et automatisk grænseoverskridende sikkerhedsstillelssystem, Scandinavian Cash Pool (SCP). Under SCP kan sikkerheder i én skandinavisk centralbank med kort varsel belånes i en anden skandinavisk centralbank. SCP kan anvendes til fremskaffelse af likviditet inden for dagen i Kronos' åbningstid frem til kl. 13.30. Lån under SCP er ikke inddraget i analyserne.

Sikkerhedsretten kan anvendes til lån i Nationalbanken inden for dagen til afviklingsformål. Deltagere, der ønsker et sådan lån, stiller sikkerhed for lånet ved at give Nationalbanken pant i obligationer registreret på et særligt depot i VP. Nationalbanken får kun pant for et beløb svarende til lånets størrelse. Dvs. at deltagerne med sikkerhedsretten frit kan sælge eller belåne værdipapirer på depotet, så længe der stadig er tilstrækkeligt med obligationer tilbage til at dække Nationalbankens pant.

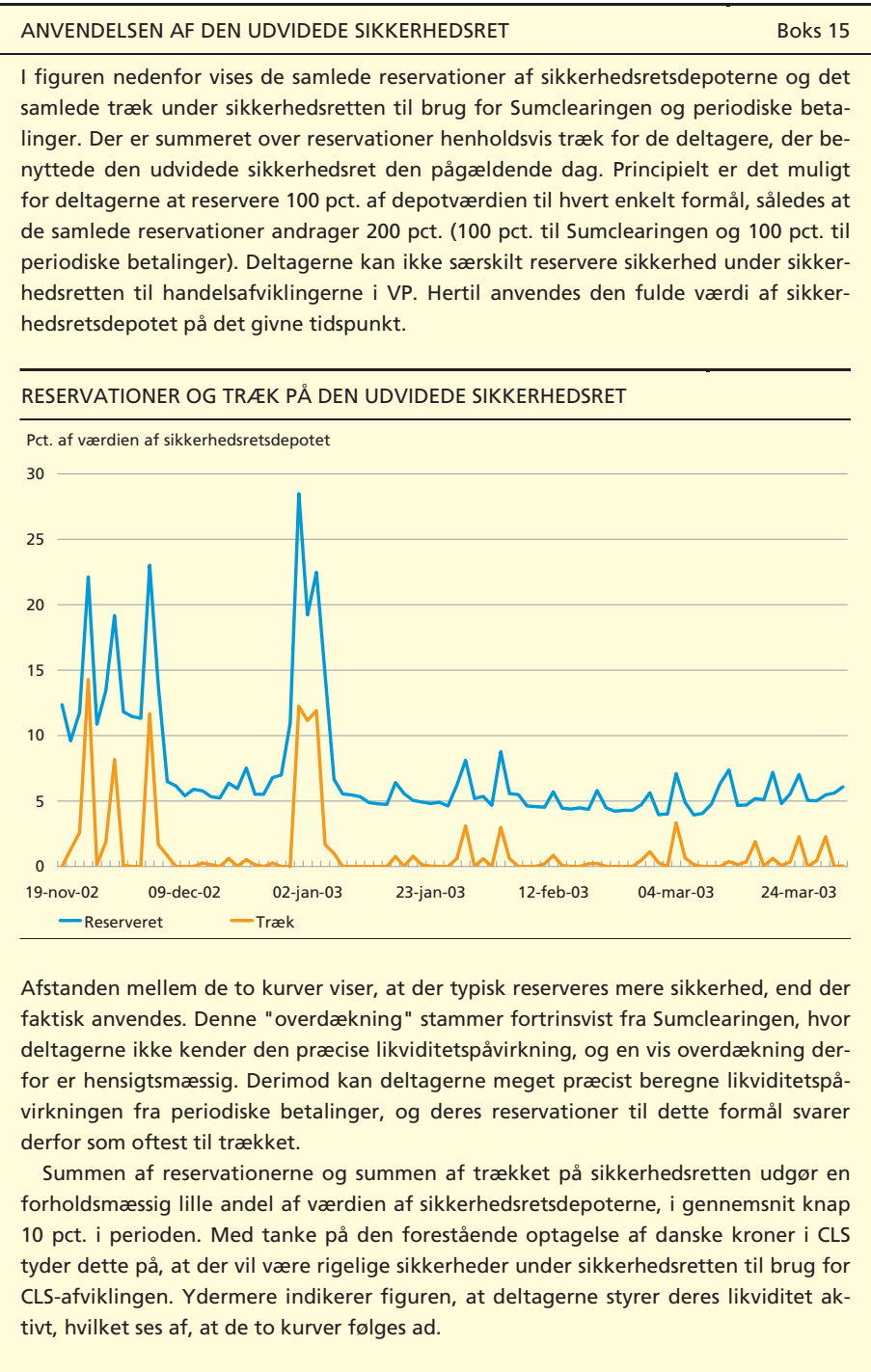
Sikkerhedsretten var oprindeligt udviklet til brug for værdipapirafvikling og har det særlige kendetegn, at værdipapirhandler til en vis grad er selvfinansierende, idet værdien af erhvervede aktiver kan anvendes som sikkerhed for købet i selv samme afviklingsblok. Dermed er der altid sikkerhed til handelsafviklinger, som sker via sikkerhedsretten.

Siden 18. november 2002 har deltagerne også haft mulighed for at benytte sikkerhedsret som sikkerhed for lån til brug for afvikling af betalinger i Sumclearingen og til periodiske betalinger i VP. Når danske kroner optages i CLS, vil deltagerne også kunne benytte sikkerhedsret som sikkerhed for lån til brug for afvikling af valuta-handler gennem CLS.

Ulempen ved udvidelsen af sikkerhedsretten er, at der skabes en potentiel afhængighed mellem afviklingssystemerne. Hvis en afvikling ikke afsluttes til planlagt tid, kan sikkerhed under sikkerhedsretten således være bundet til den pågældende afvikling og derfor ikke som forventet være til rådighed for de efterfølgende afviklinger. Systemet har en række indbyggede forholdsregler, der skal afbøde virkningen af disse afhængigheder.

Hvis VPs to første handelsafviklinger er forsinkede, vil sikkerhedsretten som udgangspunkt ikke være til rådighed for Sumclearingen. Deltagere, der af den grund ikke har likviditet nok til at gennemføre afviklingen, vil først få deres betalinger afviklet i Sumclearingens ekstraafvikling kl. 9.00, jf. figur 51. Deltagerne kan begrænse denne risiko ved at foretage reservationer under sikkerhedsretten til brug for Sumclearingen, inden VPs anden handelsafvikling køres.

Hvis Sumclearingen er forsinket, er der som udgangspunkt en risiko for, at sikkerhederne i sikkerhedsretsdepotet ikke er tilgængelige, når deltageren skal rejse likviditet til CLS-indbetalingerne. Denne risiko er elimineret ved, at systemet på et fast tidspunkt frigiver sikkerheder reserveret til Sumclearingen. Det er med andre ord valgt, at sammenhængen mellem de to afviklingssystemer kan brydes og at prioritere sikkerhedsstilling til CLS-afviklingen over sikkerhedsstilling til Sumclearingen.



Deltagerne i den udvidede sikkerhedsret har mulighed for at reservere dele af sikkerhedsretsdepotets værdi til forskellige afviklingsformål og dermed begrænse afhængigheden mellem afviklingerne. Endvidere har Nationalbanken mulighed for at lægge begrænsninger på deltagernes reservationer, hvis det vurderes, at deltagerne som følge af u hensigtsmæssig brug, skaber unødige afviklingsrisici. Sikkerhedsrettens reservat onssystem og deltagernes brug af sikkerhedsretten er beskrevet i boks 15.

Givet de ovenfor beskrevne systemmæssige forholdsregler til ind dæmning af afviklingsrisici og givet deltagernes adfærd i deres hidtidige brug af systemet vurderes den udvidede sikkerhedsret at bidrage til et mere sikkert og smidigt afviklingsforløb.

STRESSTEST AF DEN DANSKE AFVIKLINGSSTRUKTUR

Alt andet lige øger det stabiliteten af afviklingssystemerne, at der eksisterer flere kilder til likviditet til afviklingsformål. Med udvidelsen af sikkerhedsretten er der skabt et generelt alternativ til traditionel sikkerhedsstillelse. Stabiliteten vil dog være afhængig af, i hvilken grad deltagerne anvender de to former for sikkerhedsstillelse. Fra et stabilitetsmæssigt synspunkt er det vigtigt, at de to former for sikkerhedsstillelse i rimeligt omfang er i stand til at supplere hinanden.

Stresstest af den samlede likviditet

I den første stresstest antages et operationelt "worst case"-krisescenario, hvor sikkerhedsretten falder bort, og afviklingen af nattens handler i VP må udskydes til næste formiddag. Dermed fjernes den ene måde, hvorpå deltagerne kan mobilisere likviditet til afviklingsformål. Samtidig antages det, at der opstår forsinkelser i Sumclearingen, som ligeledes må udskydes til om formiddagen. Indbetalinger til CLS sker fortsat i fem rater fra kl. 8.00 til kl. 12.00. Stresstesten undersøger således, om disse tre afviklinger samt afviklingen af periodiske betalinger kan køre samtidigt om formiddagen i en situation, hvor afviklingsinfrastrukturen skal kunne fungere udelukkende ved hjælp af deltagernes adgang til overtræk af deres foliokonti¹. Forudsætningerne i de gennemførte stresstests er beskrevet nærmere i boks 16.

De samlede daglige indbetalinger til de fire afviklinger udgjorde i gennemsnit knap 23 mia.kr. i perioden, heraf androg handelsafviklingerne i VP ca. 34 pct., afviklingerne i Sumclearingen ca. 21 pct., periodiske beta-

¹ Analysen ser på deltagere, der er kontohavere i Nationalbanken, og som er direkte deltagere i enten CLS, VP-afviklingen og/eller Sumclearingen. I alt resulterer dette i 75 deltagere.

Den grundlæggende antagelse er, at sikkerhedsretten ikke er tilgængelig, og at deltagerne ikke har mulighed for at udtage papirer af hverken sikkerhedsretsdepotet eller andre depoter. For nattens handelsafviklinger i VP betyder den manglende adgang til sikkerhedsretten desuden, at selvfinansieringsmekanismen for værdipapirhandel ikke kan anvendes. Det antages derfor, at nattens handelsafviklinger i VP (den samlede nettoafvikling fra VP10, 20 og 30) ikke kan gennemføres før næste formiddag. Det antages endvidere, at de øvrige afviklinger, dvs. VPs afvikling af periodiske betalinger (VP35), Sumclearingen og CLS-afviklingen, ligeledes afvikles i løbet af formiddagen.

I den første stresstest, hvor sektorens samlede overtræksadgang er i fokus, er det antaget, at alle fire afviklinger skal ske på samme tidspunkt om formiddagen. Implikationen af denne antagelse er, at deltagere ikke har mulighed for at anvende likviditet modtaget i én afvikling til brug for de øvrige afviklinger.

I den anden stresstest, hvor fokus er på deltageres følsomhed over for ændringer i overtræksadgangen, slækkes på denne antagelse, og de fire afviklinger er i stedet lagt efter hinanden. Dette betyder, at nogle deltagere modtager likviditet i de tidlige afviklinger til brug i de senere. Det forudsættes, at CLS-indbetalingerne gennemføres først. Derefter følger ekstraafvikling i Sumclearingen kl. 9.00. VPs afvikling af periodiske betalinger afvikles kl. 9.30. Endelig sker nettoafviklingen af nattens udskudte værdipapirhandler i VP40, der afvikles kl. 10.30.

Det forudsættes i begge stresstests, at Kronos åbner kl. 7.00, men at der ikke afsendes interbank RTGS-betalinger, før alle afviklinger er gennemført.

linger i VP ca. 20 pct., mens det estimerede træk fra CLS androg ca. 25 pct. De samlede nettoindbetalinger er forholdsvist stabile bortset fra den 2. januar, hvor de nåede op over 100 mia.kr. Der er imidlertid ingen dag i perioden, hvor overtræksadgangen på deltageres foliokonti ikke ville have været tilstrækkelig til at dække de aktuelle nettoindbetalinger samt de estimerede CLS indbetalinger. De store indbetalinger i begyndelsen af perioden skyldes, at der den 2. januar var ekstraordinært mange transaktioner, herunder periodiske betalinger vedrørende realkreditobligationer.

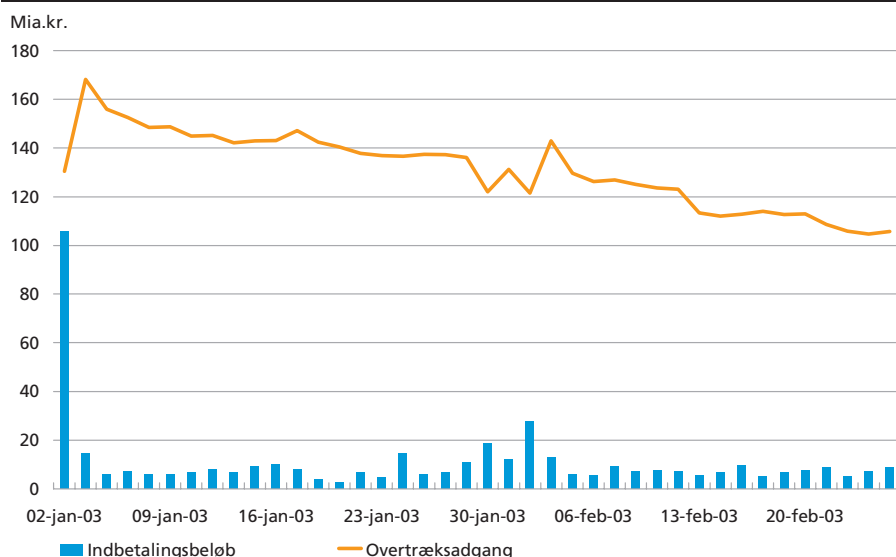
Likviditetsforhold på institutniveau

På trods af rigelig likviditet på sektorniveau kan det ikke udelukkes, at der kan være enkeltdeltagere, som har problemer med at rejse likviditet¹. For at undersøge dette nærmere er der i den anden stresstest set på, hvor mange enkeltdeltagere der i perioden ikke havde tilstrækkelig overtræksadgang. I den forbindelse analyseres også følsomheden over for en reduktion i overtræksadgangen.

¹ At enkelte deltagere ikke kan afvikle kan lede til systemiske effekter. En undersøgelse af systemiske effekter ligger uden for rammerne af denne analyse.

OVERTRÆKSADGANG PÅ FOLIOKONTI OG STØRRELSEN AF INDBETALINGER TIL AFVIKLINGER

Figur 52



Anm.: Indbetalingerne til CLS er estimeret på baggrund af valutahandler i januar og februar 2002.
Kilde: Danmarks Nationalbank og CLS.

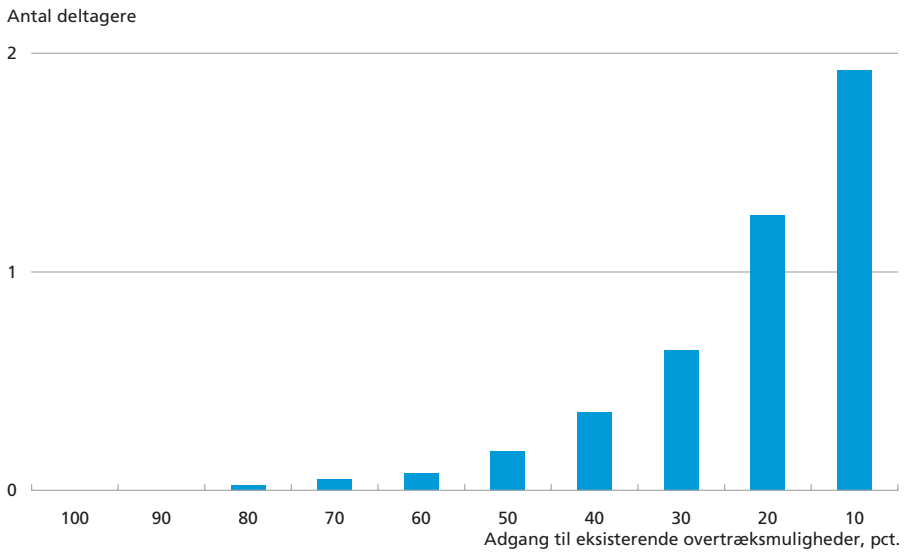
Den restriktive antagelse i stresstesten ovenfor om én samtidig afvikling om formiddagen slækkes, således at de udskudte afviklinger forudsættes at ligge efter hinanden i følgende rækkefølge: CLS-afviklingen, Sumclearingen, periodiske betalinger og endelig til sidst nettoresultatet af den udskudte handelsafvikling. På den måde tages der hensyn til, at deltagere i én afvikling kan være nettomodtagere af likviditet og i en anden være nettobidragydere. Således viser figur 53-56 det gennemsnitlige daglige antal deltagere, der i perioden ikke er i stand til at honorere deres forpligtelser, givet en reduktion i de enkelte deltageres overtræksadgang.

For så vidt angår CLS-afviklingen, viser testen på baggrund af estimerede data, at der ingen dage i den analyserede periode vil være mangel på likviditet for nogen af deltagerne, jf. at der i figur 53 ikke er nogen markering ved 100 pct. Følsomhedsanalysen viser, at overtræksadgangen skal reduceres til 80 pct. af den faktiske værdi, før der er én deltager, som på én enkelt dag ikke har tilstrækkelig likviditet. Hvis overtræksadgangen reduceres til 20 pct. af den faktiske værdi, vil der i gennemsnit være mere end én deltager hver dag, som har problemer.

I Sumclearingen er der heller ingen deltagere, som ikke har tilstrækkelig overtræksadgang hver eneste dag i perioden, jf. figur 54. Følsomhedsanalysen viser, at hvis overtræksadgangen reduceres til 80 pct. af den faktiske værdi, vil der være to deltagere, som på én enkelt dag i

FØLSOMHEDSANALYSE – CLS

Figur 53



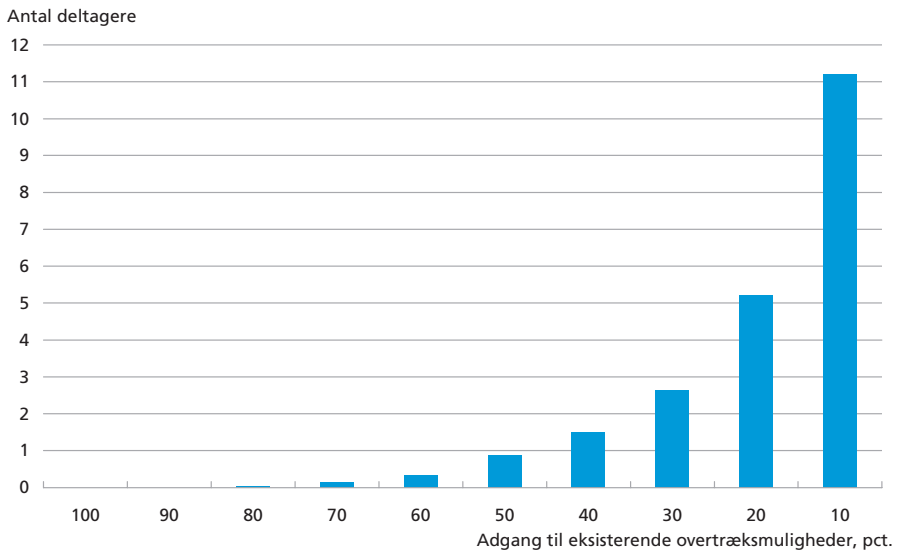
Anm.: Figuren viser det gennemsnitlige daglige antal deltagere, der ikke er i stand til at honorere deres forpligtelser, givet en reduktion i de enkelte deltageres overtræksadgang. Nettoindbetalingerne til CLS er estimeret på baggrund af valutaafviklinger i januar og februar 2002.

Kilde: Danmarks Nationalbank og CLS.

perioden ikke har tilstrækkelig overtræksadgang. Såfremt overtræksadgangen reduceres til 40 pct. af det faktiske, er der i gennemsnit over en deltager pr. dag, som har problemer med afviklingen.

FØLSOMHEDSANALYSE – SUMCLEARINGEN (DETAILBETALINGER)

Figur 54

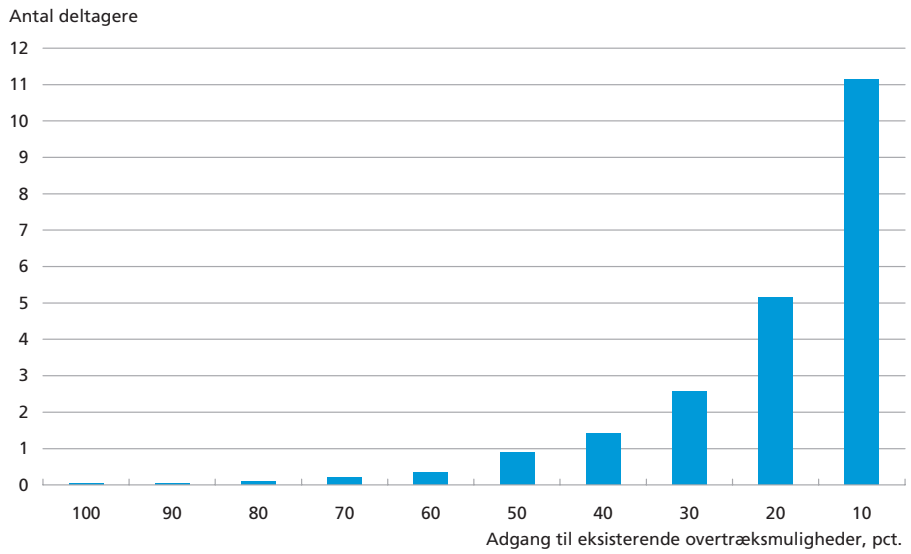


Anm.: Figuren viser det gennemsnitlige daglige antal deltagere, der ikke er i stand til at honorere deres forpligtelser, givet en reduktion i de enkelte deltageres overtræksadgang.

Kilde: Danmarks Nationalbank og CLS.

FØLSOMHEDSANALYSE – PERIODISKE BETALINGER

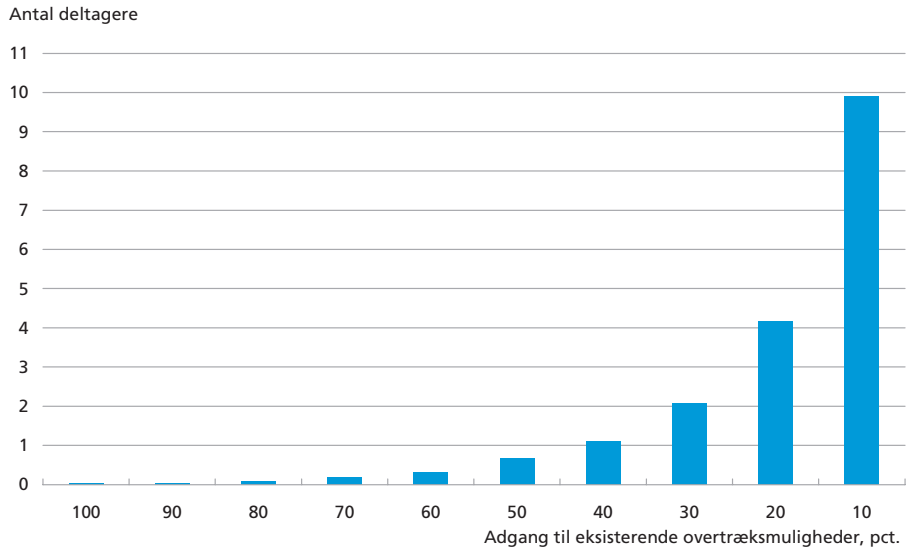
Figur 55



Anm.: Figuren viser det gennemsnitlige daglige antal deltagere, der ikke er i stand til at honorere deres forpligtelser, givet en reduktion i de enkelte deltageres overtræksadgang.
Kilde: Danmarks Nationalbank og CLS.

FØLSOMHEDSANALYSE – HANDELSAFVIKLINGEN

Figur 56



Anm.: Figuren viser det gennemsnitlige daglige antal deltagere, der ikke er i stand til at honorere deres forpligtelser, givet en reduktion i de enkelte deltageres overtræksadgang.
Kilde: Danmarks Nationalbank og CLS.

Gennemføres også afviklingen af periodiske betalinger og dernæst handelsafviklingen, jf. figur 55 og 56, ses det, at der er enkelte deltagere, som ikke har tilstrækkelig likviditet på en eller anden given dag i perioden (illustreret ved den beskedne markering ved 100 pct.). Såfremt overtræksadgangen falder til omkring 40 pct., vil der i gennemsnit være én deltager pr. dag, som ikke har tilstrækkelig likviditet.

Når der i de to sidstnævnte scenarier er (ganske få) deltagere, som ikke har tilstrækkelig overtræksadgang, hænger det sammen med de store afviklinger 2. januar og antagelsen om, at der ingen RTGS-betalinger finder sted. Hvis de pågældende deltagere havde modtaget de betalinger, de faktisk gjorde 2. januar, ville de have været i stand til at honorere deres forpligtelser. I en krisesituation som den beskrevne er det derfor vigtigt, at deltagerne så vidt muligt agerer som normalt på interbank-markedet og afsender betalinger til sædvanlig tid.

Konklusion

Den første stresstest viser, at der for banksektoren som helhed fortsat er rigelig likviditet til rådighed for afviklingerne, selv om adgangen til likviditet begrænses væsentligt. Den anden stresstest viser, at der generelt er rigelig likviditet til rådighed på institutniveau. I det særlige tilfælde, hvor sikkerhedsretten falder væk på en dag med ekstraordinært store afviklinger, kan det ikke helt udelukkes, at der kan være enkelte deltagere, som får problemer med at honorere deres forpligtelser i visse afviklinger.

Rigelig likviditet er en afgørende forudsætning for en robust afviklingsstruktur. Det er derfor vigtigt, at deltagerne løbende forholder sig til deres mulighed for at rejse likviditet, herunder deres afhængighed af forskellige kilder.

Ordliste over finansielle begreber

Afkastningsgrad beskriver en virksomheds evne til at forrente den investerede kapital. Beregnes som virksomhedens resultat i forhold til aktiverne.

Afledt finansielt instrument er et instrument, hvis værdi er afledt af værdien på et underliggende aktiv, fx et værdipapir, en vare eller en valuta. Som eksempel på afledte finansielle instrumenter kan nævnes *optioner* og *swaps*.

Afvikling. Afslutning af deltagernes handel ved endelig afregning af aftalte forpligtelser. Se også *clearing* og *VP*.

Ansvarlig kapital. Betegnelse for kreditinstitutters kapitalgrundlag til opfyldelse af det lovmæssige *solvenskrav*. Den ansvarlige kapital omfatter *kernekapital* og *supplerende kapital*, idet supplerende kapital højst må udgøre halvdelen af den ansvarlige kapital. Den ansvarlige kapital korrigeres fx for kapitalelementer i andre kreditinstitutter.

Arbejdende kapital består af indlån, udstedte obligationer, *efterstillede kapitalindskud* og *egenkapital*. Se også *gruppe 1 pengeinstitut*.

Baselkomiteen for banktilsyn, der har sekretariat i *BIS*, blev oprettet i 1975 med det formål at fremme samarbejdet mellem de nationale banktilsyn og styrke det internationale finansielle systems stabilitet.

Basiskapital. Betegnelse for den kapital et pensionsselskab kan benytte til at dække sin *solvensmargen*. Basiskapitalen består af selskabets egenkapital med visse fradrag, fx dat-terforsikringsselskabers solvensmargen samt visse tillæg.

BIS er forkortelsen for Bank for International Settlements, der fungerer som centralbankernes bank.

Bonus. Generel betegnelse for de beløb, pensionsselskaber tilfører de forsikrede ud over, hvad der oprindeligt er garanteret (se *garanteret rente*).

Bonuspotentiale på fremtidige præmier er forpligtelsen til at yde *bonus* på aftalte, men endnu ikke forfaldne præmier i pensionsselskaber og er en underpost til *livsforsikringshensættelser*.

Bonuspotentiale på fripolicydelser angiver forpligtelsen til at yde bonus på allerede indbetalte præmier i pensionsselskaber og er en underpost under *livsforsikringshensættelser*. Bonuspotentiale på fripolicydelser kan anvendes til dækning af tab på aktiverne, såfremt *kollektivt bonuspotentiale* er opbrugt.

Bonusreserve er et nøgletal for pensionsselskaber, der udtrykker de ufordelte reserver målt i forhold til *livsforsikringshensættelserne*. Se også *egenkapitalreserve*.

CD se *Certificate of Deposit*.

Certificate of Deposit er et kortfristet omsætteligt indlånsbevis. Det handles fortrinsvist mellem pengeinstitutter. Forkortes CD.

Clearing. Opgørelse af hver deltagers køb og salg, hvorved de enkelte deltageres netto-position fremkommer. Se også *afvikling* og *VP*.

CLS er forkortelsen for Continuous Linked Settlement, der er et internationalt valutaafviklingssystem.

Commercial Paper er et kortfristet gældsbevis (nulkuponpapir) med løbetid på op til et år. Forkortes CP.

CP se *Commercial Paper*.

Dagsværdi er en betegnelse for, hvad et aktiv vil kunne indbringe ved overdragelse til en køber på markedsmæssige vilkår. For en forpligtelse er det et estimat for, hvad forpligtelsen kan udlignes med på markedsmæssige vilkår.

Derivat se *afledt finansielt instrument*.

Effektiv rente også kaldet intern rente. Den faste diskonteringsrente, hvor nutidsværdien af en betalingsstrøm er lig med det investerede beløb.

Efterstillet kapital er gæld, der i tilfælde af låntagers konkurs tilgodeses efter låntagers øvrige gældsforpligtelser. Efterstillet kapital, der opfylder visse krav, kan medregnes til kreditinstitutternes *supplerende kapital*. Se også *ansvarlig kapital*.

Egenkapital udtrykker ejernes andel af virksomhedens kapital, herunder aktie- eller andelskapital og akkumulerede overskud.

Egenkapitalforrentning beskriver en virksomheds evne til at forrente ejernes kapital. Beregnes som virksomhedens resultat i forhold til egenkapitalen.

Egenkapitalreserve er et nøgletal, der udtrykker, hvor meget den korrigerede egenkapital (egenkapitalen med tillæg af ansvarlig indskudskapital) overstiger lovgivningens mindstekrav målt i forhold til *livsforsikringshensættelserne* i et pensionsselskab. Egenkapitalreserven og *bonusreserven* bidrager tilsammen til en vurdering af selskabets bonusevne og økonomiske styrke, dvs. selskabets mulighed for at modstå udsving i afkastet samt imødegå uforudsete forsikringsmæssige og finansielle risici.

Emission. Udstedelse, fx af værdipapir på en fondsbørs.

Emissionskurstab/-gevinst. Udsteders kurstab og -gevinster, der opstår ved udstedelse af værdipapirer til kurser henholdsvis under og over *pari*.

Forsikringsmæssige hensættelser er de samlede beløb, et pensionsselskab har afsat til brug for afvikling af forpligtelserne på de forsikringspolicer, som selskabet har udstedt. Forsikringsmæssige hensættelser opdeles i forskellige typer, hvoraf den vigtigste i pensionsselskaber er *livsforsikringshensættelser*.

Fraktil er en talværdi, som angiver, hvor stor en del af observationerne, der ligger under den pågældende talværdi. Fx angiver 25 pct. fraktilen for *afkastningsgraden* skæringen, hvor de 25 pct. af virksomhederne med de laveste afkastningsgrader ligger under.

Garanterede ydelser omfatter forpligtelser til at betale ydelser, der er garanteret forsikringstagerne i et pensionsselskab. Se også *garanteret rente* og *livsforsikringshensættelser*.

Garanteret rente, også kaldet grundlagsrenten, er det mindste afkast på de opsparede midler, som de forsikrede er garanteret i et pensionsselskab. Den garanterede rente anvendes ved beregning af sammenhængen mellem indbetalte præmier og de *garanterede*

ydelser, som forsikringstageren i et pensionsselskab vil få som led i forsikringsaftalen. Renten er baseret på en række forudsætninger om invaliditetsrisiko, dødelighed samt rente- og omkostningsforhold.

Gearing (finansiel). Fremmedkapital i forhold til egenkapitalen.

Gebyr- og provisionsindtægter omfatter bl.a. fonds- og depotprovision, garantiprovision, gebyr ved anvendelse af betalingsformidling, samt gebyr ved omprioritering af lån og almindelige lånegebyrer.

Going concern er en betegnelse for en virksomhed, som forventes at fortsætte sine aktiviteter.

Grundlagsrente se *garanteret rente*.

Gruppe 1, 2, 3 eller 4 pengeinstitut. Gruppeopdeling af danske pengeinstitutter baseret på størrelsen af den *arbejdende kapital*. Pengeinstitutter i gruppe 1 har en arbejdende kapital på 25 mia.kr. og derover, gruppe 2 på 3 mia.kr. og op til 25 mia.kr., gruppe 3 på 250 mio.kr. og op til 3 mia.kr. og gruppe 4 på under 250 mio.kr.

Hensættelser. For lån, hvor der forventes et tab, skal pengeinstituttet nedskrive lånet og bogføre beløbet under regnskabsposten tab og hensættelser. Der findes to typer hensættelser: A-hensættelser til tab, hvor der er en sandsynliggjort risiko for tab, og B-hensættelser til tab, som vurderes uundgåelige, men hvor størrelsen af tabene endnu ikke kan vurderes fuldt ud. Hensatte beløb opsamles på *korrektivkontoen*.

Implicit volatilitet er den teoretisk udledte *volatilitet* i Black-Scholes optionspris-model for et underliggende finansielt aktiv, beregnet på baggrund af de observerede optionspriser. Denne type volatilitet er derfor ikke direkte observerbar.

Indskydergarantifonden. Garantifonden for indskydere og investorer er en privat, selvejende fond, oprettet ved lov, som yder indskydere og investorer i pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber erstatning for tab i forbindelse med en betalingsstandsning eller konkurs.

Indtjening pr. omkostningskrone er et nøgletal, der udtrykker pengeinstitutternes indtjeningssevne og beregnes som de ordinære indtægter i forhold til *ordinære omkostninger*.

Insolvens. Den situation, hvor værdien af en virksomheds egenkapital er negativ.

Intern rente se *effektiv rente*.

Investeringsbankaktivitet også kaldet investmentbanking. Betegnelse for aktiviteter relateret til analyse og handel med værdipapirer samt finansiell rådgivning bl.a. i forbindelse med *aktieemissioner*, børsintroduktion, fusioner og overtagelser.

Kapitaldækning/kapitalkrav se *solvenskrav* for kreditinstitutter og *solvensmargen* for pensionsselskaber.

Kernekapital omfatter indbetalt aktie-, andels- eller garantikapital, overkurs ved *emission* og almindelige reserver, korrigeret for bl.a. egne aktier og årets underskud.

KFX. Aktieindeks bestående af de 20 mest omsatte danske aktier noteret på Københavns Fondsbørs. Indeksets sammensætning revideres hvert halvår.

Kollektivt bonuspotentiale i pensionsselskaber er de ufordelte reserver, der kan anvendes til at yde bonus ud over de bonusbeløb, der er tilført *livsforsikringshensættelserne*. Kan anvendes til at dække tab på aktiverne.

Konglomerat (finansielt) er en koncern, hvor der både indgår forsikringsvirksomhed samt kreditinstitut- eller fondsmæglervirksomhed, og hvor de finansielle virksomheder udgør en væsentlig andel af balancen.

Konverterbar obligation er en obligation, som af debitor kan førtidsindfries på forud fastlagte betingelser. Eksempelvis danske realkreditobligationer.

Korrektivkonto anvendes til bogføring af pengeinstitutternes tab og *hensættelser*.

Kreditrisiko er risikoen for at lide et tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Se også *markedsrisiko*.

Kreditværdighed. Vurdering af debtors vilje og evne til at honorere sine forpligtelser. Se også *rating*.

Likviditet er udtryk for graden af omsættelighed. Likvide værdipapirer er ofte kendetegnet ved en stor cirkulerende mængde, høj omsætning og et lille spænd mellem bud- og udbudsprisen. Se også *likviditetspræmie*.

Likviditetspræmie er den merpris, køber vil betale for et mere *likvidt* aktiv.

Likviditetsrisiko er risikoen for, at den nødvendige finansiering ikke er til rådighed til en given pris (rente) i takt med, at forpligtelserne forfalder, fx når et værdipapir eller et lån ønskes refinansieret.

Livsforsikringshensættelser opgøres af pensionsselskabernes ansvarshavende aktuar. Livsforsikringshensættelser opdeles i tre underposter: *garanterede ydelser*, *bonuspotentiale på fremtidige præmier* og *bonuspotentiale på fripolicydelser*. Se også *forsikringsmæssige hensættelser* og *kollektivt bonuspotentiale*.

Markedsrisiko er risikoen for, at bevægelser i markedspriserne (renter, valuta- eller aktiekurser) medfører tab. Se også *Value-at-Risk*.

Median er den talværdi, der deler datamaterialet i to lige store dele, hvoraf den ene halvdel er mindre, og den anden halvdel er større end medianen. Svarer til 50 pct. *fraktilen*.

Nulkuponrente er den *effektive rente* på et nulkuponpapir, dvs. et papir, hvor der ikke løbende betales rente, og hvor afdragsbetalingen er placeret ved lånets udløb. Låneomkostningerne ved et nulkuponpapir fremkommer alene som et *emissionskurstab*.

Operationel risiko er risikoen for tab som følge af utilstrækkelige eller fejlslagne interne procedurer, menneskelige eller systemmæssige fejl eller som følge af eksterne begivenheder.

Option er et *afledt finansielt instrument*, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et underliggende instrument (fx en vare, et værdipapir eller en valuta) til en aftalt pris (strike-pris) på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Sælgeren af optionen er forpligtet til at opfylde ejerens ret. En option kan bl.a. anvendes til at sikre mod en tabsgivende markedsudvikling.

Ordinære omkostninger i pengeinstitutter omfatter bl.a. personale- og administrationsomkostninger, afskrivninger samt tab og hensættelser.

Ordinært resultat i pengeinstitutter omfatter bl.a. nettorente- og nettogebyrindtægter, kursreguleringer samt resultat af kapitalandele i associerede og tilknyttede virksomheder fratrukket ordinære omkostninger.

Pari. En handelspris på 100 pct. af et værdipapirs pålydende værdi.

Portefølje. Betegnelse for en beholdning af aktiver.

Rating er en vurdering af *kreditværdighed* givet af kreditvurderingsbureauer som fx Fitch, Standard & Poor's og Moody's. Rating anvendes typisk i forbindelse med udstedelse af værdipapirer og forsøger at tage højde for sandsynligheden for misligholdelse og tabets størrelse.

Rentabilitet se *egenkapitalforrentning*.

Rentegaranti se *garanteret rente*.

Rentemarginal. Forskellen mellem udlåns- og indlånsrente.

Renterisiko er risikoen for, at bevægelser i renten medfører tab. Se også *markedsrisiko*.

Rentestruktur er sammenhængen mellem rente og løbetid på værdipapirer. En stigende rentestruktur, dvs. hvor renter for værdipapirer med kort løbetid er lavere end renter på papirer med længere løbetid, betegnes som normal. Er rentestrukturen faldende, betegnes den som invers.

Risikovægtede poster består af de risikovægtede aktiver og ikke-balanceførte poster, dvs. poster med *kreditrisiko*, aktierisiko, *renterisiko*, *valutakursrisiko*, råvarerisiko mv. Se også *solvenskrav*.

RTGS-system er et realtids bruttoafviklingssystem, hvor betalingerne afvikles enkeltvist, øjeblikkeligt og endeligt på deltagernes konti.

S&P500. Amerikansk forkortelse for Standard & Poor's 500 aktieindeks. Det består af de 500 mest omsatte amerikanske aktier og benyttes bl.a. som underliggende indeks for aktie-futures og -optioner.

Securitisations. En proces, hvor udlån samles i puljer, som ligger til grund for udstedelse af værdipapirer.

Soliditet se *soliditetsgrad*.

Soliditetsgrad udtrykker en virksomheds evne til at bære tab, nærmere bestemt hvor stor en del af aktiverne, som virksomheden kan tåle at miste, før tab påvirker fremmedkapitalen. Beregnes som *egenkapital* i forhold til aktiver.

Solvenskrav er betegnelsen for kreditinstitutters lovmæssige kapitalkrav. I et kreditinstitut skal den *ansvarlige kapital* udgøre mindst 8 pct. af instituttets *risikovægtede poster*. Se også *solvensprocent*.

Solvensmargen er betegnelsen for det lovmæssige kapitalkrav til pensionselskaber. Solvensmargenen beregnes med udgangspunkt i *livsforsikringshensættelserne* med en række mindre tillæg. Se også *basiskapital*.

Solvensprocent er et nøgletal, der beregnes som *ansvarlig kapital* i forhold til de *risikovægtede poster*. Se også *solvenskrav*.

Standardafvigelsen måler observationernes afstand til gennemsnittet i datamaterialet.

Supplerende kapital omfatter kapitalindskud i kreditinstitutter udbudt som *ansvarlig kapital*, der opfylder visse krav (ingen misligholdelsesbeføjelser for kreditor, mulighed for at udskyde renter og for at nedskrive hovedstolen) samt opskrivningshenlæggelser.

Swap er et *afledt finansielt instrument* og er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastsat periode. Valutaswaps benyttes til at omlægge betalingsstrømme mellem forskellige valutaer. Renteswaps benyttes typisk til at omlægge betalingsstrømme mellem fast og variabel rente. I modsætning til en valutaswap udveksles der ikke hovedstol mellem parterne i en renteswap. Den samlede værdi af en swap er som regel nul ved indgåelsen, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi afhængigt af markedsudviklingen i renter og valutakurser.

Value-at-Risk er en model til måling af *markedsrisiko*. For en given *portefølje* beregner modellen inden for en fastsat tidshorisont det maksimale tab, der, baseret på historiske erfaringer med en given sandsynlighed, kan opstå. Forkortes VaR.

Valutakursrisiko er risikoen for, at bevægelser i valutakurser medfører tab. Se også *markedsrisiko*.

VaR se *Value-at-Risk*.

Variabel rente. En rente, der varierer i lånets løbetid, fx kan renten aftales at skulle variere i takt med en anden rentesats.

Varighed er udtryk for en fordrings eller *porteføljes* kursfølsomhed over for (små) renteændringer. Jo højere varighed, desto højere kursfølsomhed.

Volatilitet angiver størrelsen af bevægelserne i kursen eller prisen på et aktiv. Det kan fx være bevægelsen i en aktiekurs. Se også *implicit volatilitet*.

VP er forkortelsen for Værdipapircentralen A/S. VP er sammen med Københavns Fondsbørs de to centrale markedsinstitutioner på det danske værdipapirmarked. VPs væsentligste opgaver er elektronisk udstedelse af værdipapirer, registrering af ejerforhold og rettigheder vedrørende elektroniske værdipapirer samt *clearing* og *afvikling* af værdipapirhandler. Alle børsnoterede værdipapirer og en række unoterede værdipapirer opbevares papirløst i VP.

Økonomisk kapital angiver den kapital, et kreditinstitut har behov for ved en bevidst valgt risikoprofil. Ved beregningen tages der højde for ikke-forventede tab i relation til en række forskellige risikotyper, fx *markeds-* og *kreditrisici* samt *operationelle risici*. Økonomisk kapital er således kreditinstitutets eget bud på, hvad kapitalgrundlaget bør være. Se også *solvenskrav*.