

Management Working Paper

2009-4

Manglende bremseklodser i danske banker

Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe

School of Economics and Management
Aarhus University
Bartholins Allé 10, Building 1322
DK-8000 Aarhus C - Denmark
Phone +45 8942 1610
Mail: oeкономи@econ.au.dk
Web: www.econ.au.dk

Manglende bremseklodser i danske banker

11. december 2009

Ken L. Bechmann
Institut for Finansiering
CBS
og
Johannes Raaballe
Institut for Økonomi
Aarhus Universitet

To tredjedele af de danske bankdirektører mener i august 2009, at vi kan risikere en lignende finanskriser i fremtiden. Storbritanniens centralbankchef, Mervyn King, deler denne opfattelse og efterlyser reformer. Statskasserne kan ikke klare en omgang mere, udtaler han.

I Danmark er der behov for såvel nationale som overnationale reformer. Nationale reformer fordi danske banker lider af en række alvorlige skavanker, som udenlandske banker ikke lider af. Vi dokumenterer en ekstrem stor udbredelse, både sammenlignet med øvrige danske børsnoterede selskaber og med udenlandske forhold, af stemmebegrænsninger (86%) og ejerbegrænsninger (43%) i de danske børsnoterede banker. Vi dokumenterer også, at nuværende aktionærer ikke har taget stilling til stemmebegrænsningerne, idet disse ikke er indført i dette

århundrede, og formentlig heller ikke i sidste fjerdedel af forrige århundrede. Ejerbegrænsningerne er indført midt i 1990'erne, og er alle indført i banker, der i forvejen havde skrappe stemmebegrænsninger. Det var en overkommelig opgave for ledelserne i disse banker at få indført ejerbegrænsninger.

I banker uden mulighed for indflydelse som følge af stemme- og ejerbegrænsninger ser vi i modsætning til det øvrige danske erhvervsliv naturligt nok meget få storaktionærer. I flertallet af danske banker har aktionærerne i realiteten intet at skulle have sagt. Ledelsen bestemmer det hele. I disse banker har resultaterne været dårlige og risikoen høj. Og en væsentlig del af regningen endte hos skatteborgeren og de veldrevne banker. Omfanget og kvaliteten af egenkapitalen i den danske banksektor er blevet markant forringet. Gammeldags egenkapital er blevet erstattet af gæld i form af hybrid- og ansvarlig lånekapital. Det er et internationalt fænomen. Mervyn King noterer, at lav kapitalisering indebar, at det gik godt for bankens ledelse og aktionærer, da det gik op, hvorimod staten måtte tage skraldet, da det gik ned. Der vil komme overnationale reformer på dette område.

Nationale reformer, ikke penge, er påkrævet. Det er en politisk opgave og et politisk ansvar. Den danske statskasse kan næppe klare en omgang mere.¹

Motivering

Morgenavisen Jyllands-Posten offentliggjorde den 10. august 2009 resultatet af en spørgeskemaundersøgelse, se Morgenavisen Jyllands-Posten (2009b), hvor landets bankdirektører stilles spørgsmålet: Tror du, at vi kan risikere at se en lignende finanskrisen i fremtiden?

To tredjedele af bankdirektørerne svarede ja på spørgsmålet. Den sidste tredjedel af svarene var ligeligt fordelt på nej og ved ikke.

På trods af to bankpakker, hvor staten har indskudt eller garanteret op til 600-800 mia. kr. til den danske finansielle sektor, er problemerne altså ikke løst.

I spørgeskemaundersøgelsen stilles også spørgsmålet: Føler du, at regeringen har gjort nok for at hjælpe din bank igennem krisen?

Hertil svarer godt 70% ja og knap 25% nej. Nej-sigerne advokerer for, at de penge i bankpakke II, der ikke bliver brugt, ikke skal gå til spildevand, men i stedet stilles til rådighed for bankerne med henblik på venligtsindede bankfusioner.²

Opsummerende er banksektorens indstilling åbenbart, at nu er den akutte krise løst, og vi er tilbage ved business as usual, gerne med lidt yderligere flødeskum fra staten. Når – ikke hvis – en ny dansk bankkrise opstår, da er løsning heraf igen en statsopgave.

Den 20. oktober 2009 holdt Storbritanniens centralbankchef Mervyn King en tale i Edinburgh, Storbritanniens næstvigtigste finanscenter, se King (2009). Mervyn King udtalte under henvisning til et Churchill citat: ”Aldrig har så få skyldt så mange penge til så mange. Og indtil nu næsten uden reformer.”

I lighed med de danske bankdirektører gav Mervyn King i talen udtryk for, at en lignende bankkrise ville opstå igen. Men i modsætning til de danske bankdirektører er Mervyn Kings opfattelse, at dette aktivt skal forhindres, og den eneste måde, dette kan forhindres på, er ved omfattende reformer, der skal sikre, at det er bankernes/aktionærernes og ikke statens opgave at redde bankerne i land.

Problemstilling

Her, godt et år efter starten på den danske bankkrise, står vi altså med det problem, at vi har brugt rigtig mange penge på den danske banksektor uden nogen form for garanti for, at det ikke vil gentage sig.

Reformer, ikke penge, er påkrævet.

Effektive reformer kræver, at problemstillingerne er præcist identificeret. Problemstillingernes indhold og omfang er imidlertid vidt forskellige i de forskellige landes banksektorer, hvorfor der ikke generelt kan påregnes effektive overnationale reformer. Ansvar for effektive reformer for de værst medtagne lande, herunder Danmark, bliver langt hen ad vejen det enkelte lands ansvar. I den forbindelse kan vi ikke dy os for at gengive (forhåbentligt ikke alt for upræcist) et mere end 20 år gammelt citat af direktøren for Sydbank, Carsten Andersen: "Den danske banksektor er et forkælet hjemmemarkedserhverv." Med enkelte undtagelser er dette udsagn i vid udstrækning stadig sandt.

Formålet med denne artikel er at identificere og dokumentere de særlige danske bankproblemstillinger. Særligt de problemstillinger, der ikke tidligere er tilstrækkeligt dokumenterede.

Vi har tidligere dokumenteret, se Bechmann og Raaballe (2008) og Bechmann, Grosen og Raaballe (2009), at den danske udgave af finanskrisen langt hen ad vejen er en dansk bankkrise med streg under dansk. Vi forstår dog godt, at det i stedet er mere bekvemt at fremstille den danske bankkrise som en international finanskris. Hvem kan gøre for, at det regner?

Vi dokumenterer i det efterfølgende, at den helt afgørende problemstilling i dansk bankvæsen er mangel på bremseklodser, særligt i form af at aktionærerne er sat uden for indflydelse. Det er dette, der er denne artikels

fokus. Vi begynder med et resume af optakten til den danske bankkrise baseret på Bechmann, Grosen og Raaballe (2009).

Ved det politiske forlig af 5. oktober 2008 om den første bankredningspakke var syv børsnoterede danske banker og to mindre sparekasser faldet. Alt sammen inden lavkonjunktoren endnu havde nået den danske grænse og uden, at de danske banker endnu havde rapporteret nævneværdige hensættelser på udlån i deres regnskaber for tredje kvartal 2008.

Hvad var gået galt? Historisk har banker altid lånt mindre ud, end de har indlån til. Det var imidlertid blevet umoderne for de fleste danske banker. Igennem perioden 2004-2008 har den danske banksektor oparbejdet et indlånsunderskud på 500-700 mia. kr. Dette skete som følge af en årlig udlånsvækst på over 25% til såvel erhverv som borgere. Fire år i træk, så bliver det til noget. Og man skal sammenligne med, at en årlig udlånsvækst på 10% efter hidtidige standarder anses som høj, se Raaballe (2008). Endvidere var de europæiske og amerikanske bankers gennemsnitlige udlånsvækst 10% – dog over en ikke helt sammenlignelig periode, se Foss, Norden og Weber (2009). Jo, vi var et foregangsland. Hvordan blev udlånsvæksten finansieret? Af kortvarige lån fra udenlandske banker og for vore to store bankers vedkommende også ved udstedelse af kortvarige kreditpapirer. Da de udenlandske banker led tab på nogle danske banker, blev de usikre på alle danske banker og ville ikke længere refinansiere udlånene til danske banker. Det var baggrunden for den første bankpakke.

Det er ikke overraskende, at enkelte banker i en højkonjunktur kaster sig ud i en uhæmmet udlånsvækst finansieret af andre banker. Men at en hel banksektor nærmest i flokmentalitet gør det, er hovedløst og rejser spørgsmål. Vi kan derimod godt se, hvorfor den enkelte bank kan komme i en sådan situation. Der er udpræget mangel på bremseklodser i nogle banker.

To ud af tre danske banker har ingen større aktionærer, der er uafhængig af bankens ledelse. De afhængige storaktionærer udgøres primært af sparekassefonde, hvor bankens bestyrelse har bestemmende indflydelse.³ Dette står i skarp kontrast til øvrige danske børsnoterede selskaber, hvor kun 10% er kendetegnet ved ikke at have større aktionærer i ejerkredsen. En manglende storaktionær er et problem, da småaktionærer ikke overvåger ledelsen. Som følge af små aktiebeholdninger kan det ikke betale sig for en småaktionær at gøre en indsats.

Der lægges også hindringer i vejen for danske bankaktionærer. I 86% af danske børsnoterede banker er der stemmebegrænsninger. Det tilsvarende tal for øvrige danske børsnoterede selskaber er 2%.

I 43% af danske børsnoterede banker er der ejerbegrænsninger. Ejerbegrænsninger findes ikke i øvrige danske børsnoterede selskaber.

I 75% af danske børsnoterede banker vælges bestyrelsen ikke direkte af generalforsamlingen, men i stedet indirekte af et repræsentantskab. Denne konstruktion bruges ikke i øvrige danske børsnoterede selskaber.

Hertil kommer yderligere aktionærhindringer i danske banker i form af navnenotering, blankofuldmagter, for kort frist til at stille forslag til generalforsamling samt særegne vedtægter.

Aktionærerne har af disse grunde ikke virket som en bremseklods på bankens ledelse.

Nationalbankdirektøren revser Finanstilsynet i Morgenavisen Jyllands-Posten den 20. februar 2009 for manglende tilsyn med bankerne, se Morgenavisen Jyllands-Posten (2009a). Finanstilsynet har heller ikke været nogen bremseklods.

Et af Danmarks Nationalbanks tre formål er at vurdere den finansielle stabilitet i Danmark. I Nationalbankens *Finansiel Stabilitet 2008*, hvor

redaktionen er afsluttet 30. april 2008, er sammenfatningens overskrift klar og enkel: "Robust finansiel sektor i Danmark." Nationalbanken ramte altså ikke skiven, vel knap den væg, hvor skiven var placeret. Nationalbanken har altså heller ikke virket som bremseklods.

De eneste, der i realiteten har fungeret som bremseklods, har været de udenlandske banker, da de afslog at forlænge kreditterne. Alle otte banker, der indtil i dag er faldet, har to fælles kendetegn: Indlånsunderskud og ingen bremseklodser på ledelsen.

Ovennævnte forhold er i udpræget grad danske skavanker. Danske banker lider imidlertid også af nogle af de skavanker, som udenlandske banker lider af.

Tidligere har danske banker været relativt velkapitaliserede. Dette har imidlertid ændret sig. Fra 2004 til 2008 er egenkapitalprocenten, defineret på den gode gammeldags måde som bogført egenkapital i forhold til bogførte aktiver, faldet fra 13,2% til 10,1% for de børsnoterede bankers vedkommende. Ydermere har 25% af de børsnoterede banker, primært de store, nu en egenkapitalprocent under 7%. Disse banker baserer sig nu i stedet på hybrid- og ansvarlig lånekapital, hvilket i realiteten er gæld. Altså er såvel omfanget som kvaliteten af "egenkapitalen" i de større banker blevet forringet. Og det skete endda under en højkonjunktur.

Ovenstående er et internationalt fænomen. Mervyn King gør samme observation for såvel engelske som udenlandske banker, se King (2009). Lav kapitalisering indebar, at det gik godt for bankens ledelse og aktionærer, da det gik op, hvorimod staten måtte tage skraldet, da det gik ned.

Der vil komme overnationale reformer på dette område, men stadig er det nationale islæt selv på dette punkt ganske afgørende. Hvem sikrer, at der øjeblikkeligt, konsekvent og troværdigt gribes ind, når bankens egenkapital

passerer en nedre tærskel? I modsat fald disciplineres bankernes ledelser ikke.

Data og metode

Undersøgelsens population er egentlige danske banker noteret på OMX Copenhagen primo 2008, i alt 44 banker. Afgrænsningen indebærer, at eksempelvis Nordea ikke er med i undersøgelsen, da Nordea ikke har hovedsæde i Danmark. Afgrænsning har efter vor vurdering ikke nævneværdig indflydelse på undersøgelsens resultater og konklusioner.

Regnskabsdata, herunder aflønningsdata, er indsamlet fra bankernes årsregnskaber for årene 1995-2008.

Ejerskab af danske børsnoterede aktier er ikke offentlig tilgængelig viden. Aktionær og selskab skal dog oplyse, når en aktionærs beholdning af aktier i selskabet passerer en 5% grænse. Disse oplysninger er hentet fra Ejer- og bestyrelsesdatabasen.⁴ Vi definerer en aktionær som storaktionær i et selskab, hvis aktionæren ejer mindst 5% af selskabets aktier. Vi bruger betegnelsen isoleret fra aktiemarkedet om selskaber, der ikke har en storaktionær, der er uafhængig af virksomhedens ledelse. I denne undersøgelse anvender vi ejerstrukturen primo 2008. Det spiller ikke den store rolle, om vi havde valgt at anvende ejerstrukturen opgjort et år før eller senere, idet ejerstrukturen er relativt stabil over tid.

Data om bankens eventuelle stemme- og ejerbegrænsninger vedrørende dens aktier, eventuel tilstedeværelse af repræsentantskab samt frist for aktionæren til at stille forslag til selskabets generalforsamling er indsamlet fra bankens nyeste vedtægter med skæringsdato 1. april 2009. De tilsvarende data fra øvrige børsnoterede selskaber er hentet fra disse selskabers nyeste vedtægter med skæringsdato 15. september 2009.

For bankerne er ”gamle” vedtægter, der vedrører perioden 1978-1986, venligst stillet til rådighed af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Aktiekursoplysninger og aktieafkast er hentet fra Datastream.

En bank siges at have incitamentsafløbning, hvis banken har tildelt aktie- eller bonusafløbning til den administrerende direktør i 2001 eller senere. Hvis tildelingen udgør mere end 20% af den faste løn, taler vi om væsentlig incitamentsafløbning. For yderligere diskussion af disse forhold henviser vi til Bechmann og Raaballe (2009a).

Stemme- og ejerbegrænsninger m.v. i den danske banksektor

Stemmebegrænsninger

Af Ringkjøbing Landbobanks redegørelse i forhold til anbefalinger for god selskabsledelse fremgår: ”I henhold til bankens vedtægter giver en aktiebesiddelse på til og med nom. 500 kr. 1 stemme og aktiebesiddelser derover giver 2 stemmer. De oprindelige stemmeregler fra bankens etablering har bestyrelsen ikke fundet anledning til at ændre på, så længe banken klarer sig over gennemsnittet i den danske finansielle sektor. Der vil ikke blive indført nye stemmeretsbegrænsninger i bankens vedtægter ...”, se Ringkjøbing Landbobank (2009a).

En aktionær kan med andre ord, selv hvis aktionæren ejer halvdelen af aktierne i banken, højst stemme for 0,04 promille af aktiekapitalen.

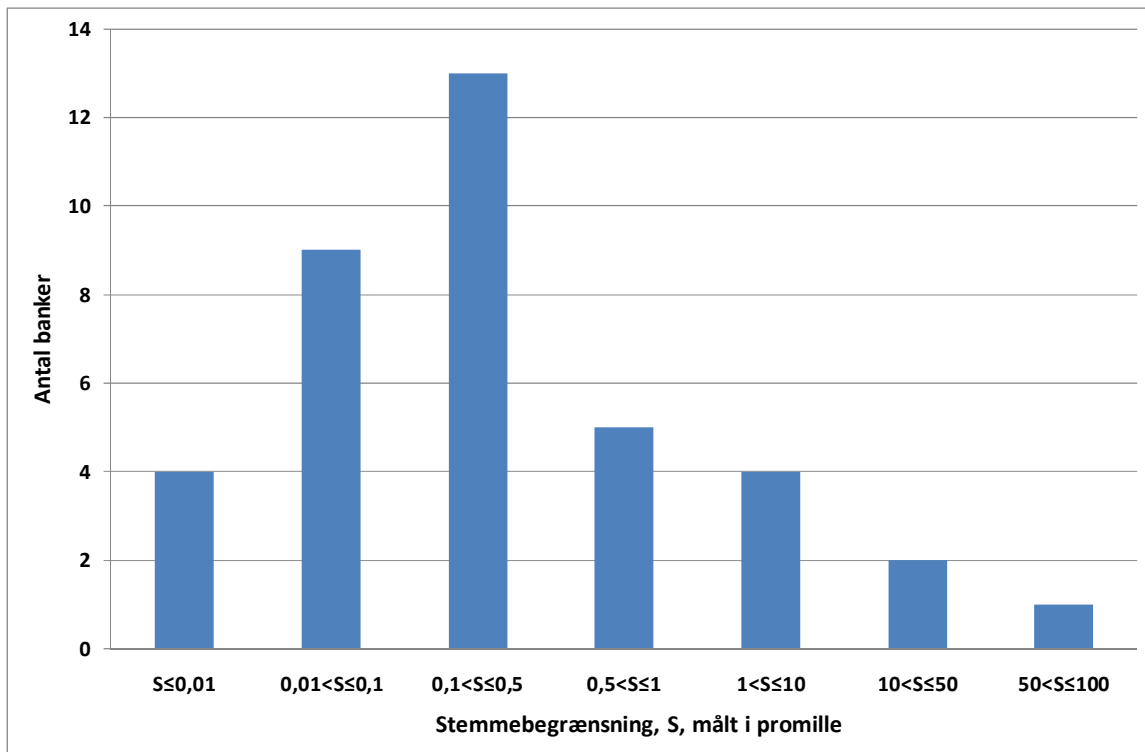
Vil aktionæren nu sammen med familie, naboer og venner øge sin indflydelse på bankens generalforsamling og får fuldmagt til også at stemme på deres vegne, hjælper det ikke stort, idet det af bankens vedtægter fremgår:

”Ingen kan udover egne stemmer afgive mere end i alt 2 stemmer som fuldmægtig for andre”, se Ringkjøbing Landbobank (2009b).

I Ringkjøbing Landbobank er det altså entydigt ledelsen, som bestemmer. Men det skal også anføres, at banken økonomisk klarer sig ganske pænt, hvilket altid aftvinger respekt hos økonomer.

Stemmebegrænsninger findes i 86% af de danske børsnoterede banker, og i disse banker er, som det ses af figur 1, stemmeforholdene meget lig stemmeforholdene i Ringkjøbing Landbobank.

Figur 1: Stemmebegrænsninger i danske børsnoterede banker



Note: Figuren viser fordelingen af størrelsen på de stemmebegrænsninger, der findes i 38 af de børsnoterede banker. Stemmebegrænsningen er målt i promille af aktiekapitalen.

Uafhængig af hvor mange aktier aktionæren ejer, kan denne typisk højst stemme for en brøkdel af en promille af aktiekapitalen. Stemmebegrænsninger findes stort set ikke i øvrige børsnoterede danske selskaber,

og i de tre selskaber (svarende til 2% af selskaberne), hvor de findes, er stemmeloftet 7,5%, 10% henholdsvis 20%. I selskabet med et stemmeloft på 7,5% (Danisco) er stemmeloftet i øvrigt under afskaffelse.

I Ringkjøbing Landbobank stammer stemmebegrænsningerne tilbage fra bankens etablering i 1886. Vi har spurgt vidt og bredt til, hvornår stemmebegrænsningerne generelt er blevet indført i de danske banker. Ingen af de adspurgte kan huske: Hvornår var det nu, det var. Det nærmeste vi kom på et svar var en udtalelse af direktør i Lokale Pengeinstitutter Jan Kondrup den 22. januar, 2009 i P1Business: ”De ejerbegrænsninger og stemmeretsbegrænsninger, der er i pengeinstitutterne, dem har aktionærerne indført i fuld åbenhed på generalforsamlinger, og det vil jo være et brud på aftalefriheden, hvis man så skulle til at slippe dem.”

Med henblik på at belyse dette forhold har Erhvervs- og Selskabsstyrelsen gravet ”gamle” vedtægter frem fra arkivet for de banker, der er med i nærværende undersøgelse. Disse vedtægter vedrører perioden 1978-1986.

Udviklingen i de børsnoterede danske bankers stemmebegrænsninger er angivet i tabel 1.

Tabel 1: Udviklingen i de børsnoterede danske bankers stemmebegrænsninger siden midten af 1980’erne og indtil 1. april 2009

Banker, der har:	Antal	I procent
Uændret ingen stemmebegrænsning	4	9%
Afskaffet stemmebegrænsning	2	5%
Indført stemmebegrænsning	0	0%
Skærpet omfanget af stemmebegrænsning	17	38%
Uændret omfang af stemmebegrænsning	11	25%
Reduceret omfanget af stemmebegrænsning	10	23%
I alt	44	100%

Note: Populationen er de 44 børsnoterede danske banker, der er med i denne undersøgelse. Banker, der er børsnoteret efter midten af 1980’erne, behandles i

opgørelsen som om, at de allerede var børsnoterede i midten af 1980'erne. Banker, der er faldet i 2008 og senere, behandles i opgørelsen som om, at de stadig er i live. Eksempelvis "Skærpet omfanget af stemmebegrænsning" betyder, at aktionæren for en given brøkdel af aktiekapitalen i dag kan afgive færre stemmer, end aktionæren kunne i midten af 1980'erne.

Vi ser, at stemmebegrænsningerne allerede var på plads før 1978-1986. To banker har afskaffet stemmebegrænsningerne i perioden, så vi nu har seks banker uden stemmebegrænsninger. Disse seks banker, der i øvrigt heller ikke har ejerbegrænsninger, har vi tildelt en hædersplads i form af en faktaboks.

For andre banker er stemmebegrænsningerne blevet skærpet. Dette skyldes i næsten alle tilfælde, at banken hen over perioden har udvidet sin aktiekapital og samtidig har fastholdt maksimum for det antal stemmer, som aktionæren kan afgive i henhold til bankens vedtægter. Et andet forhold, der giver anledning til bevægelse i den enkelte banks stemmebegrænsning, er når to banker fusionerer. Der skal i så fald laves et kompromis.

Vor konklusion er: Aktionærerne har ikke indført stemmeretsbegrænsninger i dette århundrede, og formentlig heller ikke i sidste fjerdedel af forrige århundrede.

Faktaboks: Danske børsnoterede banker uden stemme- og ejerbegrænsninger

<i>Bank</i>	<i>Bemærkning</i>
(Bonusbanken)	Overtaget af Vestjysk Bank.
Danske Bank	
Grønlandsbanken	
Kreditbanken	
Spør Nord Bank	
Vestfyns Bank	
(Nordea)	Ikke med i undersøgelsen.

Ejerbegrænsninger

I midten af 1980'erne havde den daværende (danske) Handelsbank erhvervet en større aktiepost i den daværende Aktivbanken. Det anså Aktivbankens ledelse som et problem. Problemet bestod i, at Handelsbanken eksempelvis kunne forhindre en aktiekapitaludvidelse i Aktivbanken, idet en aktiekapitaludvidelse kræver to tredjedels flertal efter såvel stemmer som aktiekapital på en generalforsamling. Handelsbanken kunne således tænkes at blokere for en aktiekapitaludvidelse og dermed lægge pres på Aktivbankens ledelse med henblik på overtagelse.

Aktivbankens aktionærer kunne overskue problemets omfang, idet Handelsbankens "belejring" indebar, at Aktivbankens aktiekurs fordobledes. Det var svært at kende forskel på ven og fjende.⁵

Handelsbanken nedlagde aldrig "veto" overfor Aktivbanken, og os bekendt har der ikke været eksempler herpå. Det endte i øvrigt med, at Aktivbanken blev overtaget af Sydbank.

På det tidspunkt var det ikke muligt at lave ejerbegrænsninger i danske børsnoterede selskaber. En ejerbegrænsning indebærer, at et selskab kan nægte samtykke til, at en aktionær kan eje mere end en bestemt ejerandel.

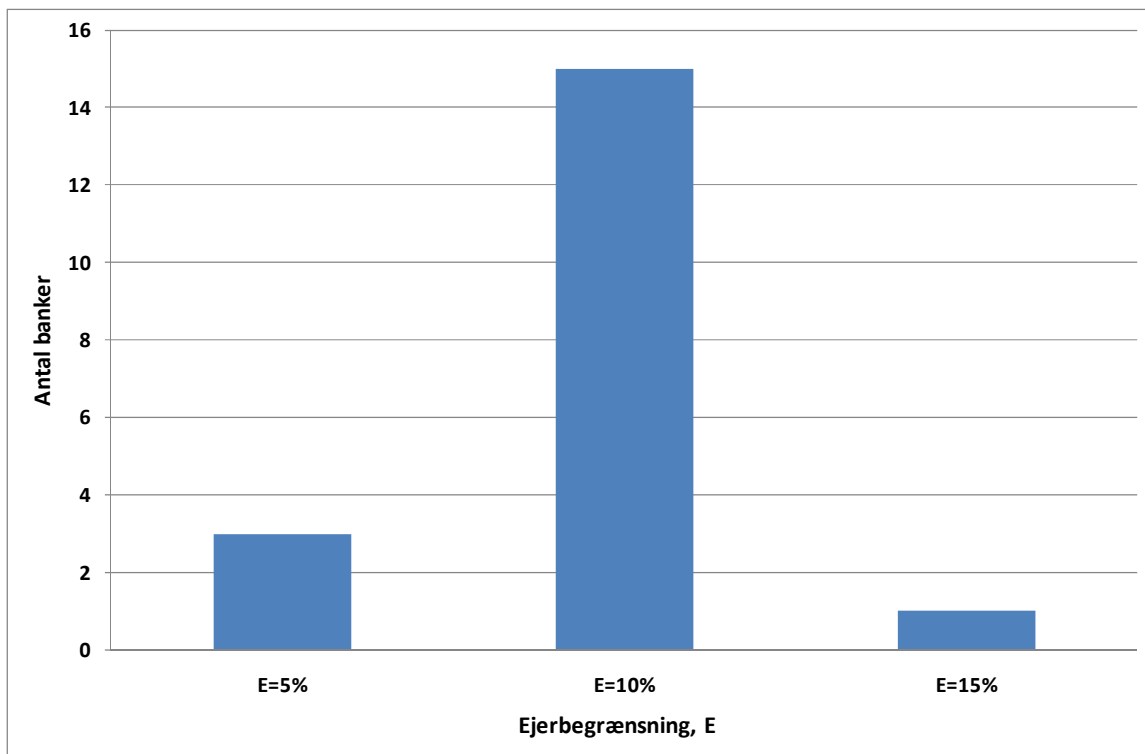
Dette ændredes i begyndelsen af 1990'erne. Dels skete der en nyfortolkning af børslovgivningen således, at en ejerbegrænsning under visse omstændigheder ikke ansås som en indskrænkning af aktiens frie omsættelighed. Dels blev aktieselskabsloven ændret således, at ejerbegrænsning kunne indføres, hvis 90% af tilstedeværende stemmer og aktiekapital på en generalforsamling stemte for ejerbegrænsningen, se Werlauff (1994). I denne forbindelse er det interessant, at alle banker, der efterfølgende indfører ejerbegrænsninger, alle i forvejen havde

stemmebegrænsninger. Det var således overkommeligt for ledelsen at få et 90% flertal på en generalforsamling.

Som den første indførte Jyske Bank i 1994 ejerbegrænsninger. I løbet af kort tid fulgte en række banker trop.

Ejerbegrænsningerne, der findes i 43% af de danske børsnoterede banker, er langt mere ensartede end stemmebegrænsningerne. Skabelonen til vedtægternes ejerbegrænsninger findes i tre varianter – alle formentlig formidlet videre af bankernes interesseorganisationer. Ejerbegrænsningen er som udgangspunkt på 10%, men der findes også to varianter med 5 og 15%. Standardiseringen har gjort sit indtog i dansk bankvæsen. Se nedenstående figur 2.

Figur 2: Ejerbegrænsninger i danske børsnoterede banker



Note: Figuren viser fordelingen af størrelsen på de ejerbegrænsninger, der findes i 19 af de børsnoterede banker. Ejerbegrænsningen er målt i procent af aktiekapitalen.

Alle banker, der har ejerbegrænsning, har som nævnt herudover en stemmebegrænsning, der typisk skal måles som en brøkdel af en promille. Ingen danske børsnoterede selskaber udenfor bankernes kreds har ejerbegrænsninger.

'En aktie – en stemme' debatten

Foreningen af Lokale Pengeinstitutter har flere gange fremført, at *undersøgelser* har vist, at stemme- og ejerbegrænsninger ikke har negativ effekt på bankerne.⁶

Dette udsagn er ikke korrekt, idet der de her præsenterede resultater er de første resultater på området. Vi har svært ved at forstå, at det skulle være nødvendigt at fremsætte sådanne udsagn, og at man vil lægge navn til dem.

Baggrunden for udsagnene er EU's forslag i begyndelsen af dette årti om at indføre princippet: En aktie – en stemme. Dette forslag skabte megen debat og modstand i EU fra mange forskellige sider. Som følge heraf foranledigede kommissionær McCreevy (der i parentes bemærket selv var en entusiastisk tilhænger af forslaget) et omfattende udredningsarbejde for at belyse forholdene ikke blot i EU, men bl.a. også i USA.

Set med danske øjne var den væsentligste afvigelse fra princippet om 'en aktie – en stemme' den omfattende anvendelse af A- og B-aktier i de børsnoterede selskaber uden for bankernes kreds. Godt en tredjedel af disse selskaber har i dag A- og B-aktier, hvorimod dette ikke er tilladt i banksektoren. Den anden danske afvigelse fra princippet om 'en aktie – en stemme' var danske bankers omfattende brug af stemme- og ejerbegrænsninger. Der var således basis for en dansk alliance mellem de øvrige selskaber og bankerne, men alligevel ikke. For A- og B-aktier er i

deres virkemåde dybt forskellige fra stemme- og ejerbegrænsninger. Ja, de to forhold befinder sig på hver sin ende af skalaen.

De stemmestærke A-aktier og de stemmesvage B-aktier muliggør, at man kan have en storaktionær, selvom storaktionæren ikke har ret mange penge. Altså '*En (A)aktie – mange stemmer*'. Fordelen består i, at ledelsen da bliver overvåget af en storaktionær, der som følge af stemmeretterne også har indflydelse. Der kan imidlertid også være ulemper (eksempelvis, at en storaktionær, der i realiteten ikke har ret mange penge i klemme, sikrer sig fordele på de øvrige aktionærers bekostning).

Stemme- og ejerbegrænsninger har den helt modsatte effekt af A- og B-aktier, idet vi her har '*En aktie – næsten ingen stemmer*'. Stemme- og ejerbegrænsninger enten umuliggør en storaktionær eller forhindrer effektivt indflydelse fra en storaktionær. Tilsvarende forhindres udskiftning af ledelser også, eksempelvis som følge af overtagelsesforsøg eller den latente fare herfor.⁷

A- og B-aktier spiller en vigtig rolle i en række EU-lande, hvorimod det samme ikke er tilfældet med stemme- og ejerbegrænsninger, se Shearman & Sterling (2007). Spanien og Italien er undtagelser hertil, men intet kommer i nærheden af den danske banksektor.⁸ I USA er stemmebegrænsninger ikke tilladt, og ejerbegrænsninger er så sjældent forekommende, at Bebchuck, Cohen og Ferrell (2009) end ikke har dem med i deres liste på 24 potentielle aktionærhindringer.

Hvad viste EU's udredningsarbejde så?

På det økonomiske område var EU's undersøgelse, udliciteret til Institutional Shareholder Service Europe, opdelt i teoretiske og empiriske studier, hvor al eksisterende litteratur blev gennemgået.

De teoretiske studier refereret i Burkhart og Lee (2007) viste, at der for de mest hyppigt forekommende (herunder A- og B-aktier samt pyramidekonstruktioner) afvigelser fra princippet om 'en aktie – en stemme' ikke kunne siges, om det alt i alt var en ulempe eller en fordel: "The conclusion is ambiguous", og sagen måtte derfor i henhold til det teoretiske survey afgøres på baggrund af faktiske (empiriske) undersøgelser.

Det teoretiske survey var dog anderledes klar i mælet for så vidt angår mere sjældent forekommende afvigelser fra princippet om 'en aktie – en stemme': *The verdict in the case of depositary certificates, voting and ownership ceilings is less ambiguous, since they insulate managers from both takeovers and effective shareholder monitoring* – citatet er fra abstraktet i Burkhart og Lee (2007).

En gennemgang af de empiriske undersøgelser i Adams og Ferreira (2007) viste, at der for de mest hyppigt forekommende (herunder A- og B-aktier samt pyramidekonstruktioner) afvigelser fra princippet om 'en aktie – en stemme' ikke kunne siges, om det alt i alt var en fordel eller en ulempe.

Gennemgangen viste imidlertid også, at der ikke kunne findes en eneste undersøgelse af stemme- og ejerbegrænsninger noget sted i verden for nogen som helst gruppe af virksomheder.

Disse konklusioner ryger direkte ind på lystavlen hos EU-kommissionens embedsmænd jf. Commission of the European Communities (2007): *However, no research papers could be identified estimating the impact on firm value of priority shares, depositary certificates, voting right ceilings ... Therefore, there is an empty box in relation to those mechanisms. It should also be noted that some of them are identified by the theoretical survey as the most dangerous ones.*

Den 3. oktober 2007 holdt kommissionær McCreevy en tale, hvor han redegjorde for resultatet af udvalgsarbejderne, se McCreevy (2007). På baggrund af de fundne resultater fandt han, at forslaget om en 'aktie – en stemme' burde tages af bordet. Vel var der enkelte hjørner, der kunne forbedres, men kommissionen burde bruge sin tid på andre og vigtigere opgaver.⁹

Der blev altså ikke identificeret en eneste empirisk undersøgelse af stemme- og ejerbegrænsninger i noget som helst land i nogen som helst branche. Så må nærværende og vore tidligere undersøgelser, Bechmann og Raaballe (2009a og 2009b), da vække glæde i bankernes interesseorganisationer.

Andre aktionærhindringer samt en lukket kultur

Der findes tre andre udbredte former for aktionærhindringer i den danske banksektor: Repræsentantskaber, navnenotering af aktierne samt for kort frist til at stille forslag til generalforsamling. Omfanget af aktionærhindringer i de børsnoterede banker sammenlignet med omfanget af de tilsvarende hindringer i øvrige danske børsnoterede selskaber fremgår af tabel 2.

Tabel 2: Aktionærhindringer i børsnoterede danske selskaber

	Banker		Andre selskaber	
	Antal	I %	Antal	I %
Samlet	44	100%	129	100%
<i>Aktionærhindringer</i>				
Ejerbegrænsning	19	43%	0	0%
Stemmebegrænsning	38	86%	3	2%
Repræsentantskab	33	75%	0	0%
Navnenotering af aktier	43	98%	41	32%
Kort frist til at stille forslag til generalforsamling	37	84%	61	47%

Note: Tabellen viser udbredelsen af de væsentligste aktionærforhindringer i de 44 børsnoterede danske banker i vores datasæt sammenlignet med den samlede population af 129 andre selskaber noteret på OMX Copenhagen.

Udover omfanget af de allerede nævnte stemme- og ejerbegrænsninger ses, at der i 75% af de børsnoterede banker er indirekte valg af bestyrelsen. På generalforsamlingen vælges et repræsentantskab (typisk 30-100 medlemmer), som senere vælger bestyrelsen. I henhold til bankens vedtægter er bestyrelsen typisk ikke ansvarlig overfor repræsentantskabet. Repræsentantskabet besidder typisk ikke en stor viden om banken. Sydbanks vedtægter illustrerer på udmærket vis repræsentantskabets rolle: ”Repræsentantskabet har pligt til at virke for Bankens trivsel og efter bedste evne at repræsentere Banken og bistå bestyrelse og direktion.”, se Sydbank (2009). Intet over, intet ved siden af ledelsen. I øvrige børsnoterede selskaber er der ikke eksempler på repræsentantskaber.

I 98% af de børsnoterede banker er det et krav, at bankens aktier skal være navnenoterede. Det indebærer, at banken kender aktionærerne og deres aktiebeholdning i banken, hvorimod den enkelte aktionær kun har oplysning om sin egen beholdning. Det er en stor fordel for bankens ledelse, eksempelvis ved fremskaffelse af blankofuldmagter fra ”venligtsindede” aktionærer. Krav om navnenotering forekommer i 32% af øvrige børsnoterede selskaber.

I 84% af de børsnoterede banker kan aktionærerne som følge af bankens vedtægter i praksis kun stille forslag til bankens generalforsamling, hvis dette forslag er indleveret inden offentliggørelsen af bankens årsregnskabsmeddelelse. Aktionærerne er ikke sat uden for døren ved bankens generalforsamling, men relevante forslag i forlængelse af årsregnskabet er de vedtægtsmæssigt afskåret fra at stille. Dette forhold er

dog i 47% af tilfældene heller ikke på plads hos øvrige børsnoterede selskaber.

Den nuværende aktieselskabslovs §71 går imidlertid forud for selskabets vedtægter og giver den enkelte aktionær en forslagsret. Men det er aktionæren, der har bevisbyrden med hensyn til, at aktionærens forslag er fremsendt tids nok til, at forslaget rent praktisk kan optages på dagsordenen. Det er således op ad bakke for aktionæren. For netop at undgå den usikkerhed, der knytter sig til den gældende bestemmelse, er det nu i den nye selskabslov fastsat i § 90, stk. 2, at såfremt forslaget er fremsat senest 6 uger før generalforsamlingen skal afholdes, *skal* punktet optages på dagsordenen. Den nye selskabslov er dog ikke til nogen hjælp i banksektoren, hvis bankerne opretholder praksis med kort tidsmæssig afstand mellem årsregnskabsmeddelelse, indkaldelse til generalforsamling og generalforsamling. Danske Bank har løst problemstillingen, se Danske Bank (2009). I henhold til Danske Banks finanskalender for 2010 har vi følgende datoer. Årsregnskabsmeddelelse: 4. februar 2010. Frist for forslag: 11. februar. Generalforsamling: 23. marts 2010. Måtte dette danne skole.

Den store udbredelse af aktionærhindringer i banksektoren er udtryk for en lukkethed og magtkoncentration uden egne penge, som vi stort set ikke finder i øvrige erhverv.

Dette giver sig også udtryk i, hvorledes banksektorens brancheorganisationer er organiseret. Bestyrelse og formandskab i eksempelvis Finansrådet består udelukkende af bankdirektører. Ikke én af bankernes bestyrelsesmedlemmer eller et andet medlem valgt af de egentlige ejere, aktionærene, er der blevet plads til.

I eksempelvis Landbrug & Fødevarer (det tidligere Landbrugsråd m.v.) består formandskab, fælles bestyrelse og primær bestyrelse som langt overvejende hovedregel af erhvervets ejere og ikke af dets direktører.

Der er noget at arbejde med i banksektoren.

Stemme- og ejerbegrænsninger er de to helt afgørende aktionærhindringer. De har næsten et sakrosankt tilsnit. Dog ikke mere hellige end, at de kan fjernes, når bankdirektøren finder behov herfor. Det første eksempel så vi, da Fionia Bank i december 2008 annoncerede efter en storaktionær med penge, se Morgenavisen Jyllands-Posten (2008). Stemme- og ejerbegrænsninger kunne i så fald fjernes ifølge bankens direktør og bestyrelsesformand. Interessant. Den formelle kompetence hertil ligger selvfølgelig hos bankens generalforsamling, men den reelle magt ligger altså andet steds.

Det andet og mere generelle eksempel så vi i forbindelse med bankpakke II. En af betingelserne for at få hybrid kernekapital var, at i fald den hybride kernekapital måtte komme til at udgøre mere end halvdelen af kernekapitalen, da kunne staten som ejer af den hybride kernekapital konvertere denne til almindelige aktier.¹⁰ I så fald ville staten have fuld stemmeret for disse aktier, og banken skulle ophæve stemme- og ejerbegrænsningerne. For banker, der havde bragt sig i en situation, så de måtte søge om hybrid kernekapital, var det ikke et problem. Vupti, så var det forhold indføjet i bankens vedtægter.

Det tredje eksempel så vi i forbindelse med Amagerbankens tiltagende vanskeligheder. Karsten Ree Holding stillede som en af betingelserne for at indskyde aktiekapital i Amagerbanken, at der i så fald ikke skulle være

stemmebegrænsninger i Amagerbanken. Heller ikke her var det noget problem – bare kom med pengene, se Amagerbanken (2009).

Nu kunne det tænkes, at der var en og anden, der synes, at vi er efter bankdirektørerne. Til belysning heraf kan vi erklære os hundrede procent enige i følgende udsagn af Storbritanniens centralbankchef Mervyn King – King (2009): “... the past two years have shown how dangerous it is to let bankers play with fire. This is not a question of blame – as Sir Walter rightly said, the majority in the industry are ‘good men’ and women. It is a matter of the incentives they face. To protect our genuinely successful financial centres ... reform of banking is essential.”

Hvordan klarer de sig?

Alle banker, der er faldet indtil nu, var isoleret fra aktiemarkedet og manglede bremseklodser på ledelsen.

Som følge af omfattende aktionærhindringer i de børsnoterede danske banker – se tabel 2 – er det forventeligt, at langt flere af bankerne er isoleret fra aktiemarkedet, end hvad der er tilfældet for øvrige børsnoterede danske selskabers vedkommende. Det er præcist det, som vi finder. To tredjedele af de børsnoterede banker er isoleret fra aktiemarkedet, hvorimod blot 10% af øvrige børsnoterede danske selskaber er isoleret fra aktiemarkedet. Og det går den forkerte vej. I år 2000, hvortil vore ejerskabsdata rækker, var kun halvdelen af de danske børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet. Man kunne have en formodning om, at den øgede isolering af bankerne skyldes, at bankerne i stor stil indførte ejerbegrænsninger fra midten af 1990’erne. Det er dog ikke hele forklaringen. Ganske vist stiger isoleringen af banker

med ejerbegrænsninger fra år 2000 og frem, men isoleringen af banker alene med stemmebegrænsninger stiger også.

I tabel 3 har vi angivet en række nøgletal for banker uden aktionærhindringer i form af stemme- og ejerbegrænsninger og for banker med forskellige former for aktionærhindringer. Som mål for bankernes resultater har vi valgt bankernes egenkapitalforrentning, defineret som nettoresultat divideret med primo egenkapital, og aktieafkast – begge for år 2006, hvor det næsten var umuligt ikke at tjene gode penge i banksektoren, og for år 2008. For banker, der ikke overlevede 2008, har vi anvendt en egenkapitalforrentning på minus 20%. Hvis vi i stedet udelader disse banker af opgørelsen, får vi kvalitativt set uændrede resultater.

Som mål for bankens risikoappetit har vi valgt bankens udlån i forhold til indlån samt bankens hensættelsesprocent defineret som hensættelser i forhold til udlån. Alle disse tal refererer til regnskabsåret 2008 og ultimo 2008 for balancetallenes vedkommende. For banker, der ikke overlevede 2008, har vi som balancetal anvendt primo 2008 tallene, og hensættelsesprocenten har vi sat til minus 4%. Hvis vi i stedet udelader disse banker af opgørelsen, får vi kvalitativt set uændrede resultater.

Da alle 44 banker i undersøgelsen har en eller flere aktionærhindringer, er det ikke muligt at sammenligne banker med og uden aktionærhindringer. Selv hvis vi alene ser på banker uden stemmebegrænsninger, er der blot 6 af disse. Dette er for lille et antal til at lave egentlige statistiske test, hvorfor vi har udeladt statistiske test i tabel 3.

I tabellen har vi grupperet de børsnoterede banker i banker alene med stemmebegrænsninger, banker med stemme- og ejerbegrænsninger og banker med stemme- og ejerbegrænsninger samt repræsentantskab. For alle disse tre grupper gælder, at deres resultater for såvel 2006 og 2008 er stort

set identiske, og forskellene er alene et udtryk for tilfældig variation. Tilsvarende gælder for bankernes appetit på risiko, målt ved udlån i forhold til indlån og hensættelsesprocent samt brøkdelen, der er isoleret fra aktiemarkedet.

Tabel 3: Corporate governance og resultater i børsnoterede banker med forskellige aktionærhindringer

		Isoleret		Gennemsnitlig					
		Antal	I procent	EKF 2006	EKF 2008	Afkast 2006	Afkast 2008	U/I	Hensættelsesprocent
Banker:	I alt								
med stemmebeg.	38	26	68%	18.91%	-6.35%	33.48%	-64.82%	1.28	1.94%
med stemme- og ejerbeg.	19	16	84%	17.70%	-7.31%	29.49%	-63.44%	1.26	2.08%
med stemme- og ejerbeg. + Rep.	17	14	82%	17.52%	-6.46%	27.39%	-63.36%	1.25	1.95%
uden stemme- og ejerbeg.	6	2	33%	17.36%	0.69%	61.21%	-63.38%	1.03	1.37%

Note: Tabellen sammenligner karakteristika og resultater i børsnoterede banker med forskellige aktionærhindringer (stemmebegrænsning, ejerbegrænsning og repræsentantskab). En bank er isoleret fra aktiemarkedet, hvis banken ikke har en større aktionær (5%), der er uafhængig af bankens ledelse. 'EKF' er egenkapitalforrentning, 'Afkast' er aktieafkast i det angivne år, 'U/I' er bankens udlån divideret med indlån, 'Hensættelsesprocent' er hensættelser på udlån i 2008 divideret med bankens udlån i 2008.

I 2006 ser vi, at banker uden stemme- og ejerbegrænsninger stort set har samme gennemsnitlige egenkapitalforrentning som de øvrige grupper, hvorimod banker uden stemme- og ejerbegrænsninger har et væsentligt højere gennemsnitligt aktieafkast end de øvrige grupper har. Det høje aktieafkast på 61% for gruppen af banker uden stemme- og ejerbegrænsninger er imidlertid forårsaget af en enkelt bank og illustrerer problemstillingen med små grupper.¹¹ For 2008 ser vi, at gruppen af banker uden stemme- og ejerbegrænsninger klarer sig væsentligt bedre med hensyn til egenkapitalforrentning (men ikke aktieafkast), end de øvrige grupper af banker gør. Vi ser endvidere af tabel 3, at banker uden stemme- og ejerbegrænsninger i gennemsnit påtager sig mindre risiko, end bankerne i de øvrige grupper gør. Endelig ses som forventet, at andelen af banker, der er

isoleret fra aktiemarkedet, er mindre i gruppen af banker uden stemmebegrænsninger end i de tre øvrige grupper.

Da aktionærhindrenger i den enkelte bank tenderer til, at banken isoleres fra aktiemarkedet, løser vi problemstillingen med ”de små grupper” ved som i Bechmann og Raaballe (2009a) at se på gruppen af børsnoterede banker, der er isoleret henholdsvis ikke isoleret fra aktiemarkedet. Resultatet heraf findes i tabel 4.

Tabel 4: Forskellen i resultater i børsnoterede banker, der isoleret fra aktiemarkedet og i banker, der ikke er isoleret fra aktiemarkedet

	I alt	Gennemsnit						
		EKF 2006	EKF 2008	Afkast 2006	Afkast 2008	Afkast 1:2008-7:2009	U/I	Hensættelsesprocent
Isoleret	28	20.33%	-9.86%	38.57%	-67.92%	-53.24%	1.35	2.43%
Ikke isoleret	16	15.83%	2.45%	34.84%	-58.85%	-39.87%	1.06	0.85%
<i>Forskel</i>		-4.50%	12.31%	-3.73%	9.07%	13.36%	-0.29	-1.58%
<i>Test for forskel</i>		**	***	IS	IS	**	***	***
	I alt	Median						
		EKF 2006	EKF 2008	Afkast 2006	Afkast 2008	Afkast 1:2008-7:2009	U/I	Hensættelsesprocent
Isoleret	28	19.42%	-4.79%	29.56%	-69.87%	-49.60%	1.26	1.92%
Ikke isoleret	16	16.77%	2.18%	35.83%	-60.47%	-39.87%	1.01	0.83%
<i>Forskel</i>		-2.66%	6.96%	6.27%	9.39%	9.73%	-0.26	-1.10%
<i>Test for forskel</i>		**	***	IS	IS	**	***	***

Note: Tabellen sammenligner resultater og risikotagning for børsnoterede banker, der er isoleret fra aktiemarkedet og banker, der ikke er isoleret fra aktiemarkedet, hvor en bank er isoleret fra aktiemarkedet, hvis banken ikke har en større aktionær (5%), der er uafhængig af bankens ledelse. 'EKF' er egenkapitalforrentning, 'Afkast' er aktieafkast, 'U/I' er bankens udlån divideret med indlån, 'Hensættelsesprocent' er hensættelser på udlån i 2008 divideret med bankens udlån i 2008. Test for forskel er baseret på henholdsvis et standard t-test og et standard Wilcoxon rank-sum test. ***, **, * indikerer signifikans på 1% henholdsvis 5% og 10% niveau. IS betyder ikke signifikant.

De to grupper af banker præsterer stort set lige godt i 2006. Dog præsterer børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet lidt bedre (og signifikant) end børsnoterede banker ikke isoleret fra aktiemarkedet med hensyn til egenkapitalforrentning.

Gruppen af børsnoterede banker ikke isoleret fra aktiemarkedet præsterer markant og signifikant bedre end gruppen af børsnoterede banker isoleret fra

aktiemarkedet i 2008, målt på såvel gennemsnitlig som median egenkapitalforrentning. Samme resultat ses med hensyn til aktieafkast, hvor forskellen dog ikke er signifikant (måler vi i stedet forskellen i aktieafkast over perioden januar 2008 til juli 2009 er denne forskel dog såvel markant som signifikant).

Vi ser også, at risikotagningen i gruppen af børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet er markant og signifikant højere end risikotagningen i børsnoterede banker ikke isoleret fra aktiemarkedet. Det gælder for såvel gennemsnit som median af udlån i forhold til indlån som hensættelsesprocent.

Konkluderende har vi altså, at de omfattende aktionærhindringer i danske børsnoterede banker sammenlignet med øvrige danske børsnoterede selskaber indebærer, at to tredjedele af de børsnoterede banker er isoleret fra aktiemarkedet, hvorimod blot 10% af øvrige danske børsnoterede selskaber er isoleret fra aktiemarkedet. Og det er et problem at være isoleret fra aktiemarkedet, idet vi finder, at de børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet har dårligere resultater og højere risiko end børsnoterede banker ikke isoleret fra aktiemarkedet. Dog er der en tendens til, at banker isoleret fra aktiemarkedet i 2006 har lidt bedre resultater end banker ikke isoleret fra aktiemarkedet.

Selv om en børsnoteret bank er isoleret fra aktiemarkedet, og der dermed ikke er en ”boss” til at holde ledelsen i ørerne, kan det jo tænkes, at nogle af disse bankledelser holder sig på måtten rent risikomæssigt og også præsterer pæne resultater. Dette var et af undersøgelsesspørgsmålene i Bechmann og Raaballe (2009a og 2009b). Svaret var bekræftende for nogle bankdirektørers vedkommende.

I henhold til ovennævnte undersøgelse(r) havde næsten alle bankdirektører i gruppen af børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet mulighed for at tiltage sig væsentlig incitamentsafløvning, men ikke alle gjorde det. Det viste sig, at gruppen af bankdirektører, der tiltog sig væsentlig incitamentsafløvning, allerede inden udviste høj risikoappetit. Det var altså ikke incitamentsafløvningen, der var årsag til den højere risikotagning. Den var til stede inden. Det er således personlige egenskaber hos bankdirektøren, der afgør, om denne tiltager sig væsentlig incitamentsafløvning eller ej. Tilstedeværelsen af væsentlig incitamentsafløvning er således udtryk for risikabel adfærd (og i parentes bemærket ville et forbud mod væsentlig incitamentsafløvning ikke havde forhindret den risikable adfærd).

I tabel 5 har vi opdelt gruppen af børsnoterede banker, der er isoleret fra aktiemarkedet, i banker med væsentlig incitamentsafløvning henholdsvis ikke væsentlig incitamentsafløvning, hvor væsentlig incitamentsafløvning tjener som en (imperfekt) indikator for, at bankdirektøren udviser risikabel adfærd.

Tabel 5: Forskellen i resultater for børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet med væsentlig incitamentsafløvning og børsnoterede banker isoleret fra aktiemarkedet men uden væsentlig incitamentsafløvning

Gennemsnit	I alt	EKF 2006	EKF 2008	Afkast 2006	Afkast 2008	U/I	Hensættelsesprocent
Uden væsentlig incitamentsafløvning	15	19.06%	-1.80%	36.78%	-63.81%	1.25	1.79%
Med væsentlig incitamentsafløvning	13	21.80%	-19.17%	41.36%	-72.67%	1.46	3.17%
Forskel		2.74% IS	-17.38% ***	4.58% IS	-8.86% IS	0.21 *	1.38% **

Median	I alt	EKF 2006	EKF 2008	Afkast 2006	Afkast 2008	U/I	Hensættelsesprocent
Uden væsentlig incitamentsafløvning	15	19.37%	-0.70%	31.27%	-62.81%	1.19	1.12%
Med væsentlig incitamentsafløvning	13	21.07%	-20.00%	26.98%	-74.09%	1.41	3.40%
Forskel		1.70% IS	-19.30% ***	-4.30% IS	-11.28% IS	0.22 *	2.28% *

Note: Tabellen sammenligner børsnoterede banker, der er isoleret fra aktiemarkedet og som har væsentlig incitamentsafløvning (mere end 20% af fast løn) med børsnoterede banker, der er isoleret fra aktiemarkedet og som ikke har væsentlig incitamentsafløvning. 'EKF' er egenkapitalforrentning, 'Afkast' er aktieafkast i det angivne år, 'U/I' er bankens

udlån divideret med indlån, 'Hensættelsesprocent' er hensættelser på udlån i 2008 divideret med bankens udlån i 2008. Test for forskel er baseret på henholdsvis et standard t-test og et standard Wilcoxon rank-sum test. ***, **, * indikerer signifikans på 1% henholdsvis 5% og 10% niveau. IS betyder ikke signifikant.

Vi ser, at de to grupper af banker præsterer stort set lige godt i 2006. Men i 2008 klarer banker uden væsentlig incitamentsaflønnning sig langt bedre på alle mål end banker med væsentlig incitamentsaflønnning. Tilsvarende ses for risikotagningen i de to grupper af banker, at bankerne med væsentlig incitamentsaflønnning har taget signifikant mere risiko end bankerne uden væsentlig incitamentsaflønnning.

Tabel 5 giver altså et vist belæg for, at der er nogle bankdirektører, der er i stand til at holde sig på måtten, selvom de ikke har en "boss" til at holde sig i ørerne.

Problemet er at finde ud af, hvilke bankdirektører, der ikke selv kan finde ud af at holde sig på måtten. Og vel at mærke at finde ud af det, inden det er for sent. Vi har udført et meget foreløbigt forsøg på at identificere de risikable bankdirektører ud fra objektive forhold som køn, alder, anciennitet, uddannelse, professionelle netværk etc. Og har ikke fundet noget svar.

Vor opfattelse er, at denne identifikationsopgave kun kan løses af en kompetent bestyrelse, der er uafhængig af bankdirektøren. Det vil sige en bestyrelse, der repræsenterer aktionærerne. Altså nytter det ikke noget at lægge hindringer i vejen for aktionærerne.

Too big to fail?

For danske banker mindre end de fire største er svaret på spørgsmålet nej, men også ja. Nej i den forstand, at selv større banker er sendt under afvikling. Ja i den forstand, at indskyderne forståeligt nok er blevet reddet.

De yderste kreditorer i form af hybrid- og ansvarlig lånekapital har dog måttet vinke farvel til deres penge.

Skulle vi få endnu en bankkrise, vil der ikke blive råd til i fuldt omfang at redde indskyderne. Og selv fjernelse af stemme- og ejerbegrænsninger og dermed reetablering af aktionærerne som bremseklods vil ikke være nok, idet aktionærdrevne banker også har tilskyndelse til at spekulere mod staten i form af for store risici, når bankernes egenkapital er for lav.

Lav kapitalisering indebar, at det gik godt for bankens ledelse og aktionærer, da det gik op, hvorimod staten måtte tage skraldet, da det gik ned (for uddybende beskrivelse af denne problemstilling henvises til Bechmann og Raaballe, 2008). Tilsvarende indebar 'too big to fail', at de store banker kunne få billige lån, idet store kreditorer forventede, at de også mere eller mindre ville blive reddet, når de lånte ud til de store banker. Om omfanget af dette forhold udtaler Storbritanniens centralbankchef Mervyn King: "... has created possibly the biggest moral hazard in history. The 'too important to fail' problem is too important to ignore."

Der diskuteres flere løsninger på problemet. En af disse består i at reducere de store bankers størrelse således, at de ikke længere er 'too big'. Det vil i Danmark dreje sig om Nordea og Danske Bank. Vi finder ikke, at det vil være en god løsning i en lille økonomi med en stor udenrigshandel. Vore erhvervsvirksomheder har brug for internationale banker, såvel danske som udenlandske. Samtidig er vi af den opfattelse, at det var ønskeligt, at vor tredje og fjerde største banker var større. Det kunne imidlertid være en overvejelse værd at undersøge, om det alt i alt tjener noget samfundsgavnligt formål også at lade bankerne drive forsikrings- og realkreditvirksomhed med alt, hvad dette indebærer.

En mere naturlig løsning på problemstillingen er at stille krav om, at banken har nok af gammeldags egenkapital – eksempelvis mindst 12% af bankens balance med yderligere tillæg proportional med bankens risikotagning. Hvis denne grænse passeres, overtages banken af det offentlige, og aktionærernes aktier bliver værdiløse.

Fordelen ved en sådan ordning er, at der ikke kan spekuleres mod skatteborgerne, og at regningen havner hos ledelsen og aktionærerne. Nogle vil måske hævde, at det er dyrere at finansiere banken ved hjælp af egenkapital end ved lån i form af ansvarlig- og hybridkapital. Det er vi ikke enige i, hverken ud fra skattemæssige- eller andre forhold. En ordning med mere egenkapital ødelægger således ikke nogen form for international konkurrenceevne. Men vi er enige i, at det er en ulempe for ledelsen og aktionærerne, idet der da ikke længere kan drives moral hazard mod skatteyderne.

For at en sådan ordning kan virke, kræves det, at der øjeblikkeligt gribes ind, på en ganske konsekvent måde og med hundrede procents troværdighed, når bankens egenkapital passerer den nedre tærskel. I modsat fald disciplineres bankens ledelse ikke.

Ulempen er altså, at der stilles store krav til et finanstilsyn. Er man betænkelig herved, skal man gøre sig klart, at alternativet er at lade bankerne sejle deres egen sø og dermed overlade dem til markedet ligesom øvrige danske selskaber.

Man kan også helt berettiget indvende, at det aldrig er objektivt, hvornår en banks egenkapital passerer den nedre grænse – jævnfør den standende diskussion mellem Finanstilsynet og en række trængte danske banker. Det problem er imidlertid relativt let at løse. Banken optager på forhånd lån, som banken kan forlange konverteret til egenkapital på det tidspunkt, hvor

Finanstilsynet gør gældende, at den nedre grænse for egenkapital passerer. Man løser herved et muligt fejlproblem, og regningen i form af en merpris på de konverterbare lån bliver betalt af dem (aktionærerne), som bør betale. På ovennævnte forhold vil der komme overnationale reformer, men der vil nødvendigvis skulle suppleres med et stort dansk islæt i de endelige reformer på dette område.

Konklusioner og forslag

Som påvist er corporate governance strukturen i flertallet af de danske børsnoterede banker speciel set i såvel et nationalt som et internationalt perspektiv. Aktionærerne har intet at skulle have sagt i det store flertal af danske banker. Ledelsen bestemmer det hele.

Det er netop kendetegnet for de otte børsnoterede banker, der er faldet, og dem, der måske er på vej.

Vi kunne således formentlig have undgået de fleste af disse ulykker, hvis der havde været en sædvanlig corporate governance struktur i disse banker.

Forudsætningen herfor er, at aktionærer har ret til at stemme for deres aktier. Vi foreslår derfor, at stemme- og ejerbegrænsninger fjernes i de danske børsnoterede selskaber. Men, når aktionærerne stort set ikke kan stemme, og der er lagt yderligere forhindringer i vejen for aktionærerne, kan en fjernelse af stemme- og ejerbegrænsningerne ikke ske på aktionærernes initiativ. Om dette forhold skriver Morgenavisen Jyllands-Postens (2009e) lederskribent den 10. november : ” ... (Aktionærens beslutning) skal ikke kunne begrænses af vedtægter eller bestemmelser, som reelt er umulige at omgøre, når de først er indført, medmindre direktion og bestyrelse måtte ønske dem omgjort.” Vi gør disse ord til vore ord.¹²

Fjernelsen af stemme- og ejerbegrænsninger kan gøres lovgivningsmæssigt, enten via selskabslovgivningen, via lov om finansiel virksomhed eller via børslovgivningen. Samfundet og aktionærerne vil få en gevinst heraf, og ikke én uden for banksektoren vil gøre, hverken nationalt eller internationalt.

Det kan også ske ved at give bankledelserne en tilskyndelse i lighed med de tilskyndelser, der blev brugt i forbindelse med de to bankpakker. Eksempelvis kunne banker uden stemme- og ejerbegrænsninger og med en passende mængde egenkapital få tildelt en indskydergaranti på 2,5 mio. kr. uden at skulle betale ekstra herfor. Det ville ikke være så bekosteligt, idet statens risiko på sådanne banker er langt mindre end på øvrige banker, se Grosen og Raaballe (2009). Forslaget vil også være godt for private indskydere og mindre erhvervsdrivende. Der er ganske mange af disse, der på et tidspunkt i deres livsforløb har et større beløb stående på en bankkonto, og stort set ingen af disse indskydere kreditvurderer deres bank. Det er en opgave for professionelle indskydere.¹³

Når bankaktionærer også kan stemme med deres aktier, er der efter vor opfattelse ikke tilstrækkelig grund til at lovgive mod andre aktionærhindringer som eksempelvis repræsentantskaber, navnenoterede aktier og specielle vedtægter. Stillingtagen hertil overlades til aktionærerne.

Lovgivningen omkring sparekassefonde i lov om finansiel virksomhed bør ændres. De børsnoterede sparekassers aktionærer, herunder sparekassefondene, skal naturligvis have stemmeret i de børsnoterede sparekasser, men de børsnoterede sparekasser skal ikke have nogen indflydelse på sparekassefondene.

Der vil såvel nationalt som overnationalt blive stillet krav om et langt mere effektivt og uafhængigt tilsyn med bankerne. Finanstilsynet har længe været fejlplaceret, og de sidste par år har alle vel kunnet se det. Vi ser ikke anden

løsning end at lægge Finanstilsynet ind under Nationalbanken, der samtidig må opruste bankfagligt.

Som diskuteret vil der overnationalt blive stillet krav om væsentligt forøget omfang og kvalitet af egenkapitalen i bankerne. Gammeldags egenkapital på et niveau på mindst 12% af balancen er ganske tænkeligt. Det vil blive en omvæltning for nogle danske banker. Der er langt fra 3-6% op til 12% plus. Men det er nødvendigt for staten.

Nationale reformer, ikke penge, er påkrævet. Det er en politisk opgave og et politisk ansvar. Den danske statskasse kan næppe klare en omgang mere.

Litteratur

Adams, Renee og Daniel Ferreira, 2007: *One Share, One Vote: The Empirical Evidence*. ECGI WP No. 177/2007.

Amagerbanken, 2009: *Selskabsmeddelelse nr. 20*. 4. november.

Bankinfo, 2009: *På trods af to finansielle kriser i dette århundrede er der stabilitet i ledelserne af de danske pengeinstitutter*. Månedsbrev Nr. 09, Bjarne Jensen Consult.

Bebchuck, Lucian, Alma Cohen og Allen Ferrell, 2009: What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, Vol. 22 (2), s. 783-827.

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

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009a: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord? *Finans/Invest*, 6/09, s. 16-25.

Bechmann, Ken L., og Johannes Raaballe, 2009b: *Poor Corporate Governance and Powerful CEOs in Banks: Bad Performance, Excessive Risk-Taking, and a Misuse of Incentive-Based Compensation*. Working Paper.

Bechmann, Ken L., Anders Grosen og Johannes Raaballe, 2009: Den Danske Bankkrise 2008–. Kapitel 18 i Bukh, Per Nikolaj og Niels Peter

Mols (Red.): *Strategi & Driftsøkonomi – Festskrift for Ole Ø. Madsen*. Gyldendal, s. 262-278.

Burkhart, Mike og Samuel Lee, 2007: *The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective*. ECGI WP No. 176/2007.

Commission of the European Communities (2007): *Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies*. Commission Staff Working Document, 12. december.

Danmarks Nationalbank, 2008: *Finansiel Stabilitet, 1. halvår 2008*.

Danske Bank, 2009: *Finanskalender 2010 for Danske Bank A/S*. Fondsbørsmeddelelse, 11. august.

Foos, Daniel, Lars Norden and Martin Weber, 2009: *Loan Growth and Riskiness of Banks*. Working Paper. University of Mannheim.

Grosen, Anders og Johannes Raaballe, 2009: *En bankpakke der virker*. Morgenavisen Jyllands-Posten, Erhvervskronik, 6. januar.

Jyske Bank, 2009: *Vedtægter*, 2. april. Findes på www.jyskebank.dk.

King, Mervyn, 2009: *Speech by Mervyn King, Governor of The Bank of England, to Scottish business organisations, Edinburgh*. 20. oktober.

Linnebjerg, Søren, 2008: *Ejerskabs- og bestyrelsesstrukturen i Danmark*. Hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

McCreevy, Charlie, 2007: *Speech By Commissioner McCreevy at the European Parliament's Legal Affairs Committee*. 3. oktober.

Morgenavisen Jyllands-Posten, 2008. *Fionia Bank på jagt efter ny kapital*. 12. december.

Morgenavisen Jyllands-Posten, 2009a. *Nationalbankchefen revser Finanstilsynet*. 20. februar.

Morgenavisen Jyllands-Posten, 2009b. *Bankdirektørerne om finanskrisen*. 10. august.

Morgenavisen Jyllands-Posten, 2009c. *Pengeinstitutter mætte af pakker*. 10. august.

Morgenavisen Jyllands-Posten, 2009d. *Statslån til opkøb af banker*. 19. september.

Morgenavisen Jyllands-Posten, 2009e. *Bankdemokrati*. Leder, 10. november.

Raaballe, Johannes, 2008: *Bankernes udlånsfest*. Morgenavisen Jyllands-Posten, Erhvervskronik, 24. december.

Rask, Susanne, 2008: *Empirisk studie af sammensætningen af bestyrelserne i de danske børsnoterede selskaber i forhold til ejerskabsstrukturen*. Hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Ringkjøbing Landbobank, 2009a: *God Selskabsledelse*, 4. februar. Findes på www.landbobanken.dk.

Ringkjøbing Landbobank, 2009b: *Vedtægter*, 25. februar. Findes på www.landbobanken.dk.

Shearman & Sterling, 2007: *Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study*. External Study Commissioned by the European Commission. May 18 2007.

Sydbank, 2009: *Vedtægter*, 15. september. Findes på www.sydbank.dk.

Werlauff, Erik, 1994: *Selskabsret*. Thomson Reuters.

¹ Vi takker Lene Nielsen og Helle Jahn, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, for fremsendelse af et komplet sæt af gamle bankvedtægter. Vi takker endvidere Noe Munck samt Jesper Lau Hansen for hjælp i forbindelse med juridiske spørgsmål. Endelig takker vi for kommentarer fra Anders Grosen.

² Se udtalelser i Morgenavisen Jyllands-Posten af formand for lokale Pengeinstitutter, Bent Naur – Morgenavisen Jyllands-Posten (2009c) – og direktør i Lokale Pengeinstitutter, Jan Kondrup, se Morgenavisen Jyllands-Posten (2009d).

³ I henhold til lov om finansiel virksomhed skal flertallet af bestyrelsen i de sparekassefonde, der er opstået ved, at en sparekasse er omdannet til en bank, bestå af bestyrelsesmedlemmer fra den pågældende bank. Det krav opfyldes til fulde, idet det er helt typisk, at alle medlemmer i sparekassefondens bestyrelse udgøres af bankens bestyrelse. Bankens ledelse kontrollerer således sig selv. Det skal gå galt, og det er gået galt.

⁴ Databasen er oprindeligt udarbejdet af Linnebjerg (2008) og Rask (2008).

⁵ Efter vor opfattelse er det bedste værn mod overtagelse, at banken drives ordentligt i aktionærernes interesse. Herved er banken for dyr at overtage.

⁶ Se f.eks. udtalelser i Børsen den 11. december 2008 og i P1Business den 22. januar 2009.

⁷ En implikation af stemme- og ejerbegrænsninger er altså, at vi må forvente at se færre udskiftninger af ledelser i selskaber, der har sådanne begrænsninger, end i selskaber, der ikke har. Det er præcist, det man finder for danske bankers vedkommende. Se eksempelvis fodnote 8 i Bechmann og Raaballe (2009a) samt Bankinfo (2009).

⁸ Den danske banksektor er ikke identificeret/nævnt i undersøgelsen, idet der alene undersøges på landeniveau.

⁹ Efter vor opfattelse er forløbet i EU-kommissionen et eksempel på oplyst demokrati, når det er bedst.

¹⁰ Hybrid kernekapital betyder evigtvarende lån, der risikomæssigt er placeret lige efter aktierne. Kernekapitalen er summen af egenkapitalen og den hybride kernekapital. Den hybride kernekapital kan dog ikke udgøre mere end halvdelen af kernekapitalen.

¹¹ Aktieafkastet på 61% i 2006 er drevet af Bonusbankens aktieafkast på knap 160% i 2006, hvor Bonusbanken afskaffede stemme- og ejerbegrænsningerne i banken. Også på det punkt skal vi advare mod at fæste for meget lid til en enkelt observation.

¹² En ophævelse af stemme- og ejerbegrænsningerne i et selskab kræver ikke blot et flertal på en generalforsamling, men i henhold til aktieselskabsloven et to tredjedels flertal efter såvel stemmer som aktiekapital repræsenteret på generalforsamlingen. Det er ganske uopnåeligt for små aktionærer næsten uden stemmeret.

Hertil kommer, at direktion og bestyrelse i ganske mange tilfælde allerede inden generalforsamlingen disponerer over langt mere end en tredjedel af aktiekapitalen repræsenteret på generalforsamlingen som følge af blankofuldmagter og det forhold, at de afhængige aktionærer (især sparekassefondene) har deponeret deres stemmer og aktiekapital hos ledelsen.

Man skulle tro, at dette rækker. Men herudover umuliggøres ophævelse af stemme- og ejerbegrænsninger som følge af særegne vedtægter i en lang række banker. Ophævelse af stemme- og ejerbegrænsninger i eksempelvis Jyske Bank kræver et flertal på 3/4 efter såvel stemmer som aktiekapital på generalforsamlingen, og at mindst 90% af aktiekapitalen er repræsenteret på generalforsamlingen, se Jyske Bank (2009).

¹³ Fjernelse af stemme- og ejerbegrænsninger i bankerne vil i øvrigt ikke give anledning til misbrug. Finansielle virksomheder må ikke udstede A- og B-aktier. En begrundelse herfor er, at man vil forhindre, at stemmestærke og pengesvage ejere kan misbruge bankens aktiver til egen fordel. Tilsvarende og af samme grund skal Finanstilsynet i henhold til lov om finansiell virksomhed godkende ejerskab på 10% og derover i finansielle virksomheder. Vi har således allerede redskaberne til at forhindre misbrug, og fjernelse af stemme- og ejerbegrænsninger vil således ikke give anledning til en ny problemstilling i denne henseende.

Management Working Paper

- 2006-3: Thomas Busch, Bent Jesper Christensen and Morten Ørregaard Nielsen: The Role of Implied Volatility in Forecasting Future Realized Volatility and Jumps in Foreign Exchange, Stock, and Bond Markets.
- 2006-4: Niels Stender: Expected Present Value of a Customer.
- 2006-5: Niels Stender: A Quantitative Model of Dynamic Customer Relationships.
- 2006-6: Niels Stender: Fast Kernel Regression.
- 2006-7: Niels Stender: Analyzing Customer Lifetime Value using Tree Ensembles.
- 2006-8: Carina Sponholtz: Determinants of CEO Turnover in Public and Private Firms in Denmark - CEO and Firm Characteristics
- 2006-9: Charlotte Christiansen, Juanna Schröter Joensen and Jesper Rangvid: Gender, Marriage, and the Decision to Invest in Stocks and Bonds: Do Single Women Invest More in Less Risky Assets?
- 2007-1: Jie Zhu: Testing for Expected Return and Market Price of Risk in Chinese A-B Share Markets: - A Geometric Brownian Motion and Multivariate GARCH Model Approach
- 2008-1: Jørn Flohr Nielsen, Lars Bonderup Bjørn and Mikael Søndergaard: Coping with Remote Control: Scandinavian Subsidiaries in Germany and East Asia 1995-2005
- 2008-2: Jørn Floh Nielsen and Erik Riiskjær: From Patient Surveys to Organizational Change: Attention, Accept, and Action?
- 2008-3: Jakob Stig Hedensted and Johannes Raaballe: Dividend Determinants in Denmark
- 2008-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske banker og finanskrisen
- 2009-1: Kristina Risom Jespersen: Information paradox of new product development: A case of decision-makers' focus of attention
- 2009-2: Kristina Risom Jespersen: Information source exploitation/exploration and NPD decision-making
- 2009-3: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?
- 2009-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Manglende bremseklodser i danske banker