



## **Dette værk er downloadet fra Danskernes Historie Online**

**Danskernes Historie Online** er Danmarks største digitaliseringsprojekt af litteratur inden for emner som personalhistorie, lokalhistorie og slægtsforskning. Biblioteket hører under den almennyttige forening Danske Slægtsforskere. Vi bevarer vores fælles kulturarv, digitaliserer den og stiller den til rådighed for alle interesserede.

### **Støt vores arbejde – Bliv sponsor**

Som sponsor i biblioteket opnår du en række fordele. Læs mere om fordele og sponsorat her: <https://slaegtsbibliotek.dk/sponsorat>

### **Ophavsret**

Biblioteket indeholder værker både med og uden ophavsret. For værker, som er omfattet af ophavsret, må PDF-filen kun benyttes til personligt brug.

### **Links**

Slægtsforskerens Bibliotek: <https://slaegtsbibliotek.dk>

Danske Slægtsforskere: <https://slaegt.dk>



MICHAEL MØLLER OG NIELS CHR. NIELSEN

# DANSK REALKREDIT GENNEM 200 ÅR





# DANSK REALKREDIT Gennem 200 ÅR

Michael Møller og Niels Chr. Nielsen

DANSK REALKREDIT Gennem 200 ÅR

1. udgave 1. oplag 1997

© BRFKredit og forfatterne

Omslag: BRFKredit efter forelægget

„Amagertorv, Københavns Brand 5. juli 1795“,

venligst udlånt af Det kongelige Bibliotek

Produktion: Nørhaven A/S, Viborg

Layout & Sats: BRFKredit DeskTopService

ISBN: 87-980007-80

Printed in Denmark 1997

MICHAEL MØLLER OG NIELS CHR. NIELSEN

# DANSK REALKREDIT GENNEM 200 ÅR

*BRFkredit har med udgivelsen af denne bog ønsket at markere 200 års dagen den 1. marts 1997 for stiftelsen af Danmarks første realkreditinstitut, Kreditkassen for Husejerne i København. Kreditkassen fusioneredes i 1975 ind i BRFkredit.*

*BRFkredit har fundet det værdifuldt at få belyst realkreditens udvikling gennem de 200 år, der nu er forløbet – ikke ved et jubilæumsskrift af mere traditionel karakter, men ved et skrift som mere bredt beskæftiger sig med de faktorer og sammenhænge, der har været bestemmende for udviklingen. Herved vil skriftet forhåbentligt også være af interesse for kredse uden for realkreditens verden.*

*BRFkredit har bedt professorerne Michael Møller og Niels Chr. Nielsen, Handelshøjskolen i København, om at udarbejde bogen. Forfatterne har stået frit med hensyn til indholdet, og de synspunkter og konklusioner, der kommer til udtryk, er forfatternes.*

*Februar 1997  
BRFkredit*



# INDHOLDSFORTEGNELSE

---

1. Forord .....	side	9
2. Indledning .....		11
3. Hvad er det, der har 200 års jubilæum? .....		23
4. Danmark og markedsmekanismen for 200 år siden ....		29
5. Liberalisme, socialisme og marxisme .....		37
6. Den kooperative bevægelse .....		41
7. Udviklingen i den finansielle sektor de sidste 200 år ...		51
8. Den første 50-årsperiode: Den enlige kreditforening ....		71
9. Den anden 50-årsperiode: Kreditforeningstankens gennembrud .....		89
10. Den tredje 50-årsperiode: Kulmination og problemer .....		111
11. Den fjerde 50-årsperiode: Lappeløsninger og nye metoder .....		123
12. Pålydende renter og konvertering .....		135
13. En kreditforenings målsætning .....		143
14. Realkreditens løbende tilpasning og fremtidige udfordringer .....		151
15. Konklusion .....		161

# 1. FORORD

---

*Selv om en institution har overlevet i 200 år, betyder det ikke, at den er uændret. Tværtimod kunne det måske være svært for de oprindelige stiftere i dagens version at genfinde meget af det, de oprindeligt startede. I løbet af en 200 års periode er der sket store ændringer i strukturen på kapitalmarkedet og i samfundet i øvrigt. De finansielle institutioner har måttet tilpasse sig hertil.*

*Hovedvægten i nærværende fremstilling er lagt på realkreditens strukturelle udvikling i løbet af de sidste 200 år. Fremstillingen retter sig derfor lige så meget mod personer, der interesserer sig for økonomisk teori, herunder specielt interesse for realkredit. Der er derimod ikke tale om en detaljeret fremstilling af realkreditens historie.*

*Vi skylder BRFkredits bibliotek tak for hjælpen med fremskaffelse af litteratur på området. Herudover har specielt Jørgen Strandhøj og Jan Østergaard fra BRFkredit bidraget med kommentarer til de første manuskriptudkast.*

*Bogen er blevet til på opfordring fra BRFkredit. Det skal dog understreges, at alene forfatterne hæfter for de fremsførte synspunkter.*

*Frederiksberg, februar 1997  
Michael Møller – Niels Chr. Nielsen*

## 2. INDLEDNING

---

Det første danske realkreditinstitut blev oprettet for 200 år siden, nemlig i 1797. Det udefra kommende „stød“, der var anledningen til oprettelsen, var Københavns brand i 1795, der skabte et behov for et organiseret kreditmarked, fordi der over en kortere periode skulle opføres et stort antal bygninger.

I de forløbne 200 år har realkreditinstitutterne spillet en ganske væsentlig rolle på det danske kapitalmarked. Det er imidlertid også klart, at realkreditinstitutterne har ændret sig meget over tiden og specielt i disse år ændrer sig drastisk. For 25 år siden talte man om kreditforeningstanken. Idag taler man først og fremmest om realkredittanken. For i disse år skyder der nye realkreditinstitutter frem, som ikke bygger på foreningstanken, men tværtimod på en gevinstmaksimerende, privatkapitalistisk aktieselskabstankegang. Derudover er de gamle kreditforeninger blevet omdannet til aktieselskaber. Selv om disse domineres af foreninger, er der klart en tendens i retning af, at de eksisterende gamle kreditforeninger vil ændre karakter og blive profitmaksimerende, uanset foreningsindflydelsen.

Som følge af realkreditsystemets alder, og som følge af de mange kreditforeninger og hypotekforeninger, der har eksisteret, er der i årenes løb udkommet et ganske stort antal jubilæumsskrifter og andre skrifter, der enten behandler enkelte kreditforeningers historie eller også hele realkreditsystemets historie.

Betragter vi eksempelvis Kreditkassen for Husejerne i København, den første danske kreditforening, som idag er fusioneret ind i BRFFkredit, er der eksempelvis udgivet ikke mindre end 3 jubilæumsskrifter:

- Kreditkassen for Husejerne i København 1797-1897
- Kreditkassen for Husejerne i København 1797-1922
- Kreditkassen for Husejerne i København 1797-1947

På den baggrund kan det synes overflødigt at udgive endnu et jubilæumsskrift, der behandler hele realkredittens 200-årige historie. Ville

det ikke være mere på sin plads at nøjes med et lille skrift, der behandlede, hvad der var sket, siden det sidste kreditforeningsjubileum gav anledning til en kostbart udseende og fornem publikation i halvlæderbind?

Når det alligevel er fundet umagen værd at skrive endnu et skrift om realkreditsystemet og dets historie, er årsagen, at de hidtidige skrifter i alt for beskedent omfang har taget udgangspunkt i økonomisk teori og søgt at sætte realkreditsystemets historie og udvikling ind i en teoriramme, som forklarer, hvilke faktorer der har bestemt den skete udvikling.

Der vil i denne bog ikke være tale om en dækkende, kronologisk fremstilling af realkreddittens historie. Alene pladshensyn gør, at det ikke er muligt. Dertil kommer, at der er skrevet mange og udførlige beretninger om kreditforeningernes historie. Formålet med denne bog er at belyse realkreditsystemets udvikling ud fra anvendelse af økonomisk teori, således at sigtet er bredere end læsere med speciel interesse i realkredit.

Ud over at give et historisk overblik over realkreditsektorens udvikling, vil bogen søge at sætte realkreditten ind i et samfundsøkonomisk perspektiv og overveje, hvilken betydning sektoren har haft. De hidtidige skrifter har haft en – ganske naturlig – tendens til at søge at argumentere for en meget stor og samfundsøkonomisk gavnlig betydning af specielt kreditforeningerne.

Der har nok været en vis tendens til at overvurdere sektorens betydning. Der er adskillige årsager hertil. For det første ligger det i sagens natur, at jubilæumsskrifter næppe vil undervurdere betydningen af den institution, der fejres. For det andet er der måleproblemer, der let leder til, at sektoren overvurderes. Realkreditsektoren er karakteriseret ved, at den har meget store balancer, således at den ser meget betydelig ud set i forhold til f.eks. banksektoren. Og det er fristende at tro, at den samfundsøkonomiske betydning er proportional med balancen. Realkreditten har imidlertid som bekendt først og fremmest beskæftiget sig med at yde, hvad man kan kalde simpel kredit, nemlig meget sikker kredit med pant i fast ejendom. Men dette er vel nok den type af kredit, som man lettest kunne have organiseret på alternativ måde, eventuelt helt uden mellemmand.

For det tredje har der historisk set været en tendens til at undervurdere markedets evne til at finde alternative løsninger på stort set alle områder. En af de seneste Nobelpriser i økonomi blev tildelt professor North bl.a. på baggrund af hans argumentation for, at jern-

baner slet ikke har spillet den rolle for USA's industrialisering og udvikling, som man hidtil har antaget. Alternative transportmetoder, herunder transport på floder, søer og kanaler, var trods alt så effektive, at jernbanerne ikke gjorde så stor en forskel, som det hidtil er blevet antaget.

Det er i denne forbindelse værd at betragte en af de store begivenheder i dansk økonomisk historie for at belyse realkreditsystemets eventuelle betydning. Den vel nok væsentligste – og umiddelbart mest kapitalkrævende – omvæltning i Danmark i det 18. og det 19. århundrede var sandsynligvis overgangen fra systemet med hoveri og fæstebønder til et system med en stor klasse af selvstændige bønder og husmænd.

Denne udvikling startede med nedsættelsen af den store landbokommission i 1786, som skulle se på alt, hvad der kunne tjene til forbedring af bondestandens vilkår. Dens arbejde og forslag førte til:

- Ophævelse af stavnsbåndet. Det blev begrænset i 1788 og faldt helt væk i 1800. Det gav fri bevægelighed for arbejdskraft og muliggjorde bl.a. en større vækst i byerne.
- Fastlæggelse og fjernelse af det såkaldte hoveriarbejde, dvs. bøndernes pligt til at arbejde på herremandens gods, hvorved bøndernes rettigheder og pligter blev fastlagt.
- En betydelig overgang af fæstegårde til selvejendom, dvs. bønderne skiftede fra at være lejere til at være ejere med et deraf følgende betydeligt kapitalbehov.<sup>1</sup>
- Udskiftningen. Man gik bort fra systemet med et landsbyfællesskab og små, usammenhængende jordlodder. Den enkelte landmand fik sin jord samlet til hele marker og flyttede sin bygning ud på sin egen jord. Også dette var ganske kapitalkrævende.

En væsentlig del af disse reformer blev gennemført i de sidste 10 år af 1700-tallet og i de første 10 år af 1800-tallet. De blev finansieret bl.a. gennem:

- Statslige lån.
- Lån fra særlige fonde og kasser, herunder pensionskasser.
- Direkte lån fra godsejerne.

<sup>1</sup> En væsentlig del af fæstegårdenes overgang til selveje fandt dog ikke sted ved denne lejlighed, men først i perioden 1850-80.

Når godsejerne selv ydede lån til køberne af deres gårde, er det selvfølgelig, fordi disse ændringer muliggjorde betydelige produktivitsfremskridt, således at det var en god forretning for godsejerne.

Pointen er, at den vel nok største og mest kapitalkrævende ændring i dansk erhvervsliv fandt sted helt uden tilstedeværelsen af kreditforeningerne. Kreditforeningerne fik først betydning for landbrugserhvervet efter 1850. Selvfølgelig er det også let i sidste del af 1800-tallet at påvise betydelige kapitalbehov, dels i forbindelse med en fortsat udvikling i retning af selveje, dels i forbindelse med landbrugets omlægning fra kornproduktion til mælke- og smørproduktion, men der er ikke nogen grund til at tro, at et fravær af realkreditinstitutter ville have været nogen afgørende forhindring for udviklingen.

Der vil i denne bog bl.a. blive argumenteret for følgende hovedsynspunkter:

- Det er lidt uklart, hvad det er for et jubilæum, der egentlig fejres. For opfattelsen af hvad der egentlig forstås som det centrale og definerende element i realkreditsystemet, har ændret sig ganske meget over tiden. I størstedelen af perioden har det været kreditforeningstanken, som blev anset for noget specielt, snarere end realkredittanken.
- Kreditforeningerne kan med størst fordel betragtes som en del af den kooperative bevægelse på linie med sparekasser, brugsforeninger med videre. Deres skabelse og største succes er tæt koordineret med skabelsen og succesen af de øvrige kooperative bevægelser. Deres udvikling afspejler som for den øvrige del af sektoren, at den kooperative bevægelse under bestemte historiske forudsætninger på en lang række områder var markedssystemet – eller det kapitalistiske system – overlegent. Først og fremmest tilstedeværelsen af lokale monopoler, bl.a. som følge af dårlige transport- og kommunikationsmidler, kombineret med manglende statskontrol af den privatkapitalistiske sektor, gjorde den kooperative bevægelse konkurrencedygtig. I dette århundrede har forholdene imidlertid ændret sig væsentligt, med en tilbagegang i hele den kooperative sektor til følge. I en væsentlig del af dette århundrede har situationen antagelig været den, at der ikke har været nogen fordel ved foreningsmodellen frem for aktieselskabsmodellen. En mere effektiv regulering af den finansielle sektor har løst mange af de

problemer, der gjorde pengeinstitutter mere tvivlsomme i sidste århundrede.

- Trægheden i tilpasningen af institutioner til ændrede produktionsforhold er betydelig, jf. den velkendte qwertyproblematik (tasterne på en skrivemaskine sidder særdeles uhensigtsmæssigt ud fra et skriveshastighedshensyn, bl.a. fordi „e“ sidder i øverste linie. Det var hensigtsmæssigt, da man havde mekaniske, ikke-elektriske skrivemaskiner, og det af tekniske grunde skulle undgås, at skrivetempoet blev for hurtigt, men upraktisk idag. Den én gang introducerede standard er imidlertid vanskelig at ændre). Realkreditforeningernes eksistens som foreninger indtil i dag er et eksempel på denne træghed.
- Det er vanskeligt at bedømme, i hvilket omfang kreditforeninger selv i sidste århundrede har været direkte kreditgivning mellem låntager og långiver eller et privatkapitalistisk realkreditsystem som alternativer overlegne under iøvrigt lige vilkår. Der er grund til at tro, at de selv under lige vilkår nok ville have været det, først og fremmest som følge af, at obligationskøberne ville være nervøse ved at købe uopsigelige obligationer udstedt af en bank, der kunne gå fallit. Omvendt er der forskellige institutionelle forhold, der rent faktisk har indebåret en vis – omend forholdsvis beskednen – begunstiggelse af kreditforeningerne, herunder først og fremmest maksimalrentebestemmelserne.
- Kreditforeningerne havde ikke succes med selv at opnå den mest hensigtsmæssige struktur, nemlig systemet med én kreditforening som långiver. Kreditforeningerne gav kun lån op til en forholdsvis lav lånegrænse. Det resulterede i, at der blev dannet 2. prioritetskreditforeninger – de såkaldte hypotekforeninger – i slutningen af 1890'erne, idet den første reelt kan siges at være trådt i kraft for 100 år siden, i 1897. Det førte i en meget lang periode til et besværligt dobbeltarbejde på hele kreditområdet. Staten har sin betydelige del af æren for, at vi i Danmark fik saneret forholdene, således at vi fik få, men store kreditforeninger, der ydede lån op til den maksimale grænse.
- I ganske lange perioder specielt i dette århundrede var kreditforeningssystemet præget af en for stor forsigtighed, således at

staten måtte træde til som yderste långiver for at få kreditsystemet til at fungere. I realiteten lå det i systemet, at det var i medlemmernes egen interesse at udvise en sådan forsigtighed. Dvs. hvis demokratiet virkede effektivt, kombineret med at medlemmerne varetog egne interesser, ville udlånene blive optimalt små. I en vis forstand var der det samme teoretiske insider-outsider-problem, som også kendes fra fagforeninger. En fagforening, der varetager de beskæftigede medlemmers interesser, vil gennem høje lønkrav kunne skade de ubeskæftigede, der udgør mindretallet i foreningen. På samme måde vil de medlemmer, der står for at skulle optage lån, på et hvert tidspunkt udgøre mindretallet i en kreditforening.

- Demokratiet har langt fra fungeret optimalt i kreditforeningerne, hvilket iøvrigt er at vente, foreningernes størrelse taget i betragtning. Paradoksalt nok gælder det, at det i et vist omfang har været gavnligt, at medlemsdemokratiet ikke fungerede optimalt. Det har lettet opbygningen af en selvstændig kreditforeningsformue, som medlemmerne teoretisk set kunne have fået udbetalt til sig selv. Det har igen muliggjort, at man har kunnet komme af med det solidariske ansvar, der må betragtes som en ret uheldig konstruktion som følge af dets uoverskuelighed.
- Realkreditte står over for to store udfordringer. Den ene er, at det væsentligste realkreditprodukt, nemlig obligationsbaserede lån, der er opsigelige fra låntagers side, næppe er optimalt. Af historiske årsager har man et produkt, som fører til ganske høje transaktionsomkostninger samfundsmæssigt set, nemlig ved konverteringerne. Produktet er ikke særlig gennemsigtigt, det omfordeler fra små til store låntagere, og det er samfundsmæssigt omkostningskrævende. At få udviklet et mere hensigtsmæssigt produkt er en af realkreditte store udfordringer. Den anden udfordring er at få ændringen fra foreningsmodellen til aktieselskabsmodellen til at foregå lige så effektivt, som tilfældet har været på sparekasseområdet. Som lovgivningen p.t. er udformet, synes meget at tale for, at problemerne bliver væsentligt større på realkreditområdet, fordi lovgiver har sat sig mellem to stole og ønsker at have både aktieselskabets og foreningens fordele.



## 1.2. BOGENS DISPOSITION

Dispositionen i bogen er følgende:

I kapitel 3 diskuteres, hvad der egentlig forstås ved realkredit. Der argumenteres for, at det er tæt på, at det er gået med realkrediten, som det er gået med filosofilærerens gamle kniv, som først fik udskiftet klingen og siden skæftet, men som for ejeren stadig var den gamle kniv, han fik som dreng, uanset at der intet originalt var tilbage. Der er henover tiden sket meget væsentlige ændringer i, hvad der forstås som det „egentlige“ i realkreditbegrebet.

I kapitel 4 redegøres for, hvordan Danmark så ud for 200 år siden, da vi fik den første kreditforening. I den forbindelse ses specielt på, hvorledes markederne fungerede, herunder selvfølgelig særligt de finansielle markeder. Det vises, at markederne både for arbejdskraft og realkapital var dårligt fungerende. På landet hæmmedes markedet for arbejdskraft af stavnsbåndet. Markedet for realkapital hæmmedes af, at jorden i mange tilfælde ikke tilhørte en ejer, der kunne omsætte den. Jorden var ofte ikke en persons ejendom, men snarere en slægts ejendom. Baggrunden herfor var dels lensvæsenet, dels fideikommisskabelsen, hvor arvingen kun havde brugsret, men ikke ejendomsret over ejendommen. Markedet for varer og tjenester var præget af lokale monopoler på grund af de høje transportomkostninger. Selv det finansielle marked var præget af lokale monopoler, således at der var betydelige renteforskelle mellem forskellige dele af landet. Informations- og transportomkostninger var begge medvirkende hertil.

I kapitel 5 diskuteres nogle af de grundlæggende økonomiske teorier, liberalisme, socialisme og kommunisme. For kreditforeningstankegangen må først og fremmest betragtes som kooperativ i sin natur, dvs. i tråd med de tanker, som de såkaldte „utopiske socialister“ gjorde sig. I 1776 kom Adam Smiths hovedværk, *The Wealth of Nations*, som var et indlæg til fordel for liberalisme (eller markedsøkonomi). Liberalismen har som bekendt fået en enorm renaissance de sidste 20 år, mest bemærkelsesværdigt ved kommunismens sammenbrud, men iøvrigt ved en generel øget tendens over hele verden til i stigende grad at benytte sig af markedsmekanismens fordele.

På den baggrund er det interessant, at der har været en meget lang periode, hvor liberalisme og markedsøkonomi har været min-

dre populært. En væsentlig del af udviklingen i det 19. århundrede og starten af det 20. århundrede har snarere været præget af den kooperative bevægelse, dvs. af de utopiske socialister. Også for kreditforeningerne gælder, at de indtil de allerseneste år har været båret af den kooperative tanke – foreningstankegangen. Men hvad er årsagen til, at en væsentlig del af det finansielle system, nemlig både kreditforeninger og sparekasser, var domineret af den kooperative tankegang indtil dette århundrede, og endog til slutningen af dette århundrede?

Karl Marx har i de senere år været „ude af det gode selskab“, bl.a. som følge af kommunismens sammenbrud overalt i verden. Men på visse punkter er der antagelig tale om, at Marx er undervurderet. Blandt de værdifulde ideer som Marx havde, var tanken om, at der til ethvert sæt af produktionsforhold svarede en optimal samfundsorganisation, og at organisationerne – med en vis forsinkelse – tilpassede sig til produktionsforholdene, således at effektiviteten blev maksimeret. Den samme tanke ligger på visse punkter bag den teoriretning inden for økonomi, der kaldes „institutional economics“. Den kooperative model var specielt velegnet til det samfund, der eksisterede i 1800-tallet.

I kapitel 6 redegøres for den kooperative bevægelse og det kooperative system, hvoraf kreditforeningerne er et element. Den sidste del af det 19. århundrede var i Danmark i høj grad præget af den kooperative bevægelse. Kreditkassen for Husejerne i København var endnu tidligere og vel det første eksempel, men fik kun ringe gennemslagskraft af forskellige årsager. Først efter 1848-grundloven med den heraf følgende foreningsfrihed og den generelt mere liberalistiske ånd slog kreditforeningstankegangen igennem. Allerede før den tid var sparekassevæsenet imidlertid blomstret frem, med den første sparekasse i 1810. Helt frem til efter 2. verdenskrig var sparekassernes samlede balance større eller af samme størrelsesorden som de som aktieselskaber organiserede banker. Gennemslaget var størst på det finansielle område. Men derudover kom den kooperative bevægelse til at spille en afgørende rolle både i detailhandlen (brugsforeningerne), i hele landbruget (andelsmejerier, andelslagterier m.v.), på forsikringsområdet (gensidige forsikringsselskaber, pensionskasser m.v.). I det 20. århundrede fik bevægelsen stor betydning på boligområdet (det sociale boligbyggeri, andelsboliger).

I kapitlet redegøres for, hvad der var årsagen til den kooperative bevægelses succes, dvs. hvilke faktorer der gjorde, at den på da-

værende udviklingstrin (for samfundet) havde en klar mission at opfylde. Der argumenteres for, at det i høj grad skyldtes, at betingelserne for et velfungerende markedssystem ikke i tilstrækkelig grad var opfyldt. Først og fremmest transportforhold gjorde, at konkurrencen ikke var velfungerende, men præget af lokale monopoler. Derudover var der store problemer af informationsmæssig art bl.a. som følge af forfalskning af fødevarer m.v., som gav betydelige fordele til den kooperative bevægelse. Det er de samme faktorer, som gør, at visse områder idag – f.eks. inden for velgørenhed, ældrepleje med videre – selv i USA i høj grad drives som 0-profitorganisationer af en eller anden form.

I kapitel 7 redegøres mere overordnet for udviklingen i hele den finansielle sektor de sidste 200 år, herunder også for aktiemarkedets betydning. I den forbindelse søges det belyst, hvilken betydning kreditforeningerne har spillet. Specielt påpeges de glidende overgange for både sparekasser og kreditforeninger, fra at have en selvstændig rolle, til „blot“ at være gevinstmaksimerende aktieselskaber, hvad enten de formelt er organiseret som sådan eller ej. Alleerede før sparekasserne „endeligt“ døde gennem omdannelse til aktieselskaber, var de reelt blevet af beskeden betydning i den forstand, at deres opgaver fuldt ud kunne varetages af bankerne. Når de overlevede, var det mere udtryk for træghed i tilpasningen end for en egentlig eksistensberettigelse for sparekasserne som sådan.

Realkreditens 200-årige historie kan siges at falde i fire 50-årige dele, med hver sin udvikling. I kapitlerne 8-11 betragtes hver af disse fire delperioder.

I kapitel 8 betragtes den første kreditforenings historie i den periode, hvor den var alene på markedet, nemlig groft sagt fra 1797 til grundloven af 1848. Det påpeges, hvorledes modellen var forholdsvis primitiv med adskillige indbyggede svagheder, men at den tiltrods herfor fungerede. De største problemer skyldtes faktisk statens indblanding.

I kapitel 9 ses på kreditforeningernes vækst- og storhedsperiode fra 1848 til 1895. Dvs. fra 1848-grundloven åbnede mulighed for oprettelse af kreditforeninger takket være foreningsfriheden, til den manglende risikovillighed og tilpasningsdygtighed i realkreditsystemet førte til initiativer i retning af at oprette 2. prioritetsinstitutter, de såkaldte hypotekforeninger, som havde enkelte elementer, der kunne ligne oprettelsen af egentlige realkreditaktieselskaber.

I kapitel 10 ses på perioden fra 1895 til 1945, der var præget

dels af kreditforeningstankens kulmination, dels af de problemer som krisen i 30'erne gav anledning til.

I kapitel 11 ses på perioden fra 1945 og fremefter, som på mange måder er præget af foreningsmodellens stadige tilbagegang og af stadige lapperier på modellen. I denne periode har vi dels betydelige statslån, idet realkreditsystemet ikke er i stand til at tilvejebringe den nødvendige – og mest vanskelige – yderste prioritering, dels oprettelsen af de såkaldte realkreditfonde, der skal aflaste staten og tage de risikomæssige byrder, som kreditforeningerne ikke ønsker at påtage sig. I denne periode får vi dels en statsskabt strukturtilpasning ved realkreditreformen, dels en ophævelse af medlemmernes ejerskab til kreditforeningsformuerne, og endelig aktieselskabsmodellens gennembrud på realkreditmarkedet.

I kapitlerne 8-11 lægges vægt på, at der er sket en stadig organisationsudvikling i realkreditsektoren, og at der egentlig ikke var en tilstrækkelig afklaret model ved kreditforeningernes oprettelse. Institutionen har udviklet sig „hen ad vejen“. Specielt påpeges, at det har voldt problemer de gange, hvor man af den ene eller den anden grund har afvejet fra balanceprincippet. Når den første kreditforening, Kreditkassen for Husejerne i København, ikke fik større betydning, skyldes det først og fremmest en af staten påtvunget afvigelse fra balanceprincippet. I forbindelse med statsbankerotten skete der nemlig en asymmetrisk gældsomskrivning. Forpligtigelserne – obligationerne – beholdt deres værdi, fordi de var kongeligt garanterede, dvs. deres værdi var i sølv, mens Kreditkassens aktiver – udlånene – blev nedskrevet til en væsentligt lavere værdi som følge af inflationen. Staten påtog sig dog byrden herfor, men det vanskeliggjorde fremover Kreditkassens ekspansion i en meget lang periode. I slutningen af det nittende århundrede og starten af det tyvende århundrede begik kreditforeningerne selv fejltagelsen at afvige fra balanceprincippet i forsøg på at sælge obligationer i udlandet. Disse obligationer blev nemlig denomineret i flere forskellige valutaer samtidig, i en fast tro på fastkurssystemets ufejlbarlighed og stabilitet – hvad der viste sig at være et fejlgreb. Kun statsindgreb reddede kreditforeningerne fra katastrofe.

I kapitel 12 redegøres for konverteringernes historie. Den konverterbare obligation har været kreditforeningernes helt centrale produkt. Der har dog i Danmark kun været et relativt begrænset antal større konverteringsperioder, og gevinsterne for låntagerne har i det store og hele været forholdsvis begrænsede. Der argumenteres

for, at den nuværende situation med udsigt til et meget stort antal konverteringer i fremtiden er u hensigtsmæssig og opstået af rent historiske årsager.

I kapitel 13 diskuteres mere principielt en kreditforenings målsætning og styre, og herunder det ikke uvæsentlige spørgsmål om, hvem der ejer pengene – dvs. hvem der ejer kreditforeningernes reserver. Der findes forskellige typer af foreninger. I nogle foreninger ejer medlemmerne foreningens formue. Det gælder f.eks. investeringsforeninger, men også andelsboligforeninger og andre lignende foreninger. I andre foreninger sker der en opbygning af en foreningsformue, der ikke tilhører medlemmerne. Kreditforeningernes politik på dette område var – bortset fra den allerførste, Kreditkassen for Husejere i København – oprindeligt den, at pengene tilhørte medlemmerne. For hver serie var der en reservefond, som tilhørte medlemmerne, og som blev udloddet til disse i forbindelse med seriens lukning. Men modellerne var mange og forskellige. I de sidste 30 år er der så sket en fuldstændig bortgang fra dette princip, og i stedet er opbygget meget store ejerløse pengekasser i kreditforeningerne. Det skal dog nævnes, at billedet aldrig var fuldstændig klart, fordi der fandtes et så betydeligt antal kreditforeninger og så mange forskellige konstruktioner, herunder siden slutningen af 50'erne BRF og de øvrige reallånefonde, som var selvejende fonde.

I forbindelse hermed diskuteres, hvilke konsekvenser spørgsmålet om ejerskabet til foreningens formue har for indflydelse på foreningernes målsætning og for kontrollen med ledelserne fra medlemmernes side.

I kapitel 14 diskuteres mere specifikt realkreditsektorens tilpasning hen over tiden og dens udfordringer i fremtiden, herunder statens rolle heri. Det forhold, at kreditforeningerne har ændret sig, så det er vanskeligt at genkende den "oprindelige" konstruktion, er jo – eller kan være – et sundhedstegn. Tilpasningsevne til ændrede forudsætninger er en nødvendighed for enhver organisations overlevelse.

Kapitel 15 indeholder en kort sammenfatning af de væsentligste af de overvejelser og synspunkter, der har været fremført.

### 3. HVAD ER DET, DER HAR 200 ÅRS JUBILÆUM?

---

Indtil for få år siden talte man ikke om realkreditinstitutter, men derimod om kreditforeninger. I dag vil de fleste mennesker over 40 år bruge ordet kreditforening, når de mener realkreditinstitut. I den grad har foreningstanken været anset for at være realkreditinstitutionens særkende. Og man anså f.eks. Kommunekreditforeningen for at være „medlem af klubben“, uanset at den også yder lån uden sikkerhed i fast ejendom og således ikke kan betegnes som et realkreditinstitut. Vi vil i denne bog dog specielt beskæftige os med realkreditinstitutter.

Men hvad er det egentlig, der er realkredittens særkende? Der har uden tvivl været et betydeligt skift i opfattelsen heraf over tiden. Den allermest „snævre“ definition er vel noget i retning af følgende:

*„Realkredit består af ydelse af lån  
med sikkerhed i fast ejendom  
gennem udstedelse af obligationer.“*

Det er nok den definition, der ligger nærmest ved opfattelsen idag. For 50 år siden ville man have sagt at realkredittens særkende var:

- Lån, der var uopsigelige fra obligationsejernes side
- Det solidariske ansvar mellem låntagere.
- Ydelse af lån med sikkerhed i fast ejendom uden personvurdering.
- Finansiering med udstedelse af obligationer efter balanceprincippet.
- Foreningstankegangen, nemlig en forening af låntagere.

Men det er klart, at disse – for den tidligere generation så selvindlysende grundlæggende principper for realkredit – enten er på vej ud eller også ikke altid har eksisteret.

Ad uopsigelighed: I den første kreditforening – Kreditkassen for Husejerne i København – gjaldt der ikke uopsigelighed. Både låntager og långiver kunne opsige lånet.

Ad solidarisk ansvar mellem låntagerne: Siden oktober 1996 har BRFKredit og Realkredit Danmark først og fremmest ydet lån uden solidarisk hæftelse. Den solidariske hæftelse vil selvfølgelig vedblive med at eksistere en meget lang årrække som følge af de eksisterende lån, men der er ikke tvivl om, at det solidariske ansvar er ved at forsvinde fuldstændigt.

Ad ydelse af lån uden personvurdering: Långivningen ydes ikke længere alene med sikkerhed i ejendommen, uden nogen form for personvurdering. For nogle år siden begyndte realkreditinstitutterne at tage oplysning om låntager hos RKI<sup>2</sup>, og siden er udviklingen fortsat. Lånebeløbet fastlægges stadig med basis i ejendommens værdi, men lånet er ikke længere kun baseret herpå.

Ad balanceprincippet: Balanceprincippet er man så småt begyndt at ændre på. Endnu tillades kun meget beskedne afvigelser, men balanceprincippet er dog ikke det sine qua non, som det var engang. Det er sandsynligt, at realkreditloven vil blive yderligere liberaliseret på dette punkt for at øge mulighederne for produktudvikling. I øvrigt har der faktisk været historiske tilfælde af, at man ikke anvendte balanceprincippet, nemlig i forbindelse med udstedelse af dobbeltmøntede obligationer for at lette salget af realkreditobligationer til udlandet. At det var en katastrofe, er en anden sag.

Ad foreningstankegangen: Foreningstankegangen er hastigt på vej ud. Denne udvikling startede allerede i slutningen af 50'erne med oprettelsen af de såkaldte reallånefonde, der var selvejende fonde og ikke foreninger, og har taget yderligere fart de allerseneste år, dels på grund af de gamle kreditforeningers omdannelse til aktieselskaber, dels på grund af bankernes oprettelse af realkreditaktieselskaber. De „gamle“ realkreditinstitutter domineres ganske vist endnu af en fond eller en forening. Det er imidlertid klart for enhver, at omdannelsen er første trin på vejen til, at realkreditin-

<sup>2</sup> Register over dårlige betalere

stitutterne får andre aktionærer end fonden/foreningen. Og så snart der blot er kommet nogle få „rigtige“ aktionærer ind, så ændrer realkreditinstitutternes målsætning sig drastisk. I realkreditloven har man forsøgt i et vist omfang at skjule dette forhold. I kapitel 12 i realkreditloven: „Fusion, deling og omdannelse til aktieselskab“ står der i § 70, stk. 2 om sådanne realkreditinstitutter, der er omdannet til aktieselskaber:

*„Vedtægterne for realkreditaktieselskabet skal indeholde bestemmelse om stemmeretsbegrænsning for andre aktionærer end fonden eller foreningen, der sikrer, at fonden eller foreningen bevarer mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet.“*

Denne paragraf sikrer dog næppe, at den bagved liggende fond/forening kan benytte sin stemmemajoritet til at sikre, at realkreditaktieselskabet driver sin forretning efter samme målsætning, som den tidligere kreditforening gjorde. For det vil være strafbart. I den oprindelige forening ville bestyrelsen have kunnet vedtage, at man ville nedbringe en eventuel for stor egenkapital ved at nedsætte rentemarginalen. Men hvis bestyrelsen i realkreditaktieselskabet, valgt på basis af den bagved liggende forenings stemmer, vedtog samme politik, ville det være ensbetydende med at „stjæle“ mindretalsaktionærernes penge og uddele dem til fondens interessenter.

Så i det øjeblik, de nu til aktieselskaber omdannede kreditforeninger og fonde får nye aktionærer ind, selv i lille antal, ændrer den formelle målsætning karakter. Målsætningen bliver nu profitmaksimering.

Omvendt har kreditforeningernes målsætning heller ikke altid været ganske klar. Først og fremmest er det interessant at se på det allerførste realkreditinstitut, nemlig Kreditkassen for Husejerne i København. Det er værd at lægge mærke til det lille „for“.

De senere oprettede realkreditinstitutter hedder nemlig typisk „af“, f.eks. „Kreditforeningen af Grundejere på Landet i Jylland“. Det skyldes, at Kreditkassen var for husejere, men den var domineret og stiftet af långiverne. Dvs. den kunne med stor ret have heddet „Kreditkassen af Obligationsejere for Husejerne i København“.

Også for de „egentlige“ kreditforeninger og hypotekforeninger er der ganske betydelige forskelle med hensyn til målsætning. Mål-



sætningen skifter lige fra at være en forening, der skarpt varetager de til enhver tid værende låntageres interesser til at være foreninger med en forholdsvis uklar samfundsmæssig målsætning.

Som et lille kuriosum kan nævnes, at den første hypotekforening, nemlig Københavns Hypotekforening, faktisk blev stiftet som et aktieselskab. Kun 10% af aktiekapitalen blev indbetalt. Der blev lagt loft over det udbytte, der måtte betales til aktionærerne, og disse aktier blev senere indfriet gennem „udtrækning“ i takt med, at hypotekforeningen indtjente et tilstrækkeligt overskud. Så i en vis forstand var der tale om et aktieselskab på samme måde som KTAS og JTAS, hvor der ganske vist var aktionærer, men hvor der var loft over udbyttet, og hvor staten altid med et vist varsel kunne opkøbe aktierne til kurs 125. Eksemplet understreger, at den ideologiske baggrund aldrig har været helt så klar og entydig, som det ofte antages.

Derudover kan nævnes, at én af de allerførste kreditforeninger i 20 år opererede med en model, der kom snublende nær aktieselskabstanken. Foreningernes formue var 100% fordelt ud i de såkaldte seriereservefonde. Disse tilhørte traditionelt låntagerne, der fik deres andel heri i forbindelse med afvikling af obligationsserien. Men i den pågældende kreditforening blev ejerskabet til andele i seriereservefondene gjort *omsættelige*, så de kunne adskilles fra låntagerne. Det er jo netop den typiske egenskab, der karakteriserer aktieselskabsmodellen, nemlig at ejerskabet til selskabets formue er omsættelig og ikke knyttet til noget tilhørsforhold iøvrigt til selskabet i form af forretningsforbindelse som leverandør/aftager. Der fandt rent faktisk en betydelig omsætning sted med disse reservefondsbeviser.



*En væsentlig del af de store danske landboreformer blev finansieret med statslån eller med direkte lån fra godsejerne til fæstebønderne.*

## 4. DANMARK OG MARKEDSMEKANISMEN FOR 200 ÅR SIDEN

---

Vi er i dag vant til – specielt i den yngre generation – at tænke i frie markeder, med fri bevægelighed for arbejdskraft og kapital, med velfungerende markeder for alle varer og tjenester, velfungerende love osv. På langt de fleste områder er der tale om, at betingelserne for et velfungerende markedssystem er opfyldt i ganske høj grad. Det gælder på trods af, at virksomhederne idag er større end nogensinde. Men situationen var anderledes for 200 år siden, og det havde indflydelse på kapitalismens konkurrencekraft over for eksempelvis den kooperative bevægelse.

### 4.1. BEFOLKNING OG ERHVERVSFORDELING

For 200 år siden var den danske befolkning på ca. 600.000 mennesker. Hoveddelen heraf var beskæftiget i landbruget, omkring 60% af befolkningen. Denne befolkning boede hovedsagelig i små landsbyer. De færreste bønder var selvejerbønder, hoveddelen af landbrugsbefolkningen var enten fæstebønder eller ansatte hos fæstebønder eller herremænd. København havde vel en befolkning på omkring 100.000, mens de øvrige købstæder tilsammen havde en befolkning på omkring 70.000 personer, fordelt på over 50 købstæder.

### 4.2. ARBEJDSMARKEDET

Som nævnt ovenfor var ca. 60% af befolkningen beskæftiget i landbruget. Det ligger i sagens natur, at en meget væsentlig del af produktionen var produktion til eget forbrug, da størstedelen af befolkningen og dermed af efterspørgslen befandt sig i landbruget.

Der var ikke tradition for fri bevægelighed for arbejdskraften. Det såkaldte stavnsbånd bandt landbobefolkningen til deres hjemgods. Det var simpelthen forbudt at flytte. En del af baggrunden herfor var, at

militærpligten hvilede på godserne, men formålet var også at øge godsejernes formue. I 1780'erne skete der dog betydelige reformer, takket være den såkaldte store landbokommision. I 1788 blev stavnsbåndet ophævet for alle under 14 år eller over 36 år, med et fuldstændigt bortfald fra år 1800.

Derudover var bønderne pligtige til at arbejde på herremandens jord, det såkaldte hoveriarbejde. Omfanget af dette pligtarbejde var forholdsvis ubestemt og i høj grad op til den enkelte herremand. Dvs. markedsmekanismen var sat ud af kraft.

Fra 1780'erne og fremefter blev der dog gjort en betydelig indsats for at få omfanget af hoveriarbejdet nøjagtigt defineret, således at det ikke var op til herremanden frit at fastsætte omfanget.

Hvor utrolig ringe arbejdsdelingen egentlig var, og i hvort stort omfang den enkelte husstand – specielt landbrugshusstanden – var selvforsynende, fremgår tydeligt ved læsning af nedenstående notits fra 1820 om to piger, der blev tildelt belønning for landboflid:

“På Cancelliets allerunderdanigste Forestilling har det behaget Hs. Majestæt allernådigst at resolve, at Pigerne Anne og Birthe Henningsdøttre, afd Allested Bye og Sogn i Svendborg Amt, for den af dem udviste Flid og forrettede Landboe-Arbeide skulle forundes hver en Belønning, bestående af et Sølv Skildt med 2 Alen Kjæde, 2de Snørenaale, og 16 Maller, samt med Indskrift: “For Landboeflid.”, som ved Amtmanden over Svendborg Amt skulle tildeles dem, hvorhos de tillige skulle tilkjendegives Hs. Majestæts allerhøieste Tilfredshed med deres Færd. Disse to Piger have nemlig, uden at forsømme deres qvindelige Sysler, i en Tid af 5 Aar forrettet alt Arbejdet ved Deres Moders Avlsbrug af 11 Skjepper Hartkorn, deels Fæste- deels Kjøbejord. De have pløjet og saaet Jorden, gjort alt Træarbejde ved Ploug og Harve og slaaet Plougjernene paa, sat Harveskier i Harven, selv forfærdiget Grebe, Skovle, River, Vognhamler, Klappetræer til at tøjre Hestene og Kreaturerne i. Saa have de og selv slaaet og høstet, selv slebet deres Leer, gjort dem skarpe og harret dem, slaaet dem på Meietøiet og Slaaestaven, gjort Strøger at vætte Leerne med. De have spundet Hamp og deraf gjort Reeb til Tøir, samt Hammelreeb, For- og Bagreeb. Fremdeles have de selv redet til Smedde med Hestene og holdt op, imedens de blev skoede. skaaret Hakkelse til og fodret dem. Det avlede Korn have de selv tærsket, kastet og reengjort. Endvidere have de hugget Skov, gjerdet Gjerderne og grøftet Voldene omkring Jorden, skaaret den fornødne Tørv, gjort 2 nye Hjulbøre til at

trille Tørv med og sat Skafter på Grav-og Tørvespader. I Aarene 1817 og 1820 have de på den købte Jordlod bygget 9 Fag Stuehuus og 18 Fag til Lade og Stald, ialt 27 Fag, derved forrettet meget Arbeide,såsom strøget 5000 Steen, muret, spækket og kalket alle Væggene,lagt Gulv i Stuerne. De have lagt Broe i Gaarden og Staldene med Kampestone, gjort Spiltouge ved Hestene og Skillerum mellem Kreaturerne, gjort Krybber og Hækker samt Egeplanker mellem Hestene. I Gaarden have de selv gravet en Brønd, 5 Alen dyb, hvori der er godt Vand. Haugen have de indgrøftet med en bred Vold og plantet 59 Favne med levende Hegn. I Haugen er mange slags Kjøkkenurter og flere slags Frugttræer, som de have gjødet ved Roden, ialt 96 stykker.Under disse Mandarbeider have de tillige forfærdiget smukt Tøi, Dynevaar, Vadmel, Multum, Hvergarn, Dreils tærnet Tøi, som er vævet i Kam, Hør- og Blaar-Lærreder, syet alle Sletsømme, syet Navn og broderet.”<sup>3</sup>

## 4.2. MARKEDET FOR REALKAPITAL

Indtil de store landboreformer i 1780'erne var jorden enten drevet af godsejerne selv eller af fæstebønder, dvs. bønder, der lejede jorden. For disse fæstebønder gjaldt, at incitamentet til at forøge værdien af jord eller bygninger var begrænset, fordi fordelene herved ofte ville tilfalde udlejeren – godsejeren. Situationen svarede fuldstændig til situationen for den lejer, der overvejer at sætte et nyt køkken og badeværelse i sin lejede lejlighed. Da han ikke har ejendomsretten til lejligheden, vil han være mere tilbageholdende hermed, end en ejerlejlighedsindehaver vil være. Problemet kan selvfølgelig løses ved forhandling lejer og udlejer imellem, men det er en mere tung proces, specielt fordi det kan være så vanskeligt at definere forbedringer.

For mange af godsejerne gjaldt på mange måder en tilsvarende situation, ikke kun i Danmark, men i hele Europa. En del af dem ejede nemlig ikke deres ejendom som fri ejendom, men havde kun brugsretten til jorden. Historisk set er der i Europa to forhold, der betinger denne situation. Det ene forhold er selve lensvæsenet. Kongen gav personer jord som len – eller lån – hvor de fik brugsretten mod til gengæld at yde en eller anden service over for kongen/staten. Det kunne være at stille soldater i tilfælde af krig, eller det kunne

<sup>3</sup> Kilde: Svend Aage Hansen: Økonomisk vækst i Danmark. bind 1, Kbh. 1972

være at påtage sig et embede. F.eks. blev præster i høj grad aflønnet gennem det afkast, som præstegårdens jorde gav. Denne form for aflønning var ganske praktisk i en primitiv økonomi præget af naturaløkonomi, hvor der var betydelige transportomkostninger og problemer med at opkræve skatter og udbetale beløb, fordi det administrativt var simpelt. Problemet var selvfølgelig, at systemet ikke gav brugeren de samme incitamenter til langsigtet tænkning, som en ejer ville have.

Det andet forhold, der betingede, at mange brugsretsindehavere ikke havde ejendomsret, var, at mange godsejere havde valgt at skabe denne konstruktion testamentarisk. Godserne var såkaldte fideikommisser (betroet gods), hvor brugsretten typisk gik i arv til den ældste søn. Ved denne konstruktion opnåedes for det første, at formuen ikke blev spredt mellem flere arvinger, og for det andet, at en enkelt ødeland ikke kunne sætte hele familieformuen over styr til skade for senere generationer. Konstruktionen var selvfølgelig effektiv til at opnå dette mål. Til gengæld var den mindre effektiv set ud fra et produktionsmæssigt synspunkt. For ødelanden ville udpine godset og foretage så få investeringer som muligt for at få størst muligt overskud ud af godset, men han ville ikke kunne sælge godset til en investor, der havde midlerne – eller evnerne – til at drive godset mere effektivt.

Det er velkendt, at i England var disse forhold medvirkende til, at en betydelig del af jorden ikke blev solgt, men lejet ud på 99-årige kontrakter, en konstruktion, der var ret problemløs i et landbrugsland, men mindre hensigtsmæssig i et industriland med store investeringer i bygninger. Som bekendt er dette forhold den formelle årsag til, at Hong Kong nu overgår til Kina, idet England lejede en væsentlig del af det område, hvor Hong Kong ligger, på en 99-årig kontrakt. I Danmark har vi i Københavns Kommune en del af denne type problemer, fordi kommunen omkring århundredeskiftet påbegyndte en politik med ikke at sælge jord direkte, men derimod at sælge jorden med en ret for kommunen til at tilbagekøbe jorden typisk efter en 70-årig periode til den pris, kommunen havde solgt til. Denne konstruktion har som bekendt givet anledning til både utilfredshed og en del forhandlings- og salgsomkostninger, fordi kommunen i disse år er begyndt at benytte sig af denne ret.

Omvendt viser det sig dog også, at uanset at disse konstruktioner er mindre hensigtsmæssige, er der dog typisk ikke tale om de helt store effektivitetstab. Der er en fælles interesse i at reducere ef-

fektivitetstabel, og man er som regel i stand til at finde forhandlingsløsninger, der gør effektivitetstabet forholdsvis beskedent, f.eks. ved at genforhandle kontrakterne mange år, før de løber ud. Derved mindskes eventuelle problemer i form af inoptimal vedligeholdelse og investeringspolitik.

#### 4.3. VARE- OG TJENESTEYDELSESMARKEDERNE

Det 18 århundrede – og en god del af det 19. århundrede – var præget af en ekstrem regulering. For det første var der meget skarpe skel mellem by og land, for det andet var der meget skarpe skel mellem forskellige erhverv, ligesom der ikke var fri adgang til erhvervsudøvelse.

Indtil 1857 spillede f.eks. de såkaldte købstadsprivilegier en væsentlig rolle. Disse gav for de fleste områders vedkommende købstæderne eneret til at drive handel og håndværk. Og i købstæderne var der ikke fri konkurrence. De forskellige erhverv var inddelt i de såkaldte laug, der kontrollerede erhvervsudøvelsen.

Hertil skal så lægges de ringe transportmuligheder. Problemerne med monopoler var langt større dengang end i dag, hvor de enkelte virksomheder er blevet 100 gange større. Trods sin størrelse har f.eks. Bilka ikke på nogen måde en position, der blot minder om monopol. For kunderne er først og fremmest kunder med bil, som har en meget stor aktionsradius i deres indkøb. I modsætning hertil var situationen omkring år 1800, at de fleste reelt kun kunne købe ind i én købstad, givet at transportmidlet enten var gang eller ridning. Og disse købstæder var små, med måske 1000 indbyggere. Den typiske håndværker eller forretningsdrivende havde typisk et lokalt monopol eller så få konkurrenter, at de med stiltiende eller eksplicit aftale opførte sig som monopolister.

Det kan nævnes, at selv på pengeområdet var kommunikationsmidlerne så ringe, at landet var opdelt i en række lokale pengemarkeder, således at rentefoden varierede forskellige egne af landet imellem afhængig af, om der var dominans af låntagere eller långivere. Der skete ikke en udligning af renter, således som tilfældet er i dag.

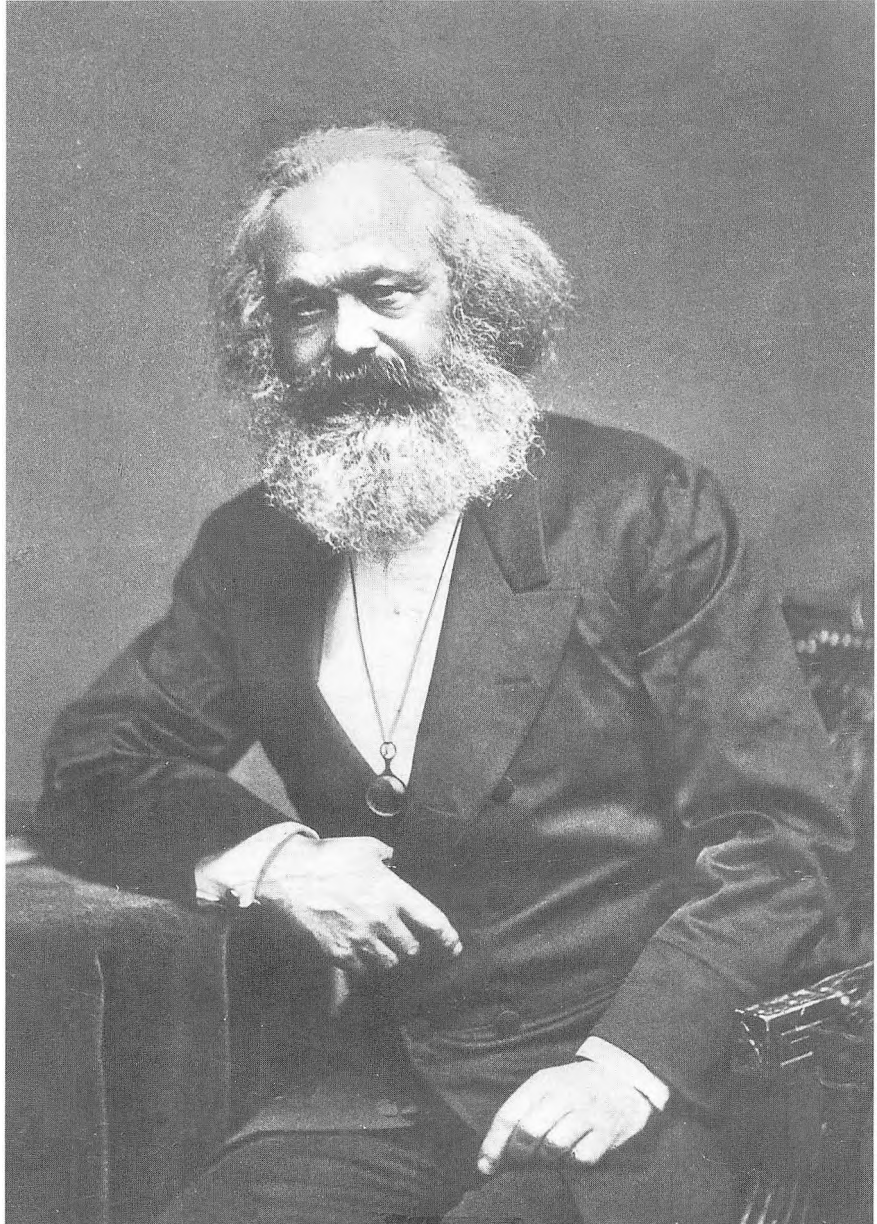
Man skal dog være forsigtig i sin bedømmelse af, hvor dårligt markederne fungerede dengang. Netop på grund af de ovennævnte problemer var der opstået systemer, som gjorde markederne mere

effektive. Lånekontrakter, lejekontrakter og arbejdskontrakter var eksempelvis standardiserede, således at man havde faste terminsdage, flyttedage og skiftedage for at sikre, at der var så stort udbud og efterspørgsel som muligt på et givet tidspunkt for at undgå monopolproblemer. På samme måde fandt en ganske væsentlig del af den samlede omsætning i landbruget sted på markedsdagene. Systemet minder fuldstændig om, hvad man har gjort på Fondsbørsen. En del papirer er så likvide, at de handles løbende. Men for de mindre likvide papirer opererer man med opmærksomhedsperioder, dvs. man søger at samle omsætningen af disse papirer på bestemte tidspunkter.





*Adam Smith's bog fra 1776 „The Wealth of Nations“ er det klassiske værk i økonomisk teori om markedsmekanismernes fordele.*



*Karl Marx fremhævede, at tekniske ændringer ville føre til ændringer i samfundets institutioner. Udviklingen fra kooperativer til aktieselskaber er logisk ud fra denne tanke.*

## 5. LIBERALISME, SOCIALISME OG MARXISME

---

Adam Smiths „The Wealth of Nations“ udkom i 1776 Det er en klassiker, der for store deles vedkommende stadig er læseværdig. Smith argumenterede for fordelene ved at lade markedsmekanismen råde. Smith kombinerede overbevisningen om, at mennesket i hovedsagen var egoistisk med teorien om, at takket være markedsmekanismen ville denne egoisme føre til et samfundsmæssigt optimum, jf. det berømte citat om at:

*„it is not from the benevolence of the butcher,  
the brewer or the baker that we expect our dinner,  
but from their regard to their own interest.“*

Modsat den almindelige opfattelse var Smith hverken ukritisk over for markedsmekanismen eller ukritisk tilhænger af teorien om mennesket som et udelukkende selvisk væsen. På samme måde er det en misforståelse at tro, at han specielt var på kapitalens side. Tværtimod påpeger han adskillige steder, at mens lovgivningen lægger forhindringer i vejen for, at arbejderne danner fagforeninger, så forhindrer den reelt ikke arbejdsgiverne i at danne nøjagtig modsvarende aftaler, hvad enten de er rettet mod forbrugerne (i form af monopolpriser) eller mod arbejderne (i form af aftaler om, hvilken maksimumsløn, der skal betales), bl.a. fordi disse aftaler er langt vanskeligere at kontrollere, fordi de skal indgås mellem et langt ringere antal personer. Han skrev:

*„Folk inden for samme branche  
mødes sjældent uden for at bedrage publikum.“*

Adam Smith har „sejret“; den økonomiske politik står over alt i liberalismens tegn. I de mellemliggende godt og vel 200 år har der dog været lange perioder præget af betydelig skepsis med hensyn til markedsmekanismen, ikke alene set ud fra et fordelingssynspunkt, men også ud fra et rent effektivitetssynspunkt. Man skal i den forbindelse

ikke være blind for, hvor stor forskel der er på det kapitalistiske system dengang og nu. F.eks. var aktieselskabssystemet kun i sin vorden, og Adam Smith var forholdsvis skeptisk over for det (i parentes bemærket en skepsis, som er kommet på mode i økonomisk teori inden for de senere år). Han skrev:

*„Direktører i aktieselskaber  
vil ikke passe på andres folks penge så godt,  
som hvis det var deres egne.“*

Denne form for vedvarende selskaber med skiftende ejerkreds spillede dengang en forholdsvis beskeden rolle. Det var langt mere normalt med „lukkede selskaber“, f.eks. et fælles kapitalindskud i et skib eller lignende, som så blev afviklet, når rejsen var slut. Det samme gjaldt også forsikringsselskaber. Et ganske populært forsikringssystem var de såkaldte tontineordninger. De bestod i, at en gruppe af personer i samme alder – f.eks. 25-29 år – indbetalte samme beløb i en pulje, som blev forvaret og investeret af en trustee. Fra et givet tidspunkt, f.eks. 30 år efter, begyndte man så at udbetale renterne af de akkumulerede midler hvert år til de overlevende medlemmer, hvilket vil sige, at de udbetalte pensioner stadig voksede. Fordelen ved dette pensionssystem var dets administrative enkelthed. Medlemmerne havde nogenlunde samme alder og derfor nogenlunde samme dødssandsynligheder, dvs. man kunne styre systemet med meget lidt administration. Det var den samme filosofi, der lå bag kreditforeningerne fra starten. De var tænkt som en sammenslutning af en given gruppe af låntagere, og foreningen blev så afviklet i takt med, at lånene blev afviklet. Det er det princip, der ligger til grund for inddelingen af låntagere i serier. Hver serie er i realiteten en lille kreditforening med en begrænset levetid. Foreningens formue var uddelt på de enkelte serier i altovervejende grad.

Over for liberalismen stod socialismen i to forskellige former, socialisme og kommunisme (marxisme). De såkaldte utopiske socialister, hvortil f.eks. den kendte Robert Owen, af mange anset for grundlæggeren af brugsforeningsbevægelsen, hørte, arbejdede for oprettelsen af kooperative virksomheder på alle mulige områder. Endemålet var samfundsmæssigt ejerskab til produktionsmidlerne ud fra en tro på, at samarbejde – Kooperation – var en mere effektiv produktionsmåde end den kapitalistiske konkurrencemodell. Ideen var til en vis grad at vise kooperationsmodellens overlegenhed i praksis

for herved at overbevise magthaverne om fordelene ved et ændret samfundssystem.

Her overfor stod så Karl Marx, hvis hovedopfattelse meget forenklet sagt var, at der til ethvert teknisk produktionssystem hørte en optimal samfundsmæssig organisation, således at den tekniske udvikling bestemte den økonomiske struktur på længere sigt. Det feudale system var det mest effektive på et vist – lavt – teknisk udviklingstrin, det kapitalistiske konkurrencesystem var mest effektivt på et senere udviklingstrin osv. Tesen var, at den tekniske udvikling førte i retning af stordrift, at det ville føre til kapitalakkumulation, og at det igen til sidst førte til et kommunistisk samfund gennem revolution. Uanset det meget dårlige ry, marxismen har i idag, skal man dog ikke være blind for, at Marx's analyser på mange områder var særdeles skarpsynede og relevante.



*Robert Owen troede, at den kooperative bevægelse ville udkonkurrere kapitalismen. Den kooperative model var imidlertid kun konkurrence-dygtig i en bestemt historisk periode.*

## 6. DEN KOOPERATIVE BEVÆGELSE

---

### 6.1. INDLEDNING

Det kapitalistiske system – markedsøkonomien – er én måde at organisere produktionen på. Planøkonomi er en anden. Der findes dog også andre. Det kapitalistiske system hviler på det personligt ejede selskab eller på aktieselskabet, som har til formål at maksimere aktionærernes formue. Men alternativt hertil findes der muligheden for produktion og salg i kooperative selskaber og 0-profit-selskaber af forskellig art. Disse har i afgrænsede perioder og i bestemte sektorer spillet en meget væsentlig rolle i det økonomiske system. I dette kapitel rettes blikket mod den kooperative bevægelse – forstået i bred forstand – dens udbredelse og dens baggrund. Kreditforeningerne er en del heraf omend kun en beskeden del. Men udviklingen på kreditforeningsområdet har en tydelig parallelitet til kooperative selskaber på en lang række andre områder.

### 6.2. OMFANG OG OMRÅDER FOR DEN KOOPERATIVE BEVÆGELSE

Den kooperative model har fundet anvendelse inden for en lang række sektorer i dansk økonomi, omend betydningen er faldende:

- a. Finanssektoren: Her finder vi den kooperative model inden for:
  - sparekasser
  - realkreditinstitutter
  - gensidige forsikringsselskaber
  - pensionskasser
  
- b. Detailhandlen: Her har den kooperative model spillet en betydelig rolle gennem de såkaldte brugsforeninger. Disse brugsforeninger har siddet på en ganske væsentlig del af den danske detailhandel og har stadig en væsentlig rolle, omend bevægelse-

sen har undergået en kraftig forandring. Specielt kan fremhæves afskaffelsen af dividenden i 1975 samt afviklingen fra slutningen af 1980'erne af brugsforeningsbevægelsens egne produktionsanlæg. (Dividenden er nu på det allerseneste blevet introduceret igen).

- c. Produktion: Den kooperative bevægelse har specielt været stærk inden for landbrugssektoren, hvor andelsslakterier og andelsmejerier har spillet en altafgørende rolle.
- d. Boligområdet: Her har den kooperative tanke specielt haft en betydning i dette århundrede, men i modsætning til de øvrige sektorer har succesen på dette område i meget høj grad været knyttet til omfattende offentlige subsidier, uden hvilke den kooperative boligmasse ville have været langt mindre. Den kooperative bevægelse tegner sig vel for omkring 25% af boligmassen, dels gennem de sociale boligselskaber, dels gennem de såkaldte andelsboligforeninger oprettet de seneste år som følge af lejernes forkøbsret ved omsætning af udlejningsejendomme og som følge af subsidier til nybyggede andelsboliger.

Det er på grund af afgrænsningsproblemer og måleproblemer vanskeligt at opnå et fuldstændigt overblik over udviklingen i den kooperative sektors betydning og omfang. Men i det store og hele er der næppe tvivl om, at den kooperative bevægelse har været på kraftigt tilbagetog i de sidste mange år på langt de fleste områder, både formelt og reelt. Med reel tilbagegang menes, at der for en lang række kooperative bevægelser er sket det, at de har mistet deres kooperative særpræg, selv om de formelt stadig er kooperative selskaber.

### 6.3. HISTORIE OG IDEOLOGISK BAGGRUND

Man kan diskutere længe og indgående, hvornår den kooperative bevægelse starter. Denne debat er i betydeligt omfang ret futile. Der er næppe nogle skarpe tidsskel. I meget stort omfang gælder det, at den kooperative tankegang går meget langt tilbage i menneskehedens historie. F.eks. var de danske landbrug indtil landboreformerne i 1780'erne i høj grad udtryk for fællesskaber, der på mange måder minder om et kooperativt system, og det samme gjorde sig gældende



i byerne. Betragter man f.eks. den danske brandforsikring fra midten af 1700-tallet, var der i høj grad tale om en form for kooperativt system. Samtidig var erhvervsudøvelsen præget af laugsvæsenet, der havde til opgave at varetage fagets interesser og begrænse konkurrencen.

I den kooperative bevægelse er det almindeligt at pege på oprettelsen i sidste del af 1700-tallets England af forskellige indkøbsforeninger, som undertiden fremhæves som de ældste brugsforeninger. Men æren for den kooperative sektors gennembrud tillægges i høj grad Robert Owen (1771-1858). Han tjente en formue som tekstilfabrikant og brugte den i – forgæves – forsøg på at skabe kooperativer.

Den ideologiske baggrund for den kooperative bevægelse var, som navnet siger, at man ved samarbejde mente at kunne skabe et bedre og mere effektivt samfund end det, som fremkom gennem markedsøkonomien. Endemålet var et socialistisk samfund med fælles ejendomsret til produktionsmidlerne.

De fleste af de på baggrund af denne målsætning stiftede kooperativer gik ret hurtigt fallit de første år. Men fra 1840'erne og fremefter skete der i England en betydelig vækst i den kooperative bevægelse, først og fremmest på varehandelsområdet (brugsforeningerne). De grundlæggende principper for disse brugser var ud over de „sædvanlige“ kooperative principper mht. stemmeret:

- Rene, uforfalskede varer.
- Fuld vægt.
- Kontant betaling.
- Overskuddet fordelt mellem medlemmerne efter indkøb og ikke efter indskudt kapital.

I Danmark får brugsforeningsbevægelsen sit egentlige gennembrud med oprettelsen af den første levedygtige brugs i Thisted i 1866, hvorefter der de kommende år fulgte et stort antal brugser, andelsmejerier (det første i 1882) og andelsslagterier.

Den kooperative bevægelses grundlag og målsætning var ofte lidt uklar. Den svingede fra at være en meget snæver interesseorganisation, der skulle varetage de til enhver tid værende medlemmers interesser, til at skulle være en organisation, som skulle optjene en egenkapital som følge af sin effektivitet – dvs. en egenkapital, som ikke blev udbetalt til medlemmerne – og hvor denne egenkapital skulle

bruges til forskellige mere almennyttige formål. Det er klart, at jo hårdere konkurrencen er, og jo mindre effektive de kooperative bevægelser er i forhold til alternativ produktion/salg, jo mindre mulighed er der for at optjene et sådant overskud og stadig forblive konkurrencedygtige.

For kreditforeningernes vedkommende var der fra starten af tale om en snæver interesseorganisation, som skulle varetage de til enhver tid værende medlemmers interesse og ikke andet. Det gav sig bl.a. udslag i, at hele kreditforeningens formue principielt tilhørte medlemmerne. Dette princip ændrede sig dog gradvist senere med opbygningen af generalreservefonde, men en virkelig kraftig ændring kom først i 1970'erne, delvis affødt af realkreditreformen.

Omvendt var eksempelvis brugsforeningsbevægelsen nok i noget højere grad præget af idealisme og et ønske om at optjene en „kooperationsformue“ til gavn for samfundet generelt set. I Danmark regner man som nævnt Thisted Købstads Arbejderforening, oprettet i 1866, som den første egentlige brugsforening. Initiativtageren var sognepræsten i Thisted, Hans Christian Sonne. I denne allerførste brugsforening gik en del af overskuddet til „anskaffelse af nyttig læsning og til tilvejebringelse af et fælles forsamlings- og læseværelse“. Mere generelt arbejdede han for, at brugsforeninger skulle virke for folkeoplysningen, oprette biblioteker, afholde foredrag osv. Også sparekassebevægelsen hvilede på en højere grad af idealisme, jf. at der også her fra starten af skete en opbygning af en ejerløs formue.

Det er klart, at jo mere udgangspunktet er en meget snæver egeninteresse for det enkelte medlem, jo vanskeligere kan det være at finde en organisationsform, hvor der ikke er interessekonflikter mellem de enkelte medlemmer, som fører til splittelse. Og der vil normalt meget let kunne opstå betydelige interessekonflikter. For at tage et simpelt eksempel: Et oplagt problem ved medarbejderstyrede virksomheder opstår, hvis det bliver nødvendigt/hensigtsmæssigt at afskedige en del af de ansatte; det er ikke let at blive enige.

#### 6.4. DEN MARKEDSMÆSSIGE BAGGRUND FOR DEN KOOPERATIVE BEVÆGELSE

Forudsætningen for en kooperativ bevægelses succes er, at den er mere effektiv end markedsøkonomien. Den har derfor sin fordel på de områder, hvor de teoretiske forudsætninger for en velfungerende

markedsmekanisme ikke er opfyldt. Blandt de vigtigste faktorer, der kan begrunde en kooperativ bevægelse er:

1. *Monopolproblemer:* På de områder, hvor der kun er få producenter/sælgere, virker konkurrencen dårligt.
2. *Gennemskuelighedsproblemer/informationsproblemer:* På mange områder er det vanskeligt at bedømme kvalitet. Hvis der er vanskeligheder hermed, og hvis der ikke er en form for offentlig kontrol, fungerer markedsmekanisme dårligt. Det følger heraf, at et øget offentligt tilsyn på forskellige områder i virkeligheden er med til at underminere eksistensberettigelsen for den kooperative bevægelse. For det offentlige tilsyn/regulering får markedsmekanismen til at fungere bedre.
3. *Kontraktproblemer:* På områder, hvor der er behov for et længerevarende samarbejde/kontraktforhold, og hvor det ikke er muligt at skrive en kontrakt, der tager højde for alle mulige udfald, fungerer markedsøkonomien ikke optimalt. Det er for en låntager mere attraktivt at indgå en aftale med en kreditforening om, at rentemarginalen kan sættes op efter behov, end det er, hvis långiver er et aktieselskab.

De kooperative bevægelser gjorde sig næppe disse problemstillinger fuldstændig klart. I meget høj grad så de spørgsmålet om kooperativer contra markedsøkonomi som et fundamentalt problem, hvor de mente, at kooperativer under alle omstændigheder ville være overlegne, fordi der kunne undgås spild af forskellig art som følge af samarbejde og færre interessekonflikter, herunder undgåelse af kontrolomkostningerne.

Men når man læser om den kooperative bevægelses historie, er det imidlertid klart, at det i høj grad er markedssvigt af de ovennævnte typer, der ligger bag oprettelsen af kooperative virksomheder. F.eks. kan citeres fra „Andelsbevægelsen i Danmark“ om de første andelsmøller i England i 1795:

*„Den bevægende kraft var her møllers ublu  
priser og de forfalskninger, melet  
var genstand for ved indblanding  
af kaolin og lignende mineralske bestanddele.“*

Og:

*„De værste forfalskninger  
gik i svang i både stor- og detailhandlen.“*

Citaterne understreger både monopolproblemerne – de ublu priser – og informations-problematikken – forfalskningerne.

Det er værd at bemærke, at på trods af markedsmekanismens næsten totale sejr i de senere år, er der stadig nogle bestemte sektorer, hvor vi foretrækker selvejende institutioner/foreninger fremfor aktieselskaber. Der er visse områder, hvor markedsmekanismen har vanskeligt ved at fungere effektivt. I USA er selvejende institutioner ganske dominerende inden for hospitalssektoren. En mulig begrundelse herfor er, at det på dette område er ganske vanskeligt at bedømme kvaliteten af det produkt, man køber. Går man til et privat hospital, vil der være større frygt for at hospitalet vil „overbehandle“ for at tjene penge, end hvis man går til et selvejende hospital, hvor priserne sættes, så budgettet balancerer. Velgørenhed er et andet område. I teorien er der ikke noget i vejen for, at et gevinstmaksimerende aktieselskab tilbyder folk, at det for en månedlig indbetaling på 90 kr. vil sørge for uddannelse af et forældreløst barn i den tredje verden i konkurrence med de velgørende institutioner, der i dag tilbyder samme produkt. Der er ikke nogen grund til, at et privat selskab ikke skulle kunne være mere effektivt i at forhandle pris med skoler i U-landene eller til at drive de pågældende skoler selv. Problemet ligger i vanskeligheden ved kvalitetsvurdering. Vi kan som forbrugere sammenligne chokoladefabrikanters produkter. Men det er ikke til at bedømme for en dansk giver hvilken af to institutioner, der yder mest mulig gavn for pengene ved uddeling i den tredje verden.



*Den velstående professor Abraham Kall var en af initiativtagerne til oprettelsen af Kreditkassen for Husejerne i Kjøbenhavn i 1797.*



*Kronborg skaffede i århundreder Danmark en betydelig indtægt gennem opkrævning af told fra skibe, der sejlede gennem Øresund. I 1857 fik Danmark en engangserstatning svarende til 13% af bruttonationalproduktet mod at ophæve Øresundstolden.*



*Ved afståelsen af Slesvig i 1864 fik Danmark kompensation for Slesvigs andel af statsgælden. Danmark blev nettokreditor over for udlandet. Det gjorde det lettere at låne penge på det danske marked.*

## 7. UDVIKLINGEN I DEN FINANSIELLE SEKTOR DE SIDSTE 200 ÅR

---

### 7.1. DET FINANSIELLE SYSTEM I 1700-TALLET

#### 7.1.1. Naturalieøkonomien

For at forstå det finansielle system i 1700-tallet må man gøre sig klart, at samfundets struktur gjorde, at naturalieøkonomi var naturlig for en meget stor del af de samlede transaktioners vedkommende.

Først og fremmest skal man være klar over, at den største del af befolkningen var beskæftiget i landbruget. Det ligger i sagens natur, at produktionsoverskuddet var relativt beskedent, således at den væsentligste del af produktionen blev brugt af landmændene selv.

Dertil kommer, at en lang række transaktioner, der kunne være blevet organiseret ved hjælp af penge, ikke blev det.

En del embeder var kendetegnet ved, at embedsudøveren fik en del af sin indkomst gennem en til embedet hørende brugsret til jord. Præsten dyrkede præstegårdens jord og var altså delvis bonde.

En del betalinger skete i form af naturalier. Den gamle bonde og hans kone havde ikke en pensionsordning. De solgte deres ejendom til deres søn eller eventuelt en tredemand og fik en del af købesummen eller den hele i form af en aftægt, der gav dem fri bolig, fri brændsel, en bestemt mængde fødevarer, vask og andre tjenesteydelser hvert år, alle produkter, som gården var leveringsdygtig i. På mange måder en ordning med betydelige fordele, fordi der var tale om en form for indeksregulering. Aftægtsfolk blev ikke ruineret af inflation, som det skete for så mange pensionister i lande, der oplevede inflation, først og fremmest efter 1. Verdenskrig.

Tiende blev betalt i naturalier. Bonden måtte ikke bringe sin høst ind, før hvert 10. neg var blevet afhentet. Princippet gav anledning til et vist spild som følge af fugtskader, når afhentningen ikke skete hurtigt, men omvendt var bonden ikke underkastet nogen form for usikkerhed. Indkomstopgørelsen var simpel, set fra skatteopkræverens synsvinkel.



Fæstebønder betalte delvis godsejeren for leje af jorden med arbejdskraft, og karle og piger fik størstedelen af lønnen i form af kost og logi og eventuelt et sæt tøj en gang imellem.

### **7.1.2. Mønt- og seddelsystem**

I dag er situationen den, at den cirkulerende mængde af mønter og sedler svarer til omkring 3 procent af det årlige bruttonationalprodukt. I begyndelsen af 1800-tallet lå procentsatsen, på trods af at der i så høj grad var tale om naturalieøkonomi, på omkring det 5-dobbelte.

Det afspejlede selvfølgelig, at de finansielle institutioner praktisk talt var ikke-eksisterende. Den finansielle opsparing fandt ikke sted i form af bankindsud eller obligationer, den fandt sted i mønter (og i mindre grad i sedler), opbevaret et sikkert sted i hjemmet. Eventuelt blev opsparingen omsat i genstande af sølv, som var tæt på at være rede penge. Det er ikke noget tilfælde, at man i „Gøngehøvdingen“ hele tiden er i fuld færd med at gemme sølvtøjet for svenskerne. Det udgjorde en ikke uvæsentlig formue og var tæt på at være kontanter, idet forarbejdningen udgjorde en meget mindre del af værdien end idag, og idet man i betydeligt omfang opererede med sølvmøntfod.

Danmark havde både i hele 1700-tallet og langt op i 1800-tallet et ganske kompliceret pengesystem med flere systemer på én gang. Der fandtes sølvmønter, men sølvmønter af forskellig art og vægt, der derfor handlede i kurs mod hinanden. Der fandtes sedler, men i lange perioder var sedler ikke indløselige med sølv, således at sedlerne fik en varierende kurs i forhold til sølvmønterne. Nogle aftaler var i „seddelværdi“, andre var i „møntværdi“.

### **7.1.3. Kreditsystemet**

Organiseret kredit var meget beskedent. Det meget primitive banksystem ydede hovedsagelig lån til de store handelsvirksomheder. Der fandtes en lang række „kasser“ af forskellig art, der foretog udlån. Det kunne være enkepensionskasser, brandforsikringselskaber, offentlige kasser af forskellig art osv. Men derudover var der først og fremmest tale om direkte kreditgivning låntager og långiver imellem. Det er velkendt fra enhver standardlærebog i bankvæsen, hvor hen-

sigtsmæssigt det er med „financial intermediaries“, som har ekspertise i kreditvurdering, og som kan løse delelighedsproblemerne (långiver ønsker aldrig at udlåne præcis det beløb, låntager vil låne) og de mange andre problemer ved direkte kreditgivning. Specielt i mindre samfund var monopolproblemerne betydelige.

Der kan i den forbindelse være grund til at se på samfundets og lovgivningens synspunkt på rentebegrebet. Katolicismen havde været meget negativt indstillet over for det at tage renter overhovedet. Protestantismen – indført i Danmark i 1536 – var mere tolerant over for rentebegrebet som sådan, men havde dog en modvilje mod høje renter – åger. I den forbindelse skal man jo være opmærksom på, at i datidens samfund var selve det forhold, at en person havde brug for lån, meget ofte udtryk for, at han var i en hårdt presset situation, snarere end at han havde gode investeringsmuligheder. Det var bonden, der havde mistet sin ko på grund af sygdom, eller hvis høst var slået fejl. Samtidig var udlåner typisk en person, han kendte fra lokalsamfundet. Dvs. renter blev opfattet som værende i modstrid med almindelig medmenneskelig hjælpsomhed.

Dansk lovgivning var helt op til begyndelsen af 1900-tallet præget af forskellige maksimalrentebestemmelser, der fik en vis indflydelse på kreditsystemerne. I 1547 indførtes en maksimumsrente på 6¼%. En sådan nøjagtighed i fastlæggelsen af maksimalrenten kan undre, men den afspejler blot datidens møntfod: man måtte ikke tage mere end én skilling rente pr. udlånt mark – og der gik 16 skilling på en mark. Denne maksimalrente blev ændret adskillige gange i årenes løb, men der var dog tale om meget lange stabile perioder. I 1767 blev maksimalrenten sat ned fra 5% til 4% p.a., og på det niveau lå den i de næste 100 år, omend der i praksis var tale om en lang række forskellige regler. Der var højere maksimalrente for usikrede lån, end der var for lån med sikkerhed i fast ejendom (som de 4% drejer sig om), og der var forskellig maksimalrente, alt efter hvilken møntfod lånet var aftalt i. For lån aftalt i sølv var maksimalrenten lavere end for lån aftalt i seddelvaluta, ud fra erfaringerne med at sedlerne lettere kunne falde i værdi. Efter afskaffelsen af enevælden i 1848 slog en liberalistisk ånd igennem, og maksimalrentereglerne blev gjort mindre bindende, med mulighed for dispensationer.

Det er selvfølgelig vanskeligt at bedømme, i hvilket omfang sådanne maksimalrenteregler har virket. Ved långivning i mindre samfund kunne låntager – i øvrigt helt uden formelt pres fra långivers si-

de – let føle sig presset til at „betale“ en overrente på anden måde, ved at arbejde billigt for långiver, sælge produkter til ham til underpris osv. Når man vidste, at kredit var en mangelvare til den gældende pris, og at långiver kunne sige lånet op til indfrielse til næste termin, så var det begrænset, hvor meget beskyttelse lovens formelle regler egentlig gav låntager. Tilsvarende var der ved ydelse af pantebrevslån jo en oplagt mulighed for, at låntager skrev under på at låne et større beløb, end han fik udbetalt, hvor pantebrevet så fik en pålydende rente svarende til maksimalrenten, fuldstændigt svarende til vore dages obligationssystem.

Som et kuriosum kan nævnes, at Christian V's danske Lov fra 1683 om maksimalrenter ud fra en incitamentssynsvinkel var særdeles elegant. Der stod:

*„til rente af penge, korn eller andet må ej højere tages end seks af hundrede årligen. Befindes nogen mere at tage, har (han) forbrudt al hovedstolen, halvdelen til kongen, og halvdelen til den, der påklager.“<sup>4</sup>*

Det gav selvfølgelig låntager et stærkt incitament til anmeldelse og sikrede derved overholdelse af loven. Det er samme princip, vi anvender i dag i forbindelse med betaling under bordet for andelsboliger.

I modsætning hertil kan nævnes, at Østrig-Ungarns store dronning Maria-Theresia i sine ågerlove af 1751 nok opererede med høje angiverpræmier, men straffede både långiver og låntager. Det kan selvfølgelig ud fra en moralsk tankegang være logisk nok, men det gjorde blot, at loven ikke virkede, siden låntager og långiver havde fælles interesser. I hvert fald på dette område havde dansk lovgivning antagelig mere forståelse for markedsmekanismen end østrigsk.<sup>5</sup>

For vore dages indstilling er denne lovgivning om maksimalrenter fremmed. Man skal dog ikke være blind for, at monopolproblemerne på kreditmarkedet specielt for mindre lån var langt større dengang, som følge af små samfund, store transportomkostninger og mangel på finansielle institutioner.

<sup>4</sup> Dansk Pengehistorie, bind I, p.21.

<sup>5</sup> For en ordens skyld bemærkes, at vi ikke har viden om, i hvor stort omfang loven blev brugt, og hvor længe den pågældende bestemmelse gjaldt.

Til gengæld var behovet for kredit forholdsvis beskedent frem til 1700-tallets slutning. Langt den overvejende del af befolkningen boede på landet, og landbrugsejendomme udgjorde den største del af nationalformuen. Jorden ejedes for langt hoveddelens vedkommende af godsejere, idet bønderne var fæstebønder. Belåning af og omsætning af ejendomme var først og fremmest relevant for godsejerne, dvs. i forbindelse med store beløb. Men her havde man en nogenlunde velfungerende markedsmekanisme. Handel med godser og udstedelse af pantebreve i godser skulle tinglyses – dvs. læses op på landstinget. Møderne på landstinget sikrede i realiteten rimelig effektive markeder, selv om der var tale om direkte kreditgivning, fordi så mange store långivere og låntagere mødtes.

Derudover skal man selvfølgelig være klar over, at eksistensen af formelle institutioner som banker, sparekasser og kreditforeninger ikke er nødvendig for, at der er en vis form for organiseret kredit. Kreditformidlingsrollen kan glimrende udfyldes af en privatperson med en tilstrækkelig stor privatformue, der så kan modtage penge som indlån og udlåne penge. Både i København og på landet var der mange af denne type private „semibanker“. Der er tale om flydende overgange mellem:

- Privatpersoner, der virker som „banker“.
- banker, organiseret som aktieselskaber men uden nogen offentlig kontrol.
- Sparekasser uden offentlig kontrol men med indskydere i bestyrelsen.
- Banker under offentlig kontrol men uden nogen indskydergaranti.
- Pengeinstitutter underlagt offentlig kontrol og med en obligatorisk indskydergarantiordning for mindre indlån.

## 7.2. REALKREDITINSTITUTTER, BANKER OG SPAREKASSER DE SIDSTE 200 ÅR

Realkreditinstitutter, banker og sparekasser er sammen med pensjonskasser og forsikringselskaber de vigtigste markedsdeltagere på det finansielle marked. Det er altid et problem at søge at måle forskellige finansielle institutioners relative „betydning“. Det kan ske efter balance, indlån, udlån eller rentemarginal. Intet af disse mål er det „rigtige“.

Realkredittens betydning bliver let overvurderet, når man blot sammenligner balancer, ligesom i øvrigt tilfældet er for sparekassernes vedkommende.

Betragt f.eks. sparekasser versus banker. De første mange år var sparekassernes eneste opgave at modtage indskud og anbringe disse i stensikre aktiver, f.eks. statsobligationer eller lån til staten. I modsætning hertil modtog bankerne indskud samtidig med, at de opfyldte en udlånsopgave ved at foretage kreditvurdering af låntagere. Ud fra denne synsvinkel er der ikke tvivl om, at af to finansielle institutioner med samme balance, nemlig en bank og en sparekasse, udfylder banken en langt vigtigere samfundsmæssig rolle. Ja, hvis man vil være perfid, kan man gå et skridt videre. Hvad er egentlig den samfundsmæssige gevinst af en sparekasse? Den muliggør, at småsparere kan få rente af deres opsparing, i stedet for (under seddelmøntfod, som slog kraftigt igennem i 1800-tallet) at yde staten et rentefrit lån ved at ligge med pengesedler. Om dette er samfundsgavnligt eller ej er ikke uden videre givet. Det afhænger helt af, om den alternative skat, som staten nu må opkræve, da der ikke længere er mulighed for samme omfang af rentefri seddelfinansiering (såkaldt seignorage), har mere forvridende effekter end en skat på finansiell opsparing. For fraværet af sparekasser svarer i realiteten til en skat på finansiell opsparing.

Sammenligner vi banker og kreditforeninger er der ligeledes tale om, at simpel balancesammenligning giver et for positivt indtryk af kreditforeningernes betydning i forhold til bankernes betydning. Det skyldes, at kreditforeningernes kreditgivning er et væsentligt simplere produkt end bankernes kreditgivning. Långivning med sikkerhed inden for f.eks. 60% af værdien i fast ejendom af standardtypen (først og fremmest landbrug) er rimelig ukompliceret. Dvs. i tilfælde af, at der ikke fandtes kreditforeninger, ville det være forholdsvis simpelt for det private marked at løse dette problem. En ganske væsentlig del af kreditgivningen sker som bekendt i forbindelse med omsætning af fast ejendom, og her vil sælger ofte have et pengeanbringelsesproblem, samtidig med at han kender værdien af den faste ejendom. Og med de store formuer, pensionskasserne har, ville de uden problemer kunne optræde som direkte långivere i forbindelse med sikkerhed i fast ejendom og tilvejebringe nøjagtig de samme produkter, som kreditforeningerne har. Vi så herhjemme i 70'erne, at da staten – ikke særlig genialt – søgte at lægge hindringer i vejen for kreditforeningerne, gik en væsentlig del af finansieringen blot

over på sælgerpantebrevsmarkedet, hvor sælger ofte lå med pantebrevet, ligesom i øvrigt pensionskasserne stod parate til at træde ind med direkte lån. Og her var der oven i købet tale om, at långivningen blev tvunget ud på den mere risikable del af finansieringen, nemlig den yderste.

Det er da også karakteristisk, at der umiddelbart efter de store landboreformer skete et meget betydeligt salg af landbrugsejendomme til fæsterne, med betydelige effektivitetsfremskridt til følge. Disse store salg blev finansieret helt uden brug af kreditforeninger, banker eller sparekasser. For den eneste eksisterende kreditforening lånte kun til byejendomme i København, og hverken banker eller sparekasser eksisterede. Finansieringen skete dels gennem kredit fra sælgers side, dels gennem de mange forskellige lokale „kasser“, bl.a. umyndiges midler. Specielt i større byer er muligheden for at få markedet for direkte kreditgivning til at fungere ganske god, da der er mange långivere og låntagere på markedet.

Betragter vi f.eks. København i 1797 er det klart, at tilstedeværelsen af mange långivere og låntagere gjorde, at der var et nogenlunde velfungerende marked for direkte kreditgivning. Når man læser om Kreditkassen for Husejerne i København og dens tidlige historie, ser man, hvor klart ledelsen i denne kreditforening havde de ovennævnte forhold for øje. Kreditforeningen søgte derfor i betydeligt omfang at yde de lån, som den almindelig markedsmekanisme havde vanskeligst ved at yde, herunder 2. og 3. prioritetslån og lån i mindre ejendomme med mindre velstående ejere. Som eksempel kan nævnes nedenstående argumentation i forbindelse med diskussion af et lån i 1804, fremført af en af Kreditkassens ledende mænd, den særdeles velstående professor Kall (dengang fandtes rige professorer):

*„Så meget jeg endog som Ven agter Hr. Kammerherre  
Lindencrone, kan jeg dog ikke nægte,  
at jeg gjerne havde ønsket, at han, som er en rig Mand,  
ej havde adresseret sig til os,  
som maa og bør foretrække trængende.“*

I forbindelse med en anden lånesag udtalte samme professor klart:

*„Det er ganske udtrykkelig mod Fundatsen  
at låne Kassens Penge til saa rige Folk.“*

Kreditforeningernes balancer giver som hovedregel et overdrevent indtryk af deres betydning i forhold til andre finansielle institutter, fordi de kun i meget ringe omfang har disponeret efter professor Kalls principper.

I Danmark eksisterede i 1700-tallet visse banker af nationalbanklignende karakter, men de kan dog ikke betragtes som „almindelige“ banker, hverken den såkaldte Kurantbank, der startede som en privat, seddeludstedende bank så tidligt som 1736, men som senere måtte overtages af staten, eller den såkaldte Speciebank. Derudover fandtes visse finansielle „huse“, først og fremmest storkøbmænd, som tog mod indlån, og som ydede lån, selvfølgelig helt uden offentlig kontrol.

Men når vi ser bort herfra, så er de finansielle institutioners historie i Danmark meget kort:

- 1797: den første kreditforening
- 1810: den første sparekasse
- 1846: den første bank
- 1851: den første „egentlige“ kreditforening

Det bør måske nævnes, at Nationalbanken rent faktisk var et privatejet aktieselskab, og af enorm størrelse. Efter statsbankerotten i 1813 blev der lagt en skat på al jord i Danmark til gavn for Nationalbanken, og til gengæld fik samtlige ejendomsbesiddere aktier i Nationalbanken. Så sent som 1850 udgjorde landets samlede aktiekapitaler 37 millioner kr., hvoraf  $\frac{3}{4}$  var Nationalbankaktier. Og af resten tegnede Jernbanen København-Roskilde sig for 30% og forskellige forsikringsselskaber sig for 40%. Disse tal skal ses i lyset af et BNP i 1850 på godt 300 millioner kr. Nationalbanken vedblev med at være et privatejet aktieselskab – med kongelig bevilling – indtil 1936, hvor aktiekapitalen på 27 millioner kr. blev indløst til kurs 200.

### 7.2.1. Udviklingen i balancer

Man skal være *ekstremt varsom* med ved hjælp af tabeller at illustrere meget lange historiske udviklinger. Der er en lang række måleproblemer, som gør, at det er let at komme til at foretage fejlslutninger. For at fremhæve nogle få forhold:

1. For realkreditsektoren anvender vi normalt den cirkulerende obligationsmasse, opgjort til pålydende værdi. Anvendelse af markedsværdier gør, at store renteændringer fører til store ændringer i den cirkulerende obligationsmasse, hvilket giver et fejlagtigt indtryk af udviklingen. Omvendt er anvendelsen af den nominelle værdi også problematisk. Tallene bliver så ret følsomme over for, om man vælger at udstede obligationer med en lav eller en høj pålydende rente i forhold til markedsrenten. Eksempelvis var det i Danmark specielt i 1970'erne almindeligt at udstede obligationer med meget lav pålydende rente i forhold til markedsrenten. Dvs. omkring 1980 var markedsværdien af de cirkulerende obligationer kun ca. 50% af den nominelle værdi, ligesom bruttotilgangen af obligationer opgjort i markedsværdi af de udstedte obligationer kun udgjorde ca. 50% af den pålydende værdi. Denne politik gjorde, at den cirkulerende obligationsmængde i 1980 reelt giver et misvisende indtryk, sammenlignet med situationen i dag, hvor obligationer udstedes med kurser tæt på 100, og hvor de cirkulerende obligationer har en gennemsnitlig kurs tæt på 100.
2. Når man skal diskutere udviklingen over lange perioder, kommer ændringer i det generelle prisniveau og ændringer i realindkomstniveauet til at spille en betydelig rolle. F.eks. skrives det i 125-års-jubilæumsskriftet for Kreditkassen for Husejerne i København om ødelæggelserne ved Københavns brand i 1795:

*„Den materielle skade opgjordes til  
4.523.225 rigsdaler,  
i Nutidspenge ca. 14.5 Millioner kr.“*

Problemet ved sådanne sammenligninger er, at der er en betydelig forskel på, om man pristalsregulerer eller indkomstregulerer tallene for at gøre dem sammenlignelige. Betragter vi eksempelvis blot perioden fra 1950 til i dag, er prisniveauet ca. 10-doblet, mens det gennemsnitlige indkomstniveau er ca. 30-doblet, svarende til at realindkomsten pr. indbygger er blevet 3-doblet. Hvor meget svarer 1.000 kr. i 1950 så til i dag? Der kan argumenteres både for, at det svarer til 10.000 kr., og at det svarer til 30.000 kr.



3. Når vi ønsker at belyse kreditmarkedets udvikling, er det relevante at sammenligne med ikke så meget samfundets indkomst – dvs. bruttonationalprodukt eller bruttofaktorindkomst (BFI) – men snarere værdien af landets realkapital/faste ejendomme, fordi det er den, der danner grundlag for kreditgivningen, i hvert fald når vi diskuterer realkredit. Vi har ikke gode tal for udviklingen i værdien af landets realkapital. Der er ikke nogen som helst grund til at tro, at der er tale om et fast forhold. Det følger alene af det velkendte forhold, at priserne på fast ejendom svinger væsentligt hurtigere end det generelle prisniveau, således at forholdet mellem eksempelvis bruttofaktorindkomsten og værdien af de faste ejendomme nærmest pr. definition må svinge. Der er dog på den anden side næppe tale om nogen væsentlig trend over tid i forholdet mellem værdien af de faste ejendomme og bruttofaktorindkomsten. Eksempelvis lå forholdet mellem vurderingen af landets faste ejendomme og bruttofaktorindkomsten for 50 år siden på nogenlunde samme niveau som i dag, nemlig ca. 2,3.

Disse forhold er vigtige at have for øje, når udviklingen over længere perioder i det følgende illustreres med tal og tabeller. Tabel 1 viser udviklingen i indlån for hhv. sparekasser, banker og realkreditinstitutter, hvor der for realkreditinstitutter er anvendt restgæld (cirkulerende obligationsmasse). For at tallene skal kunne sættes ind i en ramme, er de opgjort i forhold til BFI. Det er klart, at anvendelse af f.eks. hele balancen i stedet for indlånet ville have givet lidt andre tal, og specielt øget bankernes betydning relativt, bl.a. som følge af garantier med videre.

Tabel 1: „Indlån“ i banker, sparekasser og realkreditinstitutter\*

År	Sparekasser	Banker	Realkreditinstitutter
1840	3%	0%	5%
1860	12%	3%	13%
1880	30%	12%	28%
1900	44%	25%	61%
1920	21%	56%	36%
1940	26%	30%	66%
1960	19%	27%	36%
1980	15%	35%	111%
1994	67%		118%

\* Opgjort i pct. af bruttofaktoriindkomsten

Når der ikke er nogen opdeling i banker på den ene side og sparekasser på den anden side i 1994, er det fordi Finanstilsynet ikke længere finder det umagen værd at foretage denne opdeling. Men sparekasserne er formodentlig nede på en markedsandel på et par procent. Den forbløffende ringe stigning i cirkulerende realkreditobligationer/BFI fra 1980 til 1994 afspejler det ovenfor nævnte forhold med, at det gør en stor forskel, om man anvender den nominelle værdi af de cirkulerende obligationer eller markedsværdien.

Der er adskillige forhold, der er værd at bemærke. Det første forhold, der springer i øjnene, er sparekassernes tidlige betydning og betydelige rolle på opsparingsområdet meget langt op i tiden, samt den umådelige og kraftige nedgang, der er sket de allerseneste år. Siden 1960 har bankerne siddet på broderparten af markedet i forhold til sparekasserne.<sup>6</sup>

Sagen er selvfølgelig, at sparekasserne i meget stort omfang har valgt at lade sig omdanne til aktieselskaber. På basis af den gamle sparekasses midler er der så dannet en fond, der ejer en del af aktiekapitalen i den omdannede sparekasse. Men dette tiltrods er der nu ikke længere tale om en sparekasse, men om en bank. Unibank er helt og fuldt en bank, selv om SDS-fonden ejer en del af aktierne.

<sup>6</sup> Det bør måske nævnes, at begrebet broderpart – altså at brødre har dobbelt arv i forhold til søstre – blev afskaffet i 1857. Ordets eksistens viser som så meget andet trægheden i tilpasning. I øvrigt førte afskaffelsen af broderparten til et øget behov for pengeanbringelse for kvinder, der typisk var „passive kapitalister“, hvor deres brødre typisk foretrak at eje realaktiver.

Og BG-banken er en bank, selv om en del af aktierne ejes af Biku-ben-fonden.

I forbindelse med sparekassernes omdannelse til banker har man ikke ønsket, at de bagved liggende fonde skal have en speciel stor indflydelse, således som det er planlagt i forbindelse med kreditforeningernes omdannelse til aktieselskaber. I realkreditloven er det som bekendt bestemt, at de bagved liggende foreninger og fonde til aktieselskaber omdannede kreditforeninger og realkreditfonde skal besidde stemmemajoriteten i selskaberne, enten gennem aktiemajoritet eller gennem stemmeretsbegrænsning for øvrige aktionærer. For sparekassefondene har ønsket snarere været det stik modsatte. Man har f.eks. end ikke ønsket, at SDS-fonden skulle have så stor indflydelse, som dens aktiepost, kombineret med den i øvrigt spredte aktionærkreds, kunne begrunde. Hertil kommer så i øvrigt, at sparekasserne i modsætning til kreditforeningerne ikke havde specielt store formuer, da omdannelsen skete. En væsentlig del af kapitalgrundlaget var garantkapital, således at sparekasserne ved omdannelsen måtte udstede et ret stort antal nye aktier for at få tilstrækkelig egenkapital til at opfylde lovgivningens krav.

Man kan så diskutere, om sparekasserne selv i perioden før omdannelsen egentlig havde nogen selvstændig berettigelse som kooperative virksomheder. Og svaret er vel nej. De fortsatte som kooperativer, fordi de nu engang eksisterede, og fordi de havde et kapitalgrundlag, dvs. på grund af historiens tyranni, men der er ikke tale om, at de udfyldte en rolle, som ikke kunne varetages nøjagtig lige så godt af banksystemet.

Det andet forhold, der springer i øjnene, er hvor store de finansielle institutioner var blevet allerede i begyndelsen af århundredskiftet. I år 1900 var kreditforeningernes udlån i forhold til BNP nået op på et niveau, som først rigtig er overgået de allerseneste år i forbindelse med den gradvise liberalisering efter 1989. I år 1920 var bankerne set i forhold til BNP lige så store som i dag. Dvs. det danske finansielle system var særdeles godt udviklet allerede for 80 år siden. Man kunne måske fristes til at tro, at det udelukkende var udtryk for overophedningen efter 1. Verdenskrig, men det er dog langt fra tilfældet. I 1910 udgjorde de samlede indlån ca. 36% af bruttonationalproduktet, dvs. lavere end i 1920, men dog på samme niveau som i de næste mange år.

Det tredje forhold, der springer i øjnene, er, at realkreditinstitutterne praktisk talt aldrig har haft nogen periode, hvor de målt på

indlånsbalance har været så dominerende i forhold til sparekasser og banker som nu. Der er imidlertid næppe tvivl om, at hvis de nuværende „gamle“ realkreditinstitutter forsvandt i morgen, ville den øvrige finansielle sektor være i stand til at udfylde hullet uden uoverstigelige vanskeligheder. Det gør sig sandsynligvis også gældende ganske langt tilbage i tiden.

### 7.2.2. Sparekassernes historie

Den første „danske“ sparekasse blev oprettet i grevskabet Holsteinborg i 1810, efter inspiration fra lignende institutioner i Tyskland. Formålet var både opsparing og udlån. Sparekasser modtog en vis offentligt støtte i form af stempelfrihed. Udviklingen gik i starten langsomt. I 1825, 15 år efter oprettelsen, havde sparekassen kun 28 kontohavere. I 1820'erne oprettedes en del danske sparekasser, men de havde først og fremmest opsparing og ikke udlån som mål. Man søgte at få de opsparedede midler forrentet fuldstændig risikofrit hos stat eller Nationalbank. Og staten gav en værdifuld støtte til sparekasserne gennem tilsagn om at modtage indskud til forrentning med kort opsigelsesvarsel. Faktisk var der megen kritik af sparekasserne som værende samfundsskadelige af samme årsag:

„En sådan Unddragen af små Summer fra den daglige Cirkulation og fra Anvendelsen til de enkelte Producenters Fornødenhed er fordærlig for Industrien: Sparekasserne udsuger, under Forudsætning af hin Anvendelse af Indskuddene, i Gerningen Blodet ud af Statslegemet.“<sup>7</sup>

Fra 1830'erne begyndte sparekasserne dog et vist udlån, og fra 1850 og fremefter er halvdelen af sparekassernes aktiver udlån, først og fremmest udlån i form af prioritetslån. Dvs. vekseldiskontering, udlån mod håndpant og lignende var ubetydelig. Den store vækst i sparekassernes antal og betydning skete i sidste halvdel af 1800-tallet. I 1864 var der 75 sparekasser, 10 år efter var der knap 350. I løbet af et enkelt år – 1872 – blev der oprettet 85 sparekasser.

På trods af det betydelige antal sparekasser – hvortil i øvrigt kom en hel del banker – var der ikke tale om noget udpræget kon-

<sup>7</sup> Artikel af nationalbankdirektør Bang: Dansk Folkeblad, 1836.

kurrencemarked. De enkelte sparekasser havde en monopolistisk stilling, først og fremmest på indlånsområdet, men også på udlånsområdet. De var typisk stiftet ud fra en tanke om, at egnens beboere skulle nyde godt af egnens penge. Dvs. der var typisk ikke noget effektivitetsønske, således at en sparekasse i en egn med opsparingsoverskud så som sit mål at udlåne midler uden for egnen til højst mulig rente. Så ville man typisk hellere operere med en mindre udlånsrente lokalt for at få pengene udlånt. Man må gøre sig klart, at i 1800-tallet var den enkelte sparekasses formål ikke gevinstmaksimering, således som hovedreglen nok er i dag. Sparekasserne havde overhovedet ikke nogen helt klar målsætning. I de bestemmende organer sad der repræsentanter for både låntagere og långivere, idet begge grupper var med som initiativtagere ved oprettelsen af sparekasser. Ledelserne skulle i realiteten finde et kompromis i deres politik, som stillede både låntagere og indskydere tilfredse. Som påpeget af Bent Hansen<sup>8</sup> gav dette forhold sig udslag i, at sparekasser historisk set var mere tilbageholdende med at ændre renten end bankerne, der kunne nøjes med at skele til markedsforhold i deres rentepolitik.

Der skal ikke her gives en dybere beskrivelse af sparekasserens historie i dette århundrede. Det turde dog være klart, at de hen ad vejen i stadig stigende grad har mistet deres kooperative særpræg. Det skete dels i takt med, at flere af dem voksede/fusionerede, så de blev regionsdækkende/landsdækkende, dels i takt med at de fik lov til at udføre de samme forretninger som bankerne og endelig i takt med, at konkurrencen på det finansielle område steg så meget, at de ikke i samme grad „havde råd“ til at have en anden målsætning end gevinstmaksimering. I monopolsituationen kunne den enkelte sparekasse føre sin egen rentepolitik og udlåne den lokale opsparing til det lokale erhvervsliv, selv om der måske kunne indtjenes en højere indtægt ved en anden politik. Men når der var konkurrence på indlånsiden, var en sådan omfordelingspolitik mellem sparere og lånere ikke længere mulig. Sparekasserne viste sig specielt i vækstområderne ikke så konkurrencedygtige, at de kunne ophobe større egenkapitaler. Som følge deraf valgte de største af dem omdannelsen til aktieselskaber i 1980'erne og 1990'erne.

<sup>8</sup> Se P. Nyboe Andersen. 1947.

### 7.2.3. Bankernes historie

Som tidligere nævnt spillede Nationalbanken i 1800-tallet på mange måder en rolle som en almindelig bank med udlån, men den dækkede dog langt fra behovet, alene af den grund, at Nationalbanken ikke oprettede filialer rundt omkring i landet. Hverken Aalborg eller Odense kunne overtale Nationalbanken til at oprette en lokal filial. Det gav anledning til oprettelsen af den første „egentlige“ private bank, Fyens Disconto Kasse, i 1846. Tanken var, at bankens udlån først og fremmest skulle baseres på udlån af aktiekapitalen, idet indlån på opsigelse kun var tiltænkt en beskednen rolle og anfordringsindskud overhovedet ikke blev modtaget.

I de efterfølgende år oprettedes en del banker af samme type. Problemet var selvfølgelig, at disse banker ikke effektiviserede betalingssystemet særlig meget. Eller som det foreslås i en dagsbladsartikel i Fædrelandet i 1854:

„der frem for alt indføres det System, at Afregning mellem Konsument og Producent eller Købmand kunne ske på Laanbankens Konti uden direkte Ud- og Indtællinger, hvorved ikke blot megen Frem- og Tilbagesending af Penge og disses momentane Unddragelse af Cirkulationen ville undgaas, men også megen Ulejlighed, Risiko og Bekostning spares.“

De virkelige gennembrud på den private bankfront kommer i København i 1857 med oprettelsen af Privatbanken, der modtager forrentede anfordringsindskud, og hvor kunderne kan anvende checks. Ca. 15 år efter oprettes Landmandsbanken og Handelsbanken. Der sker derefter en stadig vækst i banksektorens betydning. Allerede ved 1. Verdenskrigs udbrud har sektoren nået en relativ betydning svarende til i dag, målt på kreditformidlingsområdet, jf. tabel 1.

### 7.3. KONKLUSION

Der kan synes grund til at konkludere, at den virkelige udvikling i Danmark i den samlede finansielle sektor fandt sted i sidste halvdel af det 19. århundrede, således at sektoren kan betragtes som værende i høj grad moden allerede ved århundredets begyndelse. Det betyder selvfølgelig ikke, at sektoren ikke er vokset i beskæftigelse og

funktioner siden da, men kun at den på de mest væsentlige områder – som finansiel mellemmand og kreditformidler – var ret udviklet på dette tidspunkt.

Tal er som bekendt taknemlige, men man kan forsøge at belyse forholdet ved en sammenligning af de økonomiske forhold for 100 år siden og i dag. Det træffer sig så heldigt, at alle størrelser er næsten 1000-doblede siden dengang, således at man kan bruge millioner i 1895 og milliarder i 1995. Denne gang benytter vi udlån som et – summarisk – mål for de enkelte sektors størrelse.

	1895 (mio. kr.)	1995 (mia. kr.)
Bruttofaktorindkomst	1073	829
Cirkulerende realkreditobligationer	571	ca. 900
Bankernes egenkapital	58	ca. 70
Bankudlån	203	441
Sparekasseudlån	334	537

Opgjort i procent af bruttofaktorindkomsten får vi nedenstående tabel:

	1895	1995
Cirkulerende realkreditobligationer	53%	109%
Bankernes egenkapital	5,4%	8,4%
Bank- og sparekasseudlån i alt	50%	53%
Heraf bankudlån	19%	
Heraf sparekasseudlån	31%	

Det fremgår klart, at der ikke er sket dramatiske ændringer i de relative størrelsesforhold, bortset fra at realkreditinstitutter i dag er relativt mere betydningsfulde, målt på balancer.

Disse tal efterlader et indtryk af, at den finansielle sektor allerede for 100 år siden var ganske godt udviklet, og at specielt aktieselskabssektoren havde så megen risikovillig kapital, at en mangel

på kreditforeninger og det solidariske ansvar næppe ville have betydet en uoverskuelig hindring; banksektoren ville have kunnet tilbyde det samme produkt som kreditforeningerne, i hvert fald når vi kommer et lille stykke ind i dette århundrede. I den forbindelse skal fremhæves, at banksektorens egenkapital fortsatte med at vokse i procent af bruttofaktorindkomsten de følgende år og i 1914 var oppe på knap 8% sammenlignet med godt 8% i dag. Det kan i en vis forstand undre, at vi først i 1990'erne så pengeinstitutter oprette egne, som aktieselskaber organiserede realkreditinstitutter, der skaffede midler ved obligationsudstedelse, bortset fra Landmandsbankens hypothekafdeling. Det kan nævnes, at en indenrigsministeriel betænkning i 1947 principielt anbefalede, at obligationsudstedende aktieselskaber skulle overtage 3. prioritetsbelåningen af fast ejendom. Når det ikke blev aktuelt, skyldes det bl.a., at staten selv påbegyndte en betydelig 3. prioritetskreditgivning til subsidierede renter, således at markedet alene af den grund ikke var interessant for virksomheder, der havde indtjening som mål.

Hvis man således fokuserer på den forholdsvis korte periode fra 1850 til 1900 som den virkelige interessante for udviklingen af den danske finansielle sektor, kan der være grund til at påpege, at det var en periode, der var præget af, at Danmark havde en særdeles gunstig kapitalbalance over for udlandet, hvilket antagelig mindskede finansieringsproblemerne for låntagerne i denne periode. Denne gunstige kapitalbalance skyldtes 2 forhold:

- a. Øresundstoldens afskaffelse. I 1857 fik Danmark et engangsbeløb som kompensation for afskaffelse af Øresundstolden, et beløb på 63 millioner kr., som skal sammenholdes med en årlig bruttofaktorindkomst på knap 500 millioner kr. Danmark skiftede fra at være nettodebitor til at have et udlandstilgodehavende på ca. 6% af BNP.
- b. Tabet af Slesvig-Holsten i 1864. Under datidens civiliserede former fik Danmark erstatning for først og fremmest hertugdømmernes andel af Danmarks statsgæld (som var ganske stor, i modsætning til nationalgælden). Denne erstatning på 45 millioner kr. i kombination med de foregående års betalingsbalanceoverskud bragte Danmark op på et nettotilgodehavende på 23% af BFI, hvilket kan sammenholdes med, at nettoudlandsgælden i dag udgør ca. 32% af BFI.



På dette niveau blev formuestatus over for udlandet liggende nogle år, hvorefter man begyndte at „spise af kapitalen“. I starten af det 20. århundrede opererede Danmark med meget betydelige betalingsbalanceunderskud, således at man umiddelbart før 1. Verdenskrig havde en udlandsgæld på ca. 40% af BNP. Takket være neutraliteten var tallene umiddelbart efter krigen vendt til et nettoudlandstilgodehavende på ca. 30% af BFI. Tallene understreger, hvor internationale kapitalmarkedsforholdene trods alt var for 130 år siden. I 1970'erne fik en udlandsgæld af mindre størrelse katastrofestemningen frem.

En ganske udbredt opfattelse er, at verden bliver stadig mere international som følge af mindre transportomkostninger og bedre kommunikation med videre. Men den almindelige vurdering af denne tendens synes dog noget overdrevet, i hvert fald som langsigtet tendens. Betragter vi f.eks. kreditmarkederne, var de allerede for 100 år siden meget internationale. Umiddelbart før 1. Verdenskrig lå ikke mindre end 1/7 af alle danske realkreditobligationer i udlandet – det er mere end i dag. Rentespændet mellem danske realkreditobligationer og tyske hypotekbankobligationer lå i perioden fra 1900 og frem til 1. Verdenskrig på omkring 0,3% i gennemsnit, jf. nedenstående tabel, stammende fra Glud: Kreditforeningsinstitutionen i Danmark (1951).

1900	0,50%	1906	0,24%
1901	0,27%	1907	0,32%
1902	0,22%	1908	0,32%
1903	0,46%	1909	0,21%
1904	0,36%	1910	0,27%
1905	0,29%	1911	0,22%

<sup>9</sup> Beregnet paa grundlag af Nyboe Andersen: Laanerenten, S.143 og Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung Sonderheft 17, Berlin 1930, S61.



*Tilføjelse af Branden i Kjøbenhavn, som den viste sig den 5. Juni 1795 om Aftenen, segen fra Slotspladsen da Admiraltets Kjøkkenen  
 i Vestre Tjørn, tillige med Skipperskuderne, og Strækningen fra Admiralgade'n langs med Stranden færdig Højtafstræde stod i Lue*

Københavns Brand i 1795 blev anledning til oprettelsen af det første danske realkreditinstitut i 1797.

## 8. DEN FØRSTE 50-ÅRS-PERIODE: DEN ENLIGE KREDITFORENING

---

### 8.1. INDLEDNING

Der er som tidligere nævnt skrevet et meget stort antal beretninger og skrifter om realkredithistorie. Der skal derfor ikke her foretages en udtømmende gennemgang heraf. Formålet med dette og de følgende 3 afsnit er dels at give en kort oversigt over realkredittens historie, dels at sætte denne historiske udvikling ind i en økonomisk-teoretisk ramme. For det interessante er måske ikke så meget, lige præcis hvordan realkredittens historie har været, men nok så meget hvilke faktorer, der har gjort, at udviklingen har været, som den har været, samt hvad man kan lære af historien. Specielt vil fremstillingen være mindre præget af gennemgang af de personer og personkredse, der har taget initiativerne på realkreditområdet, end tilfældet har været i tidligere fremstillinger. Disse har ofte lagt stor vægt dels på personerne, dels på hvorfra de pågældende har fået deres ideer, herunder spørgsmålet om afhængigheden af det tyske realkreditsystem.

### 8.2. KØBENHAVNS BRANDE OG DE FINANSIELLE INSTITUTIONER

Det er velkendt, at reformer ofte først iværksættes efter en enkelt kraftig, udløsende begivenhed, selv om behovet for reformer i øvrigt er kendt og anerkendt. Der er en vis træghed i det at ændre institutioner, jf. at det var en hotelbrand med dødsofre i 1970'erne, der gav stødet til en omfattende lovgivning om brandsikring.

Brande – og dermed behovet for brandforsikring – har været kendt altid, ja behovet har vel aldrig været så lavt, som det er i dag. I 1700-tallet indtraf flere meget omfattende og katastrofale brande i København, ligesom brande generelt var meget almindelige, dels som følge af byggematerialerne, dels som følge af at man byggede meget tæt, og endelig som følge af at man anvendte åben ild både til madlavning, opvarmning og belysning.

I 1728 indtraf i København en meget stor brand, der ødelagde 1/3 af byen. Denne brand antages almindeligvis at have været den afgørende katalysator for oprettelsen af Den Kjøbenhavnske Brandforsikring. Dette brandforsikringsselskab blev i løbet af det næste halve århundrede særdeles velstående, fordi brandforsikringspræmierne blev sat ganske højt, og fordi København i en meget lang periode blev forskånet for større brande. I 1795 var selskabets formue ca. 2 millioner rigsdaler. Brandforsikringsselskabet var en umådelig stor långiver i datidens København og opfyldte på mange måder samme rolle som en kreditforening.

I 1795 blev København udsat for endnu en storbrand. Selv for 200 år siden var København en betydelig by med ca. 100.000 indbyggere. Den 5. juni 1795 udbrød der brand på flådens areal i København, Holmen, på et tidspunkt, hvor arbejderne var gået hjem. På trods af, hvad mange måtte mene, er der meget, der taler for, at kontoriusseri og usmidighed er blevet et mindre problem med tiden. I alle tilfælde var den vagthavende officer som følge af reglerne særdeles ufleksibel og utilbøjelig til at give brandvæsenet adgang til de militære arealer, således at branden bredte sig kraftigt i tømmerlagre og skure, inden slukningen kunne begynde. Branden varede mere end et døgn og gjorde ¼ af Københavns beboere hjemløse. Ødelæggelserne blev opgjort til ca. 4.5 millioner rigsdaler, hvilket kan give et indtryk af købekraften af brandforsikringsselskabets formue på 2 millioner rigsdaler.

De finansielle institutioner var dengang forholdsvis primitive. Der fandtes to pengeinstitutter, nemlig den af staten ejede kurantbank (vel nærmest svarende til vore dages Nationalbank) og Speciebanken, oprettet i 1791. De ydede hovedsagelig lån til handelskompagnier og til staten. Dvs. der var ikke noget kreditformidlingsinstitut, der var rettet mod behovene hos almindelige ejere af fast ejendom, bortset fra Københavns Brandforsikring, som imidlertid efter branden af gode grunde ikke havde midler at låne ud af. Branden og det deraf følgende kraftigt forøgede nybyggeri i de kommende år accentuerede behovet for et kreditinstitut, der lånte ud på langt sigt mod pant i fast ejendom.

I 1796 tog nogle få velstående borgere initiativ til at oprette en kreditforening, der skulle udstede omsætningsobligationer, således at man gik bort fra det hidtidige system med, at långiver havde pantebrev i sin låntagers ejendom. For at forstå hele denne historie er det nødvendigt at være opmærksom på forskellige specielle forhold

vedrørende det danske kreditmarked. For det første gjaldt der som tidligere nævnt på det danske lånemarked en maksimalrente, på det tidspunkt på 4% p.a. For det andet var der dengang en fast årlig afgift på ¼% af pålydende værdi af alle lån i fast ejendom. Sagt med andre ord, denne afgift indskød en kile mellem låntagers rente og långivers rente, hvilket teoretisk set var en afgift på kreditformidling og derfor isoleret betragtet bevirkede et incitament til, at velhavende personer investerede direkte i fast ejendom i stedet for at låne ud. Afgiften må dog siges at være forholdsvis beskedent. Afgiften betaltes af långiver, dvs. at med den eksisterende maksimalrente på 4% fik långiver efter afgift maksimalt 3,75% p.a. Denne skat blev afskaffet i 1809.

For det tredje var det sædvane på udlånsmarkedet, at udlån kunne siges op til en termin, af hvilke der dengang var to om året. Dvs. hvis långiver skulle bruge sine penge, var det op til låntager at skaffe sig et nyt lån fra anden side. I praksis spillede dette forhold nok en mindre rolle, end man umiddelbart kunne tro. For man havde normalt et kendskab til sin långiver og viden om, hvor realistisk det var, at han kunne få brug for sine penge. Og en långiver, der uden væsentlig grund opsagde sine lån – måske for at kunne overtage låntagers ejendom på tvangsauktion – ville ikke få let ved at få udlånt sine penge til nogen troværdig låntager i fremtiden.

Initiativtagerne til den første danske kreditforening rettede anmodning til regeringen om forskellige begunstigelser. Heller ikke dengang var det almindeligt med nye initiativer, uden at man følte et behov for offentlig støtte. Blandt de begunstigelser, som Kreditkassen fik, var:

- Fritagelse for den årlige afgift, som betaltes af långiver.
- Fritagelse for stempelafgift for de udstedte obligationer.

Det gjaldt dog kun for et maksimalt samlet udlån på 300.000 rigsdaler og kun i nybygninger på afbrændte grunde.

Det kan undre, at kassen følte behov for – og fik – det subsidie, der lå i fritagelsen for specielt den årlige låneafgift. Denne låneafgift betaltes jo af samtlige øvrige långivere på markedet, og det er vanskeligt at se nogen god grund til, at en kreditforening skulle have en fordel i forhold til direkte udlån. Hvis kreditforeningen havde en berettigelse, burde den jo kunne konkurrere på lige vilkår.

For så vidt angår stempelfritagelsen er spørgsmålet lidt mere

kompliceret med hensyn til, hvad der skal forstås ved lige konkurrencevilkår. For os er det umiddelbart naturligt, at omsætning af realkreditobligationer bør kunne ske uden stempeludgifter. Men hvis private pantebreve er underlagt samme regler, ja så bør kreditforeninger kunne konkurrere med disse, selv hvis der skal betales stempel ved omsætning af disse papirer. Det samme gør sig dog ikke gældende for så vidt selve udstedelsen af obligationerne kræver stempel. En sådan stempelafgift vil klart være konkurrenceforvridende. For kreditforeningen vil så blive belastet af dobbelt stempel, både for pantebrevet og obligationen.

Selve det forhold, at de ovennævnte begunstigelser kun blev givet i forbindelse med nybygninger på de afbrændte grunde er vel udtryk for, at man har ønsket at yde et subsidie til ejerne af disse ejendomme. Og takket være, at dette subsidie så bliver knyttet sammen med låntagning i Kreditkassen, får selve Kreditkassen altså et subsidie til sin oprettelse. Det er – hvis man skal være uvenlig – vel den samme situation, som opstår i forbindelse med U-landshjælp, som så bindes til at købe varerne bestemte steder, hvorved en del af støtten går i andre lommer end oprindelig tiltænkt.

Et interessant spørgsmål er, om de gældende maksimalrentebestemmelser i realiteten indebar en vis forvridning til gavn for kreditforeningen. Spørgsmålet synes ikke at have været behandlet i de hidtidige værker om kreditforeningerne. Sagen er jo den enkle, at når der gælder maksimalrenter, så vil långiver ikke afveje rente mod risiko; han vil udelukkende gå efter at få bedst mulig sikkerhed for sine penge. Solidariteten i en kreditforening gjorde, at långivers sikkerhed blev større end ved udlån i selv den mest sikre ejendom. Som tidligere nævnt skete det uden tvivl i en del tilfælde, at låntager og långiver fandt udveje til at omgå disse maksimalrenteregler. Det er dog nok en misforståelse at tro, at de ikke har haft nogen effekt. Specielt i datidens mindre samfund spillede moralovervejelser en større vægt end i dagens mere „fremmedgjorte“ samfund, hvor kontraktpartnere ikke har samme personlige forbindelse. Derudover må man tage i betragtning, at der fandtes et utal af små „pengekasser“, hvor forvalteren ikke havde nogen stærk selvstændig interesse i at omgå reglerne, fordi han ikke fik afkastet. Der var i hvert sogn forvaltere af umyndiges midler, forvaltere af midler der tilhørte offentlige institutioner osv. For en sådan forvalter af betroede midler der skulle tænke på at „holde sin ryg fri“ og udføre sit job med mindst muligt besvær, var kreditforeningsobligationer et fund. Da de gav maksimal-

renten, kunne han ikke bebrejdes for dårlig forvaltning af de betroede midler. Sagt med andre ord: *kreditforeninger ville – fordi de kunne tilbyde maksimalt mulig sikkerhed – kunne erobre alt udlånet fra lovlydige borgere/offentlige kasser som følge af maksimalrentelovens forvridende virkning.*

Det betyder selvfølgelig ikke, at kreditforeninger ikke i sig selv er en god idé, kun at der rent faktisk gjaldt forskellige institutionelle forhold, der i sig selv begunstigede kreditforeningen, helt uden nogen samfundsøkonomisk gevinst.

På den anden side kan der dog også argumenteres for, at de gældende maksimalrentesatser var til *skade* for kreditforeningen. For anvendelse af kreditforeningen gjorde det jo umuligt – eller i hvert fald vanskeligere – at omgå de eksisterende maksimalrenteregler. Når långiver og låntager ikke stod direkte i forbindelse med hinanden, kunne der jo ikke ske „skjult rentebetaling“ i form af øvrige tjenester af forskellig art. Den eneste mulighed var, at låntager overfor kreditforeningen modtog obligationer til kurs 100 og selv afhændede dem, jf. at denne praksis hurtigt blev meget udbredt. Der er dog næppe tvivl om, at kreditforeningerne begrænsede muligheden for at omgå maksimalrentebestemmelserne.

### 8.3. KREDITKASSEN FOR HUSEJERNE I KJØBENHAVN

Selve organisationen af denne allerførste kreditforening er set med nutidens øjne dels meget uigennemskuelig, dels uhensigtsmæssig i det omfang, den kan gennemskues. Det afspejler selvfølgelig, at man ikke havde nogen erfaringer at bygge på, og at stifterne vel dels ikke havde tænkt samtlige problemstillinger igennem, dels næppe var helt enige om formålet.

Det er standard i kreditforeninger at have solidarisk ansvar mellem låntagerne. Efter Kreditkassens fundats var risikofordelingen udvidet, således at den også omfattede kreditorerne. Hvis Kreditkassen ikke kunne afholde tab på panter udfra sine opsparede reserver (indtjeningen på indskud og rentemarginal fratrukket driftsomkostningerne) skulle låntagere og långivere bære tabet fifty-fifty. På trods heraf anmodede Kassen staten om – og fik – en statsgaranti for obligationerne. Denne garanti skulle dække de tab, der måtte opstå ud over den halvdel, som obligationsejerne skulle bære, dvs. de tab, der måtte opstå som følge af, at debitorernes solidariske ansvar

ikke var tilstrækkeligt til, at de kunne bære deres del af de samlede tab. Kreditkassen regnede selvfølgelig med, at den som hovedregel ville kunne dække tab over driften, helt uden anvendelse af det solidariske ansvar.

Kreditkassen var en forening af långivere og ikke af låntagere. Når man senere har valgt at lade kreditforeninger som hovedregel være debitorstyrede (enkelte gav dog både låntagere og obligations-ejere stemmeret) skyldes det vel to forhold. Det ene er, at når det er låntagerne, der bærer risikoen ved det solidariske ansvar, er det også logisk, at det er dem, der styrer udlånspolitikken. Det andet er, at i de senere kreditforeninger tilhørte foreningens driftsoverskud reelt medlemmerne, idet reservefondene blev udloddet til låntagerne, jf. herom senere. I Kreditkassen var der ikke en sådan udlodning af overskuddet, hverken til låntagere eller långivere. Der skete en egentlig opbygning af en „ejerløs pengekasse“, hvis formål man næppe havde gjort sig helt klart.

Kreditkassen var karakteriseret ved, at lånene kunne opsiges både af långivere og låntagere. Lånene kunne opsiges med ét års varsel til én af de to årlige terminer, 11.06 og 11.12. For efterfølgende generationer, der har vænnet sig til, at uopsigelighed fra långiverside nærmest indgår i definitionen af kreditforeningslån, vil denne konstruktion forbløffe. Specielt vil konstruktionen med obligationer, som kan opsiges både af långiver og af låntager, forekomme enhver, der er vant til dagens effektive markeder, fuldstændig umulig. For enten er markedsrenten så høj, at det er en fordel for långiver at opsiges lånet, eller også er den så lav, at det er en fordel for låntager at opsiges lånet. Der er tale om en „knivsægsmode“, der burde føre til bestandige låneomlægninger bortset fra, at omkostningerne ved lånoptagelse som følge af indskuddet på 0,5% ville lægge en (særdeles beskedne) dæmper på låntagerens omlægningsønsker.

Man skal dog ikke lade sig forbløffe over konstruktionen med, at långiver kan opsiges sine udlån. I dag har vi vænnet os til, at pantebrevslån enten skal være uopsigelige fra begge sider eller også kun skal være opsigelige fra debitors side. Men hvilken ordening, der er den mest hensigtsmæssige, må jo afhænge af forholdene. Normale udlån på de tider var som tidligere nævnt direkte udlån. Man kendte og havde uopsigelige lån, men hovedreglen var opsigelighed for både låntager og långiver. Det er også let at se argumenterne herfor. Først og fremmest er det klart, at långiver selvfølgelig kunne få brug for de udlånte midler. Ikke alle långivere kunne vide, hvornår de fik brug



for hovedstolen. For private långivere er det indlysende, at de ikke kunne forudsige det, men det samme gjaldt for de institutionelle investorer. F.eks. kan man se på Københavns Brandforsikring, der som følge af branden fik brug for hele sin udlånte kapital til betaling af erstatninger. I denne situation står valget mellem to muligheder:

- a. Man kan lade kreditor opsige lånet, med det resultat, at debitor skal ud og finde en ny långiver.
- b. Man kan lade lånet være uopsigeligt, med det resultat at debitor må finde en køber til sin fordring, dvs. en person som ønsker at yde lån til den pågældende ejendom mod pant i ejendommen.

Ud fra en markedstankegang synes det forståeligt at lægge denne byrde på debitor, så længe der er tale om individuelle pantebreve, og det var da også standard på det tidspunkt. Debitor har af gode grunde bedre muligheder for at kunne overbevise en eventuel ny långiver om sin solvens, end långiveren har. Det er klart, at med let omsættelige obligationer, der ikke har sikkerhed i den enkelte ejendom, forsvinder argumentet for, at obligationsejere kan opsige lånet. Til gengæld skal man være klar over, at der jo ikke var nogen erfaringer med hensyn til, hvor omsættelige obligationerne egentlig ville vise sig at blive.

Udover den dobbelte opsigelighed gjaldt der fra starten en ganske særlig konstruktion, som kan minde lidt om senere tiders hypotekforeninger. Man kunne enten være garanterende eller indskydende interessent. De indskydende interessenter købte obligationer og bar den risiko, der var forbundet hermed. De garanterende interessenter indskød ikke kapital, men deltog i risikoen, såfremt Kreditkassen skulle komme i problemer. Det eneste incitament til at blive interessent var, at man herved fik stemmeret proportionalt med sit garantibeløb, hvilket „måske kunne være belejligt for mangan formuende mand.“

Fra foreningens side appellerede man til borgerånden, idet man påpegede, at risikoen var særdeles beskednen. Det viste sig dog, at stifterne havde overvurderet borgerånden, og denne ordning, som i øvrigt også var særdeles upraktisk, fordi man jo ikke kunne forudsige, hvorledes de garanterende interessenters formue ville udvikle sig i fremtiden, blev afskaffet igen. Ordningen er for så vidt kun interessant som et eksempel på de ikke altid helt gennemtænkte konstruktioner, som kreditforeningshistorien udviser.

### 8.3.1. Rentemarginal og lånebetingelser

Som tidligere nævnt skete långivning i Danmark i betydeligt omfang i forbindelse med terminsdagene, hvor långivere og låntagere mødtes i stort antal. Den samme konstruktion fandtes i forbindelse med flytninger og arbejdskontrakter; for at få markedsmekanismen til at fungere bedst muligt med mange købere og sælgere, var kontrakter standardiserede, således at lejemål og arbejdskontrakter typisk løb til bestemte datoer – skiftedage. I Kreditforeningens allerførste dage fandtes dette princip interessant nok også. Alle udlån skulle vedtages på generalforsamlinger, hvoraf der afholdtes to om året. Man gik dog hurtigt over til en mere fleksibel ordning, så lån kunne ydes løbende.

De ydede lån var som nævnt opsigelige med ét års varsel både fra långiverside og låntagerside. Lånegrænsen var ganske høj. Lån på op til 2/3 af forsikringsværdien kunne ydes som uamortisable lån. Lån mellem 2/3 og 3/4 af forsikringsværdien skulle afdrages som serie lån med 0,5% om året, indtil lånet var nedbragt til 2/3 af forsikringsværdien, og lån ud over 75% af forsikringsværdien skulle afdrages med 1% om året. I praksis holdt man sig dog til lån inden for 75% af forsikringsværdien.

Rentemarginalen må betragtes som forholdsvis beskednen. Den bestod af 3 elementer:

- a. Et indskud på % af det lånte beløb.
- b. Forudbetaling af renten et halvt år. Men med den lave rentefod på 4%, som jo påvirkede kreditforeningens indtjening herved dobbelt (man fik kun en lille fordel, og kun på et lille beløb) var dette forhold ret ligegyldigt. Det svarer til en rentemarginal på knap 1 promille.
- c. Et løbende bidrag på 1 skilling pr. rigsdaler rente, svarende til en ekstra rentemarginal på 0,4 promille.

Det må betragtes som ret imponerende, at foreningen har kunnet klare sig med en så beskednen rentemarginal i forhold til i dag, når man tager i betragtning, hvorledes den tekniske udvikling har gjort f.eks. betalingsoverførsler med videre langt lettere og billigere. For

personer interesserede i incitamentsafløjning og „outsourcing“ kan det måske være interessant, at administrator i Kreditkassen nærmest havde administrationen i entreprise. Han fik dels et fast beløb, dels rentefordelen ved, at låntagerne betalte renten forud. Af denne indtjening skulle han så afholde fondens driftsudgifter, bortset fra løn til bestyrelse og et bud.

Også senere kreditforeninger var i visse perioder inde på en vis form for „performanceafløjning“ af deres direktion. Eksempelvis aflønnede Kreditforeningen af Grundejere i De Danske Østifter i de første år deres direktører med en vis andel af bidragene til reserve- og administrationsfond, med et vist loft. Det kan ikke udelukkes, at man kom til at frygte, at det ville føre til lovlig heftige ønsker om vækst uden hensyn til tabene. I hvert fald gik man senere over til, at direktionen fik en vis andel af væksten i seriernes reservefonde, hvorved tab på udlån automatisk førte til mindre gager.

I dag opfatter vi det som en meget afgørende del af det teoretiske fundament for realkredit, at man kan få lån, når man har sikkerhed, blot man vil betale markedsrenten herfor. Det er det, der ligger bag ved systemet med, at man principielt ved lånoptagelse ikke får udleveret kontanter, men derimod obligationer med en given pålydende rente, som man så selv kan sælge på markedsvilkår.

Denne elegante konstruktion var ikke – og kunne dårligt være – et element i Husejernes Kreditkasse. Der gjaldt som tidligere nævnt en gensidig opsigelsesret for både långiver og låntager. Dvs. konstruktionen hvilede reelt på, at 4% obligationer lå i en kurs lige omkring 100. Oprindeligt var tanken, at lånene skulle udbetales kontant, således at långivning måtte afvente, at kreditforeningen kunne sælge obligationer til kurs 100. Ret hurtigt kom man dog ind på at udbetale lånet i form af obligationer til låntagere, der kunne fremskaffe en køber til disse obligationer. Men som følge af kreditors opsigelsesmuligheder gav denne model ikke de store frihedsgrader. Årsagen til, at modellen kunne fungere, var dels maksimalrentebestemmelserne, dels at de finansielle markeder var så ufuldkomne, som de var, således at det „spænd“, hvor hverken långiver eller låntager opsigte lånet, var langt større, end det ville være i dag. Hertil bidrog selvfølgelig også eksistensen af stempelomkostninger.

### 8.3.2. Kassens historie fra 1797 og fremefter

I perioden 1797-1850 var Kreditkassen for Husejerne i København den eneste danske kreditforening, og der kan derfor være grund til at se lidt nærmere på kassens historie i denne periode. Det gælder så meget desto mere, som kassen løb ind i forskellige problemer af grundlæggende art, som meget klart afspejler de principper, på hvilke et sundt realkreditsystem må hvile.

Kreditkassen opererede som ovenfor nævnt ikke med lån til markedsrente; renten var 4% p.a. Det gjorde selvfølgelig, at kreditkassen måtte „manøvrere“, herunder også opsige lån hos debitorer, når der var kreditorer, der opsagde deres lån, og obligationerne ikke kunne afhændes til kurs pari til anden side. Både udlånspolitikken og opsigelsespolitikken blev ført efter sociale kriterier, fastlagt af bestyrelsen, jf. tidligere. Opsigelsesretten blev anvendt på en særdeles social måde – som dog nok i dag ville blive opfattet som magtfordrejning. Ikke alene opsagde man fortrinsvis lån hos de debitorer, der lettest kunne få et nyt lån andetsteds, men man brugte endog opsigelsesretten som pressionsmiddel. Eksempelvis ville en tidligere sælger af en ejendom, der havde en 2. prioritet i ejendommen, lade ejendommen gå på tvangsauktion som følge af manglende rentebetaling og sætte køberen, en enke, ud. Kreditkassen meddelte den pågældende, at såfremt det skete, ville man øjeblikkelig opsige den ganske store 1. prioritet, Kreditkassen havde i ejendommen og derved vanskeliggøre hans overtagelse betydeligt. Formålet med denne trussel var udelukkende at få sælgeren til at opføre sig „anstændigt“ over for enken. Ovenstående eksempler belyser dels den meget sociale holdning, som prægede styrelsen i Kreditkassen på trods af, at de repræsenterede långivere og ikke låntagere, dels hvor fleksibelt administrationen kunne arbejde.

Kreditkassen ekspanderede kraftigt i begyndelsen af 1800-tallet og fik jævnligt tilladelse til at udvide sine lånrammer med bibeholdelse af de forskellige privilegier. I 1813 var den udestående obligationsmasse steget til knapt 3 millioner rigsdaler, et ganske væsentligt beløb, jf. det samlede tab ved Københavns brand på 4,5 millioner rigsdaler.

Kreditkassen slap ganske heldigt fra Københavns bombardement i 1807, omend selvfølgelig en del belånte ejendomme nedbrændte. Tabene var dog så store, at man ved denne lejlighed for første gang kom ind på spørgsmålet om, hvorvidt man skulle afkræve

udtrædende „interessenter“ – der dengang både var långivere og låntagere – et depositum som sikkerhed for den andel af kreditforeningens tab, der kunne falde på dem, jf. at tabene skulle fordeles både på långivere og låntagere. Man valgte dog at undlade dette, og problemet forsvandt, da det offentlige efter nogen tids overvejelser valgte at yde samtlige borgere erstatning for tabene som følge af brandene.

Til gengæld blev den såkaldte statsbankerot i 1813 et alvorligt problem for Kreditkassen. „Statsbankerotten“ var som bekendt ikke nogen egentlig statsbankerot, omend den blev opfattet som en sådan. De danske finansielle forhold i begyndelsen af 1800-tallet kan være særdeles komplicerede at forstå for nutidens danskere. F.eks. var mønt- og seddelsystemet særdeles primitivt; der var på én og samme tid flere konkurrerende systemer, nemlig både uindløselige papirpenge og sølvmønter. Og lån kunne aftales både i sølvmøntfod og i papirpenge.

Danmark kom som følge af krigen med England og de deraf følgende forøgede militærudgifter ud i en situation, hvor staten finansierede et stort løbende underskud ved hjælp af seddeludstedelse. Det førte igen til en kraftig inflation. Sedlerne faldt kraftigt i købekraft. I 1813 blev der foretaget en pengereform med en ny møntfod. 6 „gamle“ rigsdaler (i sedler) blev ombyttet til én ny rigsbankdaler. Heri ligger jo ikke nogen statsbankerot, omend ombytningen selvfølgelig af befolkningen, som lå med meget store seddelbeløb som følge af, at der praktisk talt ikke var noget banksystem, blev betragtet som noget nær formuekonfiskation. Men det egentlige tab lå jo i inflationens udhulende virkning på pengenes købekraft.

I forbindelse med pengeombytningen forsøgte man imidlertid fra statens side at rette op på en del af den omfordeling mellem debitorer og kreditorer, som inflationen havde givet anledning til. Det blev nemlig bestemt, at omvekslingsforholdet for gamle fordringer blev gjort afhængig af, hvornår fordringen var stiftet. Tanken var, at den långiver, der havde ydet et lån på 100 rigsdaler i 1800, hvor købekraften af pengene var høj, burde have sit tilgodehavende omvekslet til et større beløb end den långiver, der havde ydet et lån på 100 rigsdaler i 1812, hvor købekraften af pengene var lav som følge af prisstigningerne. Det kan betragtes som et forsøg på at indføre en form for pristalsregulering med tilbagevirkende kraft. De eneste fordringer, der ikke blev udsat for denne „korrektion“ var statsobligationer – dvs. fordringer på statskassen – og fordringer med kongelig garanti. Disse kreditorer fik deres fordringer omvekslet i forholdet

„en til en“. Dvs. statskassen stillede sine kreditorer gunstigere end alle andre kreditorer i landet.

Et væsentligt problem ved denne på mange måder ganske fornuftige ordning var imidlertid, at den gjorde Kreditkassen insolvent. Kreditkassens obligationer var som tidligere nævnt forsynet med en – uhyre begrænset – offentlig garanti. Men det var uheldigvis for kreditkassen nok til, at disse obligationer blev omvekslet til den ny møntfod til en for kreditorerne uhyre fordelagtig kurs. Forholdet belyses måske lettest ved et eksempel. Antag, at der var en låntager, der i 1812 havde optaget et lån på 100 rigsdaler i Kreditkassen, og som selv havde beholdt obligationerne. Han ville i 1813 have en gæld på 100 rigsdaler til Kreditkassen. Men da købekraften af de lånte 100 rigsdaler på tidspunktet for låneoptagelsen var særdeles lav, blev denne gæld omskrevet til 20 rigsbankdalere ud fra en købekraftsbe-  
tragtning. 100 rigsdalere i 1813 havde en købekraft svarende til 20 af de nye rigsbankdalere i 1813. Eftersom obligationerne var forsynet med kongelig garanti, blev de omskrevet i forholdet én til én, dvs. til 100 rigsbankdaler. Den pågældende blev således 80 rigsbankdaler rigere ved pengereformen, og Kreditkassen blev følgelig det samme beløb fattigere.

Der kan i den forbindelse nævnes, at da Tyskland i 1920'erne kom ud i hyperinflation og i den forbindelse ophævede guldindløseligheden på de gamle pengesedler, vedblev en hel del af befolkningen at tro på, at der ville komme en tid, hvor „gamle“ sedler, udstedt før inflationen, ville få deres værdi tilbage.

Så man skal ikke undre sig over, at den danske stat forsøgte at rette op på en del af inflationens omfordeling på den beskrevne måde, som selvfølgelig ikke kunne være fuldstændig retfærdig.

For Kreditkassen, der hele tiden havde udlånt med en nøjagtig overholdelse af balanceprincippet, var den bizarre konsekvens, at den takket være den kongelige garanti på sine obligationer blev dybt insolvent. Efter pengeombytningen havde Kreditkassen en negativ egenkapital svarende til knap 40% af den cirkulerende obligationsmasse.

Staten trådte til med støtte og forhindrede, at låntagere og långivere selv måtte bære tabet. Dvs. reelt fik obligationsejerne fra staten et betydeligt beløb forærende. Staten trådte imidlertid ikke til med et engangstilskud svarende til den negative egenkapital, men gav derimod årlige tilskud. Det havde som konsekvens, at Kreditkassens udvikling de næste 60 år var præget af, at stat og kreditforening reelt var „viklet ind i hinanden“, fordi staten som følge af sin betaling

af de årlige tilskud og i øvrigt som følge af den kongelige garanti havde en betydelig interesse i, hvordan det gik Kreditkassen økonomisk. I den forbindelse skal nævnes, at en væsentlig del af lånene jo principielt var uamortisable, således at statsgarantien kunne løbe i al evighed. Kreditforeningens historie var de næste mange år præget af dette forhold, som medvirkede til, at kreditforeningen næppe fik helt den rolle, som man kunne have forventet i betragtning af, at den havde 50 års forspring i forhold til de efterfølgende kreditforeninger. I den forbindelse bør dog også fremhæves, at den i følge sine statutter var begrænset til København. Dertil kommer, at foreningen ikke var så hurtig med innovationer, som man kunne ønske sig, blandt andet holdt den stædigt fast ved konstruktionen med lån, der var opsigelige både fra kreditorside og debitorside.

Kreditforeningen voksede forholdsvis langsomt i de efterfølgende år. Indtil 1850 var den enerådende, men derefter tog de nye kreditforeninger ganske hurtigt foringen, jf. nedenstående tabel, der viser udestående kreditforeningslån i de første 20 år efter, at der blev åbnet adgang til at åbne nye kreditforeninger i 1850.

År	Kreditforeninger ialt	Kreditkassen for Husejerne i København	Kreditkassen for Husejerne i København
	Mio. kr.	Mio. kr.	Procent
1852	16,3	13,8	85%
1862	63,7	16,4	26%
1872	98,2	14,8	15%

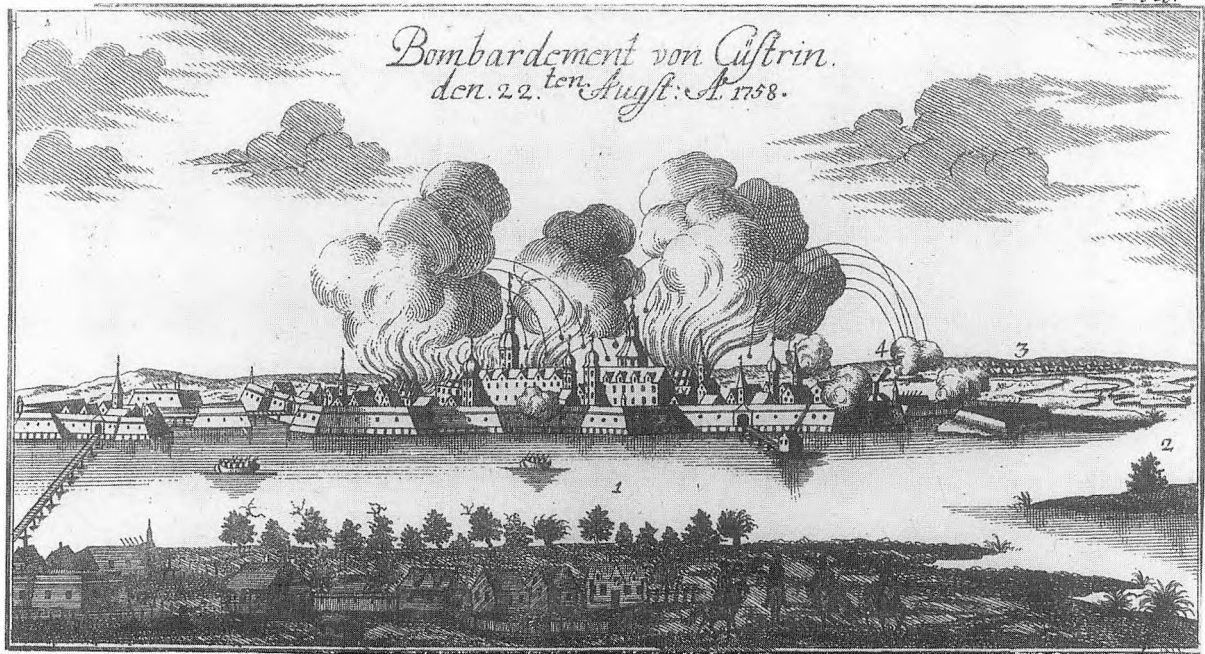
Kilde: Statistiske Undersøgelser nr. 24: Kreditmarkedsstatistik. Danmarks Statistik 1969.

Det kan nævnes, at i perioden 1852-1872 steg det danske bruttonationalprodukt, målt i løbende priser, til det dobbelte. På den baggrund er stagnationen i Kreditkassen ganske slående.

Tabellen giver måske også et vist billede af, at Kreditkassens samfundsøkonomiske betydning har været begrænset. Den virkede kun i København, som vel dækkede måske 10-15% af værdien af landets samlede ejendomme, og København var den del af landet, hvor kreditmarkedet fungerede bedst som følge af det store antal långivere og låntagere.

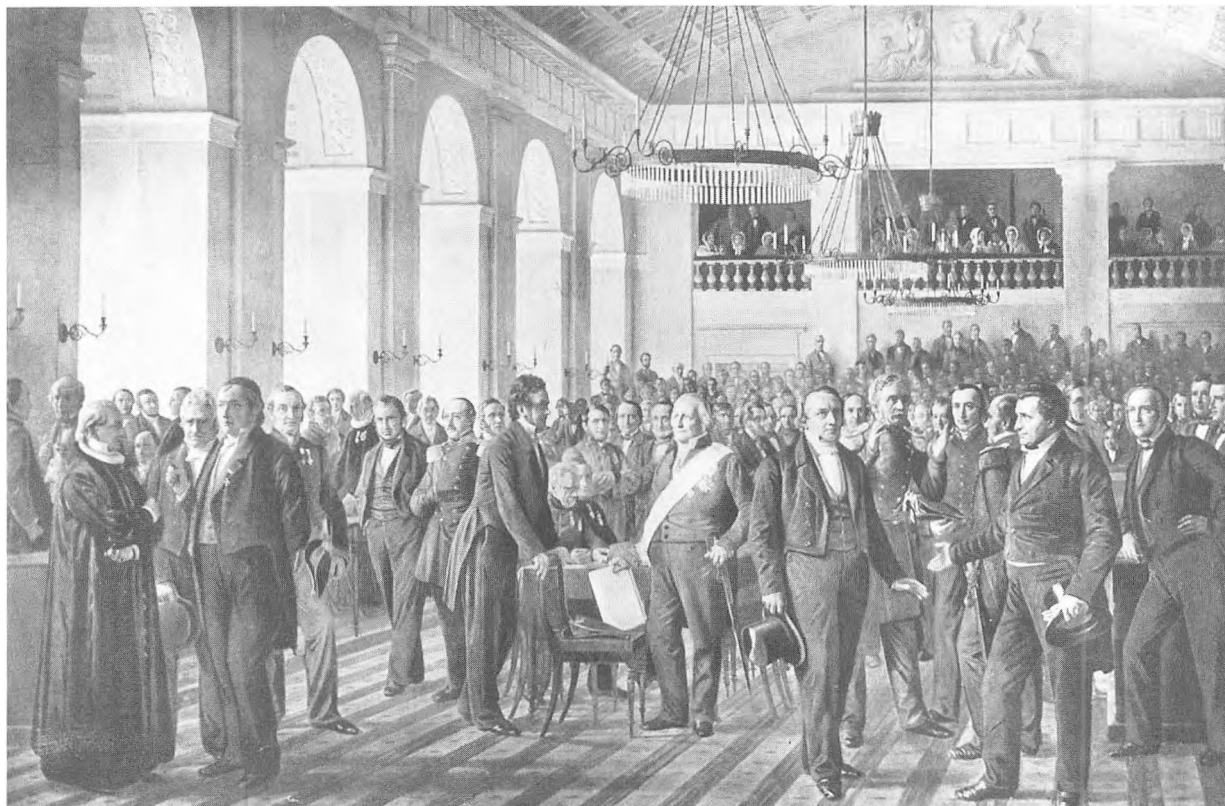
Kreditkassens videre historie er forholdsvis begivenhedsløs set i et nationalt og et realkredithistorisk lys. Den fortsatte som selvstændig kreditforening indtil 1975, hvor den fusionerede med BRF. Når Kreditkassen fusionerede med BRF og ikke med en af kreditforeningerne, er årsagen antagelig, at både Kreditkassen og BRF var selvejende fonde og ikke foreninger.





*1. Der Oder Fluss. 2. der Warthe Fluss. 3. Das Russische Lager. 4. Russische Batterien.*

7-års krigens ødelæggelser (1756-1763) førte til oprettelsen af den første kreditforening i Preussen. På samme måde som i Danmark var en national katastrofe nødvendig for at skabe ændringer.



*Fædrene til Grundloven af 1848 troede på foreningsfrihed. Og så måtte der også være fri bane for etablering af kreditforeninger.*



*De første kreditforeninger ydede ikke lån til husmandsbrug. Sikkerheden blev ikke anset for at være tilstrækkelig.*



*Godsejerne ønskede deres egen kreditforening, men det forhindrede Folketinget.*

## 9. DEN ANDEN 50-ÅRS-PERIODE: REALKREDITTENS GENNEMBRUD

---

I første halvdel af 1800-tallet blev der gjort adskillige forsøg på at få oprettet kreditforeninger. Vi har ikke i afsnittet om Husejernes Kreditkasse behandlet, hvorfra inspirationen kom. I tidligere jubilæumsskrifter har der været en betydelig diskussion af, om danskerne selv opfandt kreditforeningstanken, eller om den blev taget fra tyskerne. Vi vil springe hele denne diskussion over for så vidt angår Husejernes Kreditkasse. Der er nemlig ingen tvivl om, at for så vidt angår de senere danske kreditforeninger, så er de først og fremmest påvirket af de tyske systemer.

Kreditforeningstanken opstod efter den almindelige opfattelse (omend man sandsynligvis altid kan føre sådanne ideer stadig længere tilbage) i Preussen efter 7-årskrigen 1756-63. Baggrunden var – parallelt med Danmark i 1795 – en opstået nødsituation. Krigen havde medført betydelige ødelæggelser i visse dele af Preussen, først og fremmest Schlesien, der havde været besat af østrigerne, med de normale skader på fast ejendom til følge.

De første kreditforeningslignende institutioner, de preussiske „Landschaften“, blev foreslået af en købmand ved navn Büring og gennemført af Frederik den Store. Der fandtes på det tidspunkt i Preussen nogle formelle organisationer, en slags stænderorganisationer af adelige godsejere, kaldet Landschaften, som dog ikke havde nogen reel betydning. Disse organisationer blev brugt til at skabe en kreditforeningslignende organisation. Der blev vedtaget en lov, i følge hvilken der for lån optaget i adelige godser inden for visse lånegrænser (lånegrænsen var 50% af nogle ret konservative vurderinger) gjaldt et solidarisk ansvar for samtlige adelige godsejere i det pågældende „Landschaft“, hvad enten de pågældende godsejere havde optaget lån eller ej. Det solidariske ansvar hvilede således på samtlige adelige godser i den enkelte provins, således at der ikke var noget frivilligt element. Ud fra et økonomisk synspunkt var der tale om en offentlig garanti for lån op til en vis lånegrænse, hvor udgifterne blev finansieret af en skat på ejendomsværdien af samtlige adelige godser. Systemet var administrativt særdeles tungt. I øvrigt blev systemet

subsidieret gennem en lovgivning, der tvang en del investorer (hel- og halvoftentlige kasser af forskellig art) til at investere deres midler i de udstedte obligationer. Den tilsyneladende succes kan derfor ikke nødvendigvis udelukkende tilskrives, at der var tale om en god idé. Det skal i øvrigt bemærkes, at de tyske Landschaften indtil 1830'erne ikke opererede med balanceprincippet, men ydede uopsigelige lån, der blev finansieret ved udstedelse af obligationer, opsigelige fra kreditors side, hvilket gav en del problemer.

Første halvdel af 1800-tallet var – som nu – præget af mangfoldige og enfoldige forslag om oprettelse af forskellige institutioner, lånekasser og offentlige tilskud, der skulle gøre det lettere for selvstændige at få lån.

Kreditforeningstankegangen blev mest grundigt fremført af en ung økonom ved navn A.F. Bergsøe, der på baggrund af studier over det tyske kreditforeningssystem i 1839 udsendte en bog med titlen: „Motiveret Udkast til en Creditforening for danske Grundbesiddere“. Bogen er måske speciel bemærkelsesværdig derved, at den argumenterede for fordelene ved private institutioner frem for statsgaranterede kasser og i den forbindelse var imod enhver form for statsstøtte til kreditforeningerne. Samtidig påpegede bogen svaghederne ved de tidlige tyske „Landschaften“, herunder vigtigheden af balanceprincippet. Bergsøes tanker gik først og fremmest i retning af oprettelsen af en kreditforening for landbrugere, men ikke for ejere af bygninger i byerne. Endelig var hans forslag originalt ved, at han argumenterede for en landsdækkende kreditforening – et forslag, som selv hans største beundrere i sidste halvdel af det 19. århundrede og første del af dette århundrede var enige om at betegne som naivt! Bergsøe argumenterede heftigt for annuitetsprincippet og imod stående lån. Hans hovedpointe var, at ved stående lån var der et behov for løbende tilsyn med pantet, et behov der mindskedes/forsvandt ved stadig nedbringelse af gælden.

Der blev i de efterfølgende år fremsat adskillige anmodninger til den dengang enevældige konge om tilladelse til at oprettelse af en kreditforening, typisk dog med anmodning om en eller anden form for offentlig støtte. Tilliden til kreditforeningssystemet var sjældent så stor, at man mente, at det kunne igangsættes helt uden offentlig støtte.

Det er dog værd at understrege, at statens modstand mod kreditforeninger *ikke* skyldtes et ønske om at holde bønderne i herremændenes magt, hvad man jo umiddelbart godt kunne have forestillet sig af enevælden, jf. at formålet med stavnsbåndet bl.a. havde væ-

ret at øge herregårdenes værdi. Det var faktisk ofte godsejere, der støttede kreditforeningstanken, og statens modvilje skyldtes – bortset fra den principielle modvilje mod statstilskud – også, at man tvivlede på, at forslaget var i bøndernes interesse. Statsadministrationen – Danske Kancelli – skrev i en betænkning i 1846 om spørgsmålet:

„Man saae allerede i den første jydsk Provincialstænderforsamling, hvorledes adskillige Medlemmer af Godsejerklassen, der i alle Konflikter med Bondestanden vare de mest nidkære i at paasee og indtale de jorddrotlige Interesser, dog med stor Heflighed tage Ordet for en Kreditforening under Kongelig Garanti til Selvejendoms Befordring, noget som vist nok også var meget mere i deres end i Bondestandens Interesse; thi, når det blev gjort let at faae Laan til Selvejendoms Erhvervelse af offentlige Kasser, ville Godsejerne derved faae en for dem saare tjentlig Leilighed til at sælge Bøndergodset til en Priis, der ellers ikke var til at opnaa, og som let kunne give dem mere end den dobbelte Indtægt af den, Godset kunne give dem som Fæstegods.“<sup>10</sup>

Dette spørgsmål om kapitalisering i priserne af lettere låneadgang har været et ofte opdukkende tema i dansk politik. Det var nøjagtig samme begrundelse – omend ikke så elegant udtrykt – der lå bag mix-låneordningen i 1980'erne. Af andre kilder fremgår det, at man også var nervøs for at få en for forgældet bondestand, som ville gå fallit i krise, hvis det var let at få lån – igen en holdning til den enkelte borgers manglende evne til at finde ud af, hvad der er bedst for ham, som man har kunnet finde hos statsmagten også i de senere år.

I 1848 fik Danmark en grundlov og gik bort fra enevælden. I Grundloven blev indsat en paragraf om foreningsfrihed, nemlig § 85:

*„Borgerne har Ret til uden foregående Tilladelse at danne Foreninger i ethvert lovligt Øjemed.“*

Denne paragraf blev med datidens fortolkning opfattet som givende ubetinget ret til oprettelse af kreditforeninger. I omkring 10 år – fra 1850 til 1861 – herskede der i dansk politik en særdeles liberal holdning, således at det var en „menneskeret“ at oprette en kreditforening, og folketinget følgelig ikke skulle blande sig i, om der var ved

<sup>10</sup> Håndbog i Kredit- og Hypotekforeningsforhold. p.20-21.

at være for mange kreditforeninger eller ej. Denne liberale holdning til realkreditinstitutter – omend ikke til kreditforeninger – har vi fået tilbage med realkreditloven af 1989. Men den har altså kun været gældende i ca. 18 år ud af 200. Til gengæld er det i dag **forbudt** at oprette kreditforeninger.

Efter vedtagelsen af Grundloven gik udviklingen stærkt. I 1850 vedtoges den første lov om kreditforeninger, med ikke færre end 7 paragraffer. Det er værd at bemærke, at kreditforeningerne fik visse begunstigelser, hvoraf nogle forekommer særdeles rimelige og naturlige, fordi de ikke giver anledning til nogen konkurrenceforvridning, medens andre måske er mere tvivlsomme ud fra en økonomisk betragtning.

Kreditforeningerne fik ret til at udstede ihændehaverobligationer. Det må betragtes som en ganske naturlig ret uden omkostninger for staten.

De blev fritaget for stempelafgift for de udstedte obligationer. Også denne fritagelse forekommer umiddelbart ganske naturlig. Pantebrevet i ejendommen var selvfølgelig belagt med stempelafgift – som i dag – og hvis realkreditobligationerne derudover blev belagt med en stempelafgift, ville der være en dobbeltafgift på realkredit i forhold til almindelig direkte kreditgivning med pant i fast ejendom. Dette er dog nok en oversimplificering. *Stempelreglerne indeholder reelt en vis begunstivelse af realkreditsystemet i forhold til direkte kreditgivning.* Det fremgår tydeligt ved at betragte omsætning af realkreditobligationer og pantebreve. Lad os for enkeltheds skyld antage, at der ikke var nogen som helst effektivitetsfordele ved realkredit frem for direkte kreditgivning. I så tilfælde ville de ovennævnte stempelregler gøre, at organiseret realkredit ville udkonkurrere direkte kreditgivning. For det ville være dyrere målt i stempel for ejerne af pantebreve at omsætte disse, end det ville være for ejerne af realkreditobligationer. Det er klart, at såfremt stempelafgifterne på eksempelvis et pantebrev kun afspejlede statens omkostninger i forbindelse med tinglysningssystemet, ville der ikke være tale om nogen forvridning. Men der er næppe tvivl om, at stempelafgift er en reel skat. Dvs. kreditforeningerne har fra starten fået en vis – omend sandsynligvis ret begrænset – konkurrencemæssig fordel ved, at omsætning af pantebreve var belagt med stempelafgift, mens omsætningen af realkreditobligationer ikke var det.

Herudover blev der ydet en helt problemløs tilladelse til, at umyndiges midler kunne investeres i realkreditobligationer.



Sidst, men ikke mindst, fik kreditforeningerne tilladelse til at give og tage mere i årlig rente end den da gældende maksimalrente på 4%. Det er vanskeligt at bedømme, hvilken betydning denne begunstiggelse har haft, men det kan ikke afvises, at realkreditsystemet herved har fået en fordel i forhold til det „private“ lånemarked.

Loven stillede som betingelser for disse begunstiggelser visse krav til kreditforeningerne. De vigtigste var:

- Låntagerne skulle være solidarisk ansvarlige overfor obligati-  
onsejerne.
- Lånegrænsen måtte maksimalt være 60%.
- Lånene skulle afdrages løbende.
- En fuldstændig overholdelse af balanceprincippet.

Særligt med hensyn til det solidariske ansvar bør nævnes, at det ikke var ubegrænset. Det kunne maksimalt udgøre 2/3 af det lånte beløb, og kravet kunne kun rettes mod den belånte ejendom.

Hvis en kreditforening opfyldte de ovennævnte krav, så kunne den, for at bruge tidens sprog:

*„vente at erholde sine Statutter sanktionerede  
og komme til at nyde godt  
af de foranstående Begunstiggelser“.<sup>11</sup>*

Perioden omkring 1850-70 er interessant, fordi den i høj grad var bestemmende for dansk realkredits senere udvikling og i øvrigt afspejler mange af de problemer, som kom til at præge realkreditten senere hen.

Specielt i jubilæumsskrifterne fra omkring århundredskiftet var det almindeligt at fremhæve, at de danske kreditforeninger havde rødder tilbage til landsbyfællesskabet, og at de i øvrigt var udtryk for en enestående genialitet. Nedenstående citater er ganske typiske:

„Den Samvirken, der gennem mere end et Aartusind havde været det faste Grundlag for danske Bønders Arbejde inden for Landsbyfællesskabet blev ophævet og sprængt ved de store Landboreformer, ved Udskiftningen og Udflytningen; kun svage Spor af Fortsættelser har

<sup>11</sup> Lov af 20. Juni 1850 om Oprettelse af Kreditforeninger og Laanekasser for Grundejere, § 4.

man kunnet paavise. Landbrugskrisen i Begyndelsen af det 19. Aarhundrede, da så mange Gaarde så hyppigt skiftede Ejere, skulle da også synes velegnet til endelig at udslette alle Spor heraf. Men Erintringen om det ældgamle Fællesskabs Tryghed og Værdi var dog sikkert ikke svunden bort hos det Slægtled, der så det genopstaa i en ny og højere Form i det solidariske Ansvar. Deri må man søge Forklaringen af, at denne Tanke om et fælles Ansvar for indgaaede Forpligtelser, og det endda paa et så vigtigt Område som Gældsforpligtighedsens, saa let og fuldstændigt vandt Tilslutning hos de danske Bønder..“<sup>12</sup>

og :

„Naar Kreditforeningerne har kunnet opnaa denne betydelige Tilslutning og derhos saa at sige straks fra første Færd af har arbejdet og været organiserede på en teknisk set saa fuldkommen Maade – lige så genial som simpel – at ingen andre lignende Institutioner i noget andet Land i Verden kan stilles ved siden af de Danske Kreditforeninger, da har dette selvfølgelig sine ganske bestemte Grunde og Forudsætninger.“<sup>13</sup>

Disse synspunkter er lovlig idealistiske og derudover noget misvisende. Der skal i det følgende argumenteres for, at kreditforeningsbevægelsen kompliceredes af, at fællesskabsfølelsen ikke var meget udstrakt hverken i tid, rum eller klasse, samt at det tekniske system langt fra var – eller blev – perfekt. Lad os se på udviklingen i det danske kreditsystem – herunder lovgivningen – i de første og centrale år.

Professor Bergsøe havde argumenteret for en landsdækkende kreditforening. Folketinget mente imidlertid, at det solidariske ansvar forudsatte kontrol med långivningen, således at hver enkelt kreditforenings geografiske område ikke burde være for stort; de belånte ejendomme skulle være beliggende i en sådan omkreds, at kontrol med vurderingernes rigtighed og tilsynet med panterne (de belånte ejendomme blev regelmæssigt kontrolleret af frygt for misrøgt) kunne føres af bestyrelsen. Helt så snævert blev det ikke, men der var klart et ønske om en geografisk afgrænsning af den enkelte kreditforenings område. Overhovedet spillede kontrolovervejelser en ganske

<sup>12</sup> Creditkassen for Landejendomme i Østifterne 1866-1916, p. 7.

<sup>13</sup> Den Vest-og Sønderjydske Kreditforening 1860-1910, p. 13.

betydelig rolle i de første kreditforeninger. Låntagerne valgte et repræsentantskab, som bl.a. havde til opgave at være vurderingsmænd. De belånte ejendomme blev efter belåningen tilset regelmæssigt for at holde kontrol med misrøgt af pantet, ligesom kreditforeningens medlemmer blev opfordret til at anmelde eventuelle misrøgtede panter, så kreditforeningen kunne opsige lånet og mindske tabsrisikoen.

I 1851 oprettedes Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere samt Kreditforeningen af Grundejere i Sjællands Stift. I 1852 oprettedes Kreditforeningen for Købstadsgrundejere i Nørrejylland og i 1860 Kreditforeningen for Grundejere i Fyns Stift samt Den Vest-og Sønderjydske Kreditforening.

Kreditforeningerne var ikke alene geografisk begrænsede, de beskæftigede sig også med forskellige typer af ejendomme, og der blev endvidere gjort forskel på, om bygningerne lå på landet eller i købstæder. En købmandsgård i en købstad var ikke det samme som en købmandsgård i en by, der ikke var købstad, og de to ejendomme kunne følgelig ikke begge belånes i en forening for Købstadsgrundejere. Omvendt var købmandsgården beliggende uden for købstæderne selvfølgelig ikke en landejendom og kunne ikke belånes i Kreditforeningen af Jyske Landejendomsbesiddere. Dette forhold førte eksempelvis i 1893 til oprettelsen af Kreditforeningen af Grundejere på Landet i Jylland. For ejendommene i eksempelvis Herning, Odder, Struer og Esbjerg kunne ikke få lån i Ny jyske Kreditforening, der kun ydede lån i købstæder – og de ovennævnte byer var ikke købstæder. Esbjerg blev f.eks. først købstad i 1899. Og de kunne ikke få lån i de kreditforeninger, der gav lån til landbrug. Denne model med specialiserede institutter gjaldt ikke universelt, men fra starten først og fremmest i Jylland; på Sjælland gav Kreditforeningen af Grundejere i Sjællands Stift, oprettet i 1851, lån til både by- og landejendomme. Men udviklingen gik i retning af specialiserede foreninger.

Denne udvikling i retning af flere og flere specialiserede institutter var ikke kun udtryk for en ren tilfældighed, men tillige udtryk for, at solidariteten selvfølgelig ikke var større, end at det var vanskeligt i samme forening at have medlemmer, der ikke havde *fuldstændig sammenfaldende interesser*.

F.eks. fandtes i 1865 allerede to kreditforeninger, der ydede lån til såvel landbrugsejendomme som købstadsejendomme på øerne; nemlig Østifternes Kreditforening og Kreditforeningen for Grundejere i Fyns Stift.

På trods heraf oprettedes i 1866 Kreditkassen for Landejendomme i Østifterne.

Det er værd at citere fra indbydelsen til dannelsen af denne forening, dels som følge af begrundelsen, dels som følge af den høflige tone og anerkendelse af konkurrenter, der herskede dengang:

„Baade Østifternes og den Fynske Kreditforening bestyres med påskønnelsesværdig Dygtighed og samvittighedsfuld Forsigtighed; men ved begge disse Foreninger klæber den væsentlige Ufuldkommenhed, at de omfatte to saa uensartede Genstande som Landejendomme og Købstadsejendomme, uden at der engang i Statutterne er truffet nogen Bestemmelse om det Forhold, hvori Størrelsen af Udlån i Købstadsejendomme skal stå til, hvad der udlaanes i Landejendomme.“<sup>14</sup>

Med „størrelsen af udlån“ menes belåningsprocenten. Det er lidt indviklet udtrykt, men tanken er klar; bønderne mente, at der med ens lånegrænser var større tabsrisiko forbundet med købstadsejendomme, således at landmændene ville tabe på at være i kreditforening med byfolkene. Og det ville ikke være let for parterne at blive enige om, i hvilket omfang lånegrænsen skulle være lavere for byejendomme, eller om der skulle være forskel på bidrag og reserveindskud for landejendomme og købstadsejendomme. I et selskab drevet efter aktieselskabsprincippet ville ledelsen selvfølgelig fastsætte lånegrænser og bidrag for hver enkelt ejendomstype, og det ville så være overladt til konkurrencen, om låntagerne ville acceptere eller ej. Dvs. her ville der ikke være de store problemer med at have vidt forskellige grundejere som låntagere. Men den samme mulighed gjaldt ikke i kreditforeningerne. Det var svært at have låntagere med forskellige forhold som medlemmer i samme kreditforening, fordi de ville have interesekonflikter. Det samme forhold gjorde, at man i 1880 fik kreditforeninger for mindre landbrug (bl.a. Den jydsk Husmandskreditforening). For de eksisterende kreditforeninger på landet havde statutmæssigt bestemt, at de kun ville belåne ejendomme af en vis værdi, som følge af frygt for, at tabsrisiciene var større på de mindre ejendomme end på de større.

Det samme problem gjorde, som det vil fremgå af det næste afsnit, sig gældende med hensyn til mulighederne for at yde mere yderlig kredit; det var vanskeligt – eller rettere sagt umuligt – i samme

<sup>14</sup> De Danske Kreditforeninger 1850-1900. p. 92.

kreditforening både at yde sikre og mindre sikre lån, fordi det ikke var let at blive enige om, hvordan man sikrede, at de mindre sikre låntagere ikke kom til at nasse på de mere sikre låntagere.

Det er let at indse, at disse problemer meget let fører til et meget stort antal foreninger, hvis hver forening skal have meget ensartede låntagere, jf. f.eks. nedenstående mulige opdelinger:

- Store landbrug
- Små landbrug
- Byejendomme i købstæder
- Byejendomme uden for købstæder
- Ejendomme på øerne
- Ejendomme i Jylland
- 1. prioritetslån
- 2. prioritetslån

Ud fra en økonomisk synsvinkel er det interessant at se, hvorledes interessekonflikten mellem låntagere med forskellige karakteristika (landmænd, byboere) helt klart dominerede, således at man fik meget specialiserede realkreditinstitutter, mens hensynet til risikospredning – der kunne have talt for landsdækkende, generelle institutter – overhovedet ikke spillede nogen rolle.

Havde ikke Folketinget forhindret det, var antallet af kreditforeninger vokset yderligere. Eksempelvis forsøgte godsejerkredse at få oprettet en kreditforening for de større ejendomsbesiddere, idet de mente at have en dobbelt fordel i form af lavere administrationsomkostninger på grund af større gennemsnitslån samt også lavere tabsprocenter. Planen strandede på Folketingets modstand, mens Landstinget ikke havde det fjerneste imod planen.

Det skal for en ordens skyld bemærkes, at denne diskussion mellem de forskellige grupper har sin fuldstændige parallel i 1700-tallet, da brandforsikringen oprettes. I 1761 blev Købstædernes Brandforsikring oprettet, i hvilken medlemsskabet var obligatorisk, hvilket forenkledede administrationen. Landdistrikterne var ikke omfattet af denne lov, omend landmændene kunne melde sig ind. Problemet var blot, at landmændene ikke ønskede at have forsikring sammen med byboerne, fordi de regnede med, at brandfaren var større i byerne som følge af de tætliggende bygninger. Det førte så til oprettelsen af Landbygningernes Brandforsikring. Det lykkedes ikke at finde en ordning, så alle kunne være i samme brandforsikringsordning.

Man skal selvfølgelig være forsigtig med udelukkende at tilskrive denne opdeling i forskellige kreditforeninger rent økonomiske årsager. Der kan meget vel derudover også have været en vis ideologisk modvilje mellem f.eks. husmænd og godsejere. På andelsmejeriområdet er det jo velkendt, hvorledes man i første del af dette århundrede fik rivaliserende andelsmejerier, idet indremissionske landmænd fik oprettet „søndagshvilende“ mejerier, der i respekt for det 4. bud ikke forarbejdede mælk om søndagen. Ifølge Torben Bager (1992) var der i 1930 over 120 søndagshvilende mejerier, og først i 1979 førte den stigende materialisme til nedlæggelsen af det sidste søndagshvilende mejeri.

### 9.1. RESERVEFONDE OG SERIEFONDE OG KREDITFORENINGERS LEVETID

I kreditforeningernes tidlige historie var det langt fra afklaret, at de skulle være evigt levende institutioner. Tværtimod, man så dem ofte som foreninger oprettet af en given kreds af mennesker for at få lån. Foreningerne skulle være åbne, indtil de havde nået en passende størrelse, dvs. at det solidariske ansvar var spredt ud på et så stort antal mennesker, at hverken låntagere eller långivere mente, at yderligere udvidelse ville give større sikkerhed. Foreningen skulle så lukkes, når disse personer havde afviklet deres lån, jf. den samme konstruktion med tontiner inden for livsforsikringselskaber. En sådan konstruktion var simpel og let at overskue for de implicerede. Men man lagde sig dog ikke fra starten fuldstændig fast på en bestemt model og havde overhovedet ikke en sådan i baghovedet. Kreditforeningerne udviklede sig „hen ad vejen“. Som eksempel på tanken om den i tid afsluttede forening kan man læse nedenstående citat fra den ansøgning, som blev sendt til indenrigsministeren i forbindelse med oprettelsen af Den Vest- og Sønderjydske Kreditforening i 1860:

„er det derhos anset rettest også at indskrænke det Tidsrum, i hvilke Laan kunne optages ved Foreningens Hjælp. til 3 Aar, saaledes at dette udløber med Udgangen af Aaret 1863, efter hvilken Tid da Foreningens Virksomhed kun vilde gaa ud på at afdrage de allerede sluttede Laan. – Der maa i saa Henseende lægges Vægt paa, at den Omstændighed, at alle Medlemmer da maa antages at indtræde i Foreningen under saavidt mulige lige Vilkaar saavel med Hensyn til de

bestaaende Conjuncturer i det Hele som navnlig i Henseende til Panternes Bedømmelse, vil være af megen Betydning med Hensyn til Medlemmernes solidariske Forpligtigelse til at tilsvare de Tab, Foreningen muligvis maatte lide.“<sup>15</sup>

Citatet viser også den frygt, der er for, at låntagerne ikke på enhver måde er nøjagtig ens stillet, således at man kan risikere, at den ene gruppe kommer til at bidrage til den anden, jf. vægten på, at ejendommene på denne måde bliver belånt ved samme konjunkturniveau og ud fra fuldstændig samme vurderingsprincipper.

Foreningerne opkrævede dels et indskud, dels et ordinært bidrag. Disse beløb skulle som minimum dække tab og administrationsudgifter, men derudover gerne give anledning til en stadig voksende reservekapital i kreditforeningen. Som tidligere nævnt var modellen i kreditforeningerne, at hele foreningens formue tilhørte medlemmene og skulle udloddes til disse.

Niveauet for indskud og løbende bidrag til administration og reservefonde var meget forskelligt. Den første kreditforening – Kreditforeningen af Jydske Landejendoms-besiddere – opererede fra starten af overhovedet ikke med et indskud men til gengæld med et løbende bidrag på det svimlende høje niveau af ¼% p.a. af lånets hovedstol, foruden at ydelsen blev betalt ½ år forud. Senere blev indskuddet sat op til 2½%, mens forudbetalingen forsvandt. Andre kreditforeninger opererede med indskud helt op til 5%. Til gengæld var bidraget så typisk omkring 1 promille, ligesom de nævnte indskud og bidrag senere resulterede i betydelige reservefondstilbagebetalinger.

Som hovedregel voksede reservefondene over tid. Og det gav hurtigt anledning til en lang række interessekonflikter medlemmerne imellem, som man ikke havde forudset. I begyndelsen fandtes serieinddelingen ikke; kreditforeningen var én stor forening af låntagere. Men for en forening, der var åben for låntagere i mange år, opstod der selvfølgelig det problem, at det var en fordel at komme ind til sidst; for på det tidspunkt havde reservefonden vokset sig stor som følge af de foregående års overskud, og man „købte sig ind“ i dette ved et indskud af samme størrelse, som de tidligere medlemmer havde givet. Man overvejede så, om indtrædende skulle betale et indskud efter, hvor stor reservefonden var på indtrædelsestidspunktet.

<sup>15</sup> Kilde: Den Vest- og Sønderjydske Kreditforening 1860-1910, p.35.

Men denne model ville bevirke, at indskuddet blev meget stort for de senest indtrædende, hvilket kunne give dem likviditetsproblemer. Derudover havde systemet jo i øvrigt det problem, at långiver ikke anede noget om, hvor hurtigt han ville få sine obligationer indfriet. Løbetiden på kreditforeningsobligationer blev uendelig, hvis kreditforeningen blev ved med at udstede nye obligationer. Denne usikkerhed om afdragsprofilen eksisterer selvfølgelig også i dag, men begrænses af, at serierne kun er åbne i 3 år.

I 1861 ansøgte den første kreditforening om at få lov til at indføre serieprincippet, således at hver enkelt serie var en selvstændig forening, hvor det solidariske princip kun gjaldt låntagere i samme serie. Af rent praktiske grunde ville man ikke oprette helt nye kreditforeninger, men blot have én stor kreditforening med fælles administration og generalforsamling, som imidlertid *regnskabsmæssigt* og *risikomæssigt* bestod af en lang række små kreditforeninger, nemlig de enkelte serier. Tilladelsen blev givet i forbindelse med en ny realkreditlov. Betingelserne var, at ingen serie kunne lukkes, med mindre den havde nået en vis størrelse, samt at låntagerne i den senest lukkede serie skulle være solidariske med låntagerne i den nye serie, indtil denne havde nået en vis størrelse. Formålet med denne regel var selvfølgelig at sikre, at de første låntagere i en ny serie ikke kunne risikere store tab, hvis serien ikke voksede, og der var blot nogle få usolide debitorer i serien.

Der var dog flere årsager til denne ændring. Seriereserveregnskabet var én af årsagerne. En anden var selvfølgelig, at folk, der allerede havde fået deres lån, ikke havde det store incitament til at påtage sig den risiko, der var forbundet med hele tiden at få nye – og selvfølgelig – mere risikable låntagere ind i deres forening.

Den første kreditforeningslov og vedtægterne for de første kreditforeninger var forholdsvis korte, og der var derfor en række spørgsmål, der var uafklarede. Et af disse opstod i forbindelse med låntagere, der ville udtræde af en serie. Årsagen var normalt, at de ønskede at omprioritere – eventuelt i forbindelse med salg. Skulle de så have deres del af reservefonden udbetalt, eller skulle de give afkald på dette beløb? Med indskud på op til 5% af lånets hovedstol og en generel tendens til voksende reservefonde på grund af løbende overskud i kreditforeningen var spørgsmålet ganske væsentligt.

Kreditforeningernes historie på reservefondsområdet er præget af betydelige uklarheder, ændringer i reglerne og forskellig praksis kreditforeningerne imellem.



Hvor uafklaret spørgsmålet var, og i hvor høj grad indenrigsministeriet respekterede kreditforeningernes selvstyre, fremgår af Kreditforeningen af Grundejere i De Danske Østifters historie. Bestyrelsen i denne kreditforening havde valgt i forbindelse med medlemmers udtrædelse af foreningen at betale dem deres andel af reservefonden. Der var imidlertid ikke fuldstændig enighed i bestyrelsen herom, idet enkelte bestyrelsesmedlemmer mente, at udbetaling fra reservefonden kun kunne ske i forbindelse med seriens totale afvikling, når alle lån var tilbagebetalt. Direkte adspurgt svarede ministeriet:

„Ihvorvel Ministeriet saaledes ikke kan bifalde den af Direktionen i den her om meldte Henseende brugte Fremgangsmåde men tvertimod maa anse samme for stridende mod en rigtig opfattelse af Foreningens statutter, er den stedfundne Afvigelse dog ikke af den Beskaffenhed, at de i Loven af 20. juni 1850 for de for Kreditforeningen tilstaaede Begunstigelser foreskrevne Betingelser derved kunne tilsiges at være overtraadte, og Ministeriet kan derfor heller ikke anse sig for beføjet til paa det Offentliges Vegne at skride ind i denne Anledning og give noget udtrykkeligt Paalæg om for Fremtiden at følge den efter Sammes Formening rigtigere Fremgangsmåde.

Skulle imidlertid et senere Repræsentantskab være af den Mening, at de omhandlede Udbetalinger af reservefonden til de udtrædende Medlemmer maa anses for at være Statutstridige, nærer jeg ingen Tvivl om, at Direktionen vil kunne tilpligtes at refundere Foreningen de i det pågældende Regnskabsaar skete Udbetalinger af denne Art og jeg maa derfor henstille til Direktionens nærmere Overvejelse, om Samme ikke maatte anses det rettest indtil videre at standse med disse Udbetalinger.“<sup>16</sup>

Tendensen gik i retning af, at udtrædende medlemmer fik delvis, men ikke fuld ret til deres reservefondsandele ved udtræden, vel at mærke, når der var opbygget en vis minimumsreservefond, således at der var en vis „flytteomkostning“. Begrundelsen for, at medlemmerne ikke fik udbetalt hele deres andel af reservefonden var selvfølgelig, at de udtrædende medlemmer slap af med deres andel af det solidariske ansvar. Forholdet understreger det tidligere nævnte problem med, at medlemmerne i en kreditforening ikke nødvendigvis

<sup>16</sup> De Danske Kreditforeninger 1850-1900, p. 58

har samme interesser, og at det kan være vanskeligt at indrette reglerne, således at konflikter undgås, jf. gennemgangen ovenfor om geografisk, artsmæssig og størrelsesmæssig opdeling af kreditforeningerne som følge af interessekonflikter.

## 9.2. KREDITFORENINGSLOVEN AF 1861

Allerede i 1861 blev der vedtaget en meget afgørende revision af kreditforeningsloven. Ændringsloven havde kun 3 paragraffer.

§1 drejede sig om tilladelsen til opdeling i serier uden solidarisk ansvar serierne imellem og med selvstændige regnskaber, samt om, at man ikke blev frigjort for det solidariske ansvar ved indfrielse af gælden, før foreningen havde aflagt sit næste årsregnskab og fået det godkendt.

§2 gav indenrigsministeren bemyndigelse til at lade de eksisterende kreditforeninger yde lån uden for det område, de oprindeligt havde fået lov at yde lån i.

§3 bestemte, at der nu ikke længere var fri tilladelse til oprettelse af kreditforeninger. Det krævede fra nu af folketingsvedtagelse, hvis en ny kreditforening skulle tillades oprettet.

Liberalismen i dansk kreditforeningspolitik havde varet 11 år.

## 9.3. KREDITFORENINGER, DET SOLIDARISKE ANSVAR OG OBLIGATIONSEJERNE

Kreditforeningerne har i langt højere grad end banker været forskånet for, at indskydere tabte penge. Det er i parentes bemærket en naturlig følge af, at man har valgt at lægge risikoen over på låntagerne i stedet for långiverne. Der kan være grund til kort at se på, hvordan systemet rent faktisk har virket. Der findes meget få eksempler på kriser i kreditforeningssektoren. Hvis vi ser bort fra de særlige problemer med kreditforeninger, der udstedte dobbeltmøntede obligationer, jf. afsnit 9.4, så har der reelt været to kriser.

Den første – og meget beskedne – fandt sted i 1857 i Kreditforeningen for Grundejere i Nørrejylland, der således meget hurtigt efter sin oprettelse kom i vanskeligheder, måtte lukke for udlån og tages under administration som afviklingskasse. Det fremhæves normalt, at takket være det solidariske ansvar fik obligationsejerne alle

deres penge. Det er korrekt – næsten. Kreditforeningen var ikke i stand til at udskrive ekstraordinære bidrag hos låntagerne til dækning af tabene på overtagne panter. Man valgte derfor at meddele låntagerne, at hele deres indbetalte ydelse gik til renter og bidrag, således at intet af ydelsen gik til afdrag. Derudover måtte man i en periode undlade at udtrække obligationer, således at obligationsejerne fik obligationerne udtrykket langsommere end lovet. Men tabet herved var dog meget begrænset, da de fik renter af obligationerne. De solvente låntagere i kreditforeningen havde af gode grunde ikke helt ubetydelige tab som følge af det solidariske ansvar. Udviklingen blev forstærket af, at nogle af de solvente låntagere valgte at indfri deres lån for at undgå det solidariske ansvar. Det blev lettet af to forhold: For det første havde man ikke dengang en regel om, at man først blev frigjort fra det solidariske ansvar, når kreditforeningen havde aflagt et solvent regnskab ved nærmest følgende regnskab efter tilbagebetalingen af gælden. For det andet faldt foreningens obligationer som følge af frygt om foreningens solvens, og det gjorde det billigere at indfri gælden for de solvente låntagere. Formålet med ændringen i realkreditloven i 1861 med hensyn til frigørelsen fra det solidariske ansvar ved indfrielse af lån var at forhindre dette indløsningsproblem i at opstå.

Den næste – og noget mere omfattende – krise fandt sted i 1930'erne, og her var det hypotekforeningerne, der kom i vanskeligheder, jf. herom i afsnit 10.

#### 9.4. BALANCEPRINCIPPET

Realkreditloven bestemte – belært både af de tyske erfaringer og af erfaringer fra Husejernens Kreditkasse – at der skulle gælde et balanceprincip. Det pågældende paragrafstykke var dog ikke særligt klart udtrykt. Reglerne forhindrede i hvert fald ikke, at flere kreditforeninger i sidste del af 1800-tallet begyndte at udstede dobbeltmøntede obligationer. Én kreditforening (Østifternes Kreditforening) udstedte obligationer, som lød både på kr. og schweizerfrancs, andre udstedte obligationer, der lød både på pund og kr. eller på mark og kr. En kreditforeningsobligation kunne f.eks. lyde på 100 pund/1.800 kr. En dansk obligationsejer ville få renter og afdrag i kr., en engelsk ejer ville få renter og afdrag i pund. Formålet med denne dobbelte møntfod var at lette salget af kreditforeningsobligationer i udlandet. Og

for 100 år siden arbejdede man ikke som i dag ihærdigt for at få et system med faste valutakurser; det havde man takket være guld-møntfoden. Man var også fuldstændig sikker på, at dette system ville fortsætte ud i al fremtid.

Problemet var selvfølgelig, at intet varer evigt, heller ikke faste valutakurser. Efter 1. Verdenskrig kom der valutakursændringer, og kronen faldt i kurs over for pundet. Situationen var nu den, at kreditforeningen reelt havde udstedt en option til obligationsejerne. Hvis pundet stod i kurser under 18 kr., ville obligationerne blive ejet af danskere, der fik renten i kr. Hvis pundet stod over 18 kr., ville obligationerne blive solgt til englændere, der så ville få rente og afdrag udbetalt i pund efter obligationens pålydende værdi.

Denne afvigelse fra balancesystemet kunne være kommet kreditforeningerne meget dyrt at stå. Valutakurstabene ville som følge af de store kursforskydninger blive så store, at kreditforeningerne måtte gribe til det solidariske ansvar; reserverne var ikke nok. Kreditforeningerne blev reddet ved, at staten i 1923 indførte et forbud mod salg til udlandet af sådanne dobbeltmøntede obligationer, hvorved tabet begrænsedes til de forholdsvis få obligationer, der allerede var solgt til udlandet. Tabet var dog stort nok til, at der i en kortere periode blev opkrævet ekstraordinære bidrag i de pågældende serier.

Regeringens argument for at gribe ind til fordel for låntagerne var, at det med dobbeltmøntfoden kun havde været formålet at sikre eksportmulighed af obligationerne og ikke at sikre de danske købere nogen værdifasthed af obligationerne, og at den dobbelte møntfod var indført under forudsætning om faste valutakurser. Disse forklaringer er dog ikke holdbare. Kreditforeningerne fortsatte med at udstede disse obligationer, også da man var kommet væk fra faste valutakurser, således at risikoen var åbenbar, og de havde derved kunnet opnå kurser for deres obligationer, der lå flere kurspoint over kursen på enkeltmøntede obligationer. Troels Glud (1951) anfører, at i 1921 blev nyudstedte dobbeltmøntfodede obligationer solgt til kurser, der lå ca. 3 procentpoint over kursen på tilsvarende obligationer i danske kroner, og at kursen på de dobbeltmøntfodede obligationer ved lovens vedtagelse faldt med op til 8 kurspoint. I den forbindelse kan der i øvrigt være grund til at fremhæve, at låntagerne først og fremmest var landmænd, dvs. eksportører, således at eventuelle kurstab på valutaen kompenseredes af en stigning i eksportindtægten. I dag ville man formodentlig råde sådanne låntagere til at låne i udenlandsk valuta for at minimere risikoen. Indgrebet var ét af man-

ge i årenes løb, der begunstigede låntagerne på långivernes bekostning, jf. herom nærmere i kapitel 12.

Det er ganske underholdende i den klassiske „Haandbog i Kredit- og Hypotekforeningsforhold“, redigeret af Thorkil Kristensen, at læse en artikel af en kreditforeningsdirektør, der påpeger det uheldige i, at kreditforeningerne vedblev med at udstede sådanne obligationer på et tidspunkt, da risikoen var åbenbar, men som om loven siger:

„Loven fik en ugunstig Modtagelse både herhjemme og i England. I sammenligning med, hvad der stod på spil for de tre nævnte Foreninger, kunne der dog ikke tillægges Obligationsejernes Interesse i at eksportere de dobbeltmøntede Obligationer for at opnå en Valutagevinst synderlig Vægt.“

I betragtning af at den enes gevinst er den andens tab, er det vanskeligt at forstå, hvorfor det er så indlysende, at låntagerne er så langt mere beskyttelsesværdige end långiverne.

## 9.5. MEDLEMSDEMOKRATIET

Medlemsdemokratiet fungerede ganske godt i kreditforeningernes første år, specielt når man tager de langt større transportproblemer i betragtning. I kreditforeningernes historie er der adskillige historier om stormfulde generalforsamlinger med tusindevis af fremmødte – og meget ofte præget af at medlemmerne fik ret over for bestyrelse og ledelse.

I Jydsk Landkreditforening opstod der eksempelvis stridigheder i 1886, idet ledelsen fremsatte et forslag om dels at få obligationsejerne repræsenterede, dels at forhøje det antal stemmer, der skulle afgives på en generalforsamling for at forkaste forslag, som var vedtaget af repræsentantskabet. 1200 medlemmer – 1/6 af samtlige låntagere – mødte op ved et møde afholdt i det fri foran Rådhuset i Fredericia, og resultatet var, at ledelsens forslag blev forkastet med stort flertal. I Kreditforeningen af Grundejere i de Danske Østifter førte uenighed mellem direktion og repræsentantskab på den ene side og medlemmerne på den anden side til adskillige stormfulde ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger, hvor bornholmerne hver gang lejede et dampskib for at kunne sende repræsentanter ud-

styret med det maksimalt mulige antal fuldmagter til København, jf. i øvrigt kapitel 12.

Metoderne var ikke altid lige sarte. I Den Vest- og Sønderjydske Kreditforening overvejede direktionen eksempelvis efter at have fået forkastet et forslag på generalforsamlingen i Ringkøbing at flytte næste generalforsamling til København, hvor chancerne for vedtagelse ville være større. Tanken blev opgivet, efter at Indenrigsministeriet havde udtrykt, at det ikke fandt det loyalt over for medlemmerne at flytte generalforsamlingen, uanset at direktionens forslag i øvrigt var fornuftigt.

Der kan være grund til at fremhæve, at principperne for indflydelse generelt har været ret forskellige. Den første kreditforening var som bekendt styret af obligationsejerne. De efter 1850 oprettede kreditforeninger var hovedsagelig debitorstyrede, men et par af dem gav også obligationsejerne stemmeret, uvist hvorfor. De senere hypotekforeninger gav som følge af den større risiko både låntagere og obligationsejere stemmeret. I de nuværende realkreditinstitutter har både låntagere og obligationsejere stemmeret, omend der ikke er nogen god teoretisk begrundelse herfor.

## 9.6. KREDITFORENINGER ELLER AKTIESELSKABER?

I Danmark har realkreditten historisk set været forbundet med forningstanken, subsidiært med fondstankegangen (selvejende institutioner som Husejernes Kreditkasse og BRF). Først i de allerseneste år er aktieselskabstanken slået igennem. Spørgsmålet er, om der var nogen stærk historisk nødvendighed herfor. Svaret er sandsynligvis nej.

Det fremhæves ofte specielt i den lidt ældre kreditforeningshistoriske litteratur, at det solidariske ansvar er en genial opfindelse, der muliggør billigere lån, fordi der ikke skal betales nogen risikopræmie. Det er imidlertid en misforståelse. Hvis et aktieselskab udbyder realkreditlån finansieret med obligationer, som anses for sikre på basis dels af selskabets panter, dels af selskabets egenkapital, så vil aktieselskabet opnå en risikopræmie. Hvor stor denne risikopræmie er, vil afhænge af kapitalmarkedets krav for at påtage sig risiko. Pointen er imidlertid, at hvis denne risikopræmie er attraktiv, så *kan låntagerne opnå den ved at købe aktier i realkreditaktieselskabet*. Dvs. enhver låntager, der ønsker at bære den risiko, som er forbundet med det solidariske ansvar og derved opnå den lavere lå-

nerente, som er forbundet hermed, vil opnå det samme ved at låne i realkreditaktieselskabet til den højere rente, det måtte kræve, og til gengæld købe aktier i realkreditaktieselskabet svarende til den andel af selskabets udlån, han har. Hvis realkreditaktieselskab og kreditforening i øvrigt er lige effektive og konkurrerer på ens vilkår, så er der ikke nogen risikomæssig fordel ved kreditforeningen, tværtimod. For ved aktieselskabsformen kan enhver låntager vælge, om han ønsker at påtage sig risiko eller ej. En eventuel fordel ved kreditforeningsformen skal findes i andre forhold.

Det er værd at bemærke, at der rent faktisk var tilløb til aktieselskabsformen ret tidligt i kreditforeningernes historie.

Den Danske Landmandsbank blev oprettet i 1871. Dens egentlige titel ved oprettelsen var: Den Danske Landmandsbank, Hypothek-og Vexelbank i Kjøbenhavn. Denne bank havde til formål bl.a. at konkurrere med kreditforeningerne, altså at yde lån mod sikkerhed i fast ejendom, finansieret ved udstedelse af obligationer. Man mente, at en bank ville have visse fordele frem for en kreditforening. En kreditforening må behandle alle ens og operere ud fra bestemte regler, således at man ikke kan tage hensyn til personen. Men sikkerheden for udlån afhænger jo også i høj grad af personen. Sådanne overvejelser om samspillet mellem person- og ejendomsvurdering lå i høj grad bag, at Den Danske Landmandsbank valgte at oprette en „hypothekafdeling“. I den ansøgning om stempelbegunstigelser med videre (de samme begunstigelser, som kreditforeningerne havde) som stifterne af Landmandsbanken sendte til finansministeren, stod:

„Det lader sig vel ikke miskende, at Kreditforeningerne have spillet en betydelig Rolle i vor økonomiske Udvikling i de sidste 20 Aaar, og, paa en enkelt nær, stiftet megen Gavn. Men med lige saa stor Bestemthed kan det siges, at de under den stærkt fremadskridende økonomiske Udvikling næppe alene kunne tilfredsstille de Fordringer, som med Rette kunne stilles af Agerbruget til de Pengeanstalter, som væsentlig have til Opgave at støtte dette. Det ville utvivlsomt være paa sin plads at oprette et Institut, som kan træde i nøjere Forbindelse med Laansøgerne, tage mere Hensyn til individuelle Forhold og, paa samme Tid som det tilstod sin Bestyrelse friere Hænder, ved sin betydelige Aktiekapital og Reservefond frembød den samme Sikkerhed som vore Kreditforeninger.“<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Julius Schovelin:

Den Danske Landmandsbank, Hypothek-og Vekselbank 1871-1921.

Folketinget gav Landmandsbanken tilladelse til at udstede obligationer svarende til 6 gange bankens indbetalte aktiekapital. For at sikre obligationsejerne gjaldt endvidere, at obligationsejerne ved en eventuelt bankfallit havde sikkerhed forud for øvrige kreditorer dels i bankens panter i fast ejendom (svarende til de udstedte obligationer), dels i en særskilt reservefond på 5% af den cirkulerende obligationsmasse. Sagt med andre ord: obligationsejerne havde godt og vel sikkerhed, som hvis der var tale om en kreditforening med en reservefond på 5%, men uden solidarisk sikkerhed. Når der siges „godt og vel“, er det fordi, obligationsejerne jo derudover havde sikkerhed i bankens øvrige egenkapital, blot på lige fod med øvrige kreditorer.

Systemet var i øvrigt forholdsvis moderne, idet banken tilbød kontantlån og så i øvrigt selv måtte afsætte obligationerne, når de fandt det fordelagtigt.

Hypothekafdelingen havde betydelig succes de første år. Den trådte i kraft i maj 1872. Den nåede sit maksimum i 1880'erne, hvor den havde en markedsandel på ca. 10%, opgjort efter cirkulerende obligationsmasse, dvs. samme størrelse som Kreditkassen for Husejerne i København. Derefter stagnerede den og fik stadig mindre betydning på det danske realkreditmarked.

Det er ikke let af bestemme, nøjagtig hvad der var årsagen til, at aktieselskabsmodellen ikke slog igennem i dansk realkredit. At Den Danske Landmandsbanks hypothekafdeling på så forholdsvis kort tid kunne sætte sig på 10% af markedet på trods af, at kreditforeningerne havde et forspring på godt 20 år, viser klart nok, at aktieselskabsformen var levedygtig. Spørgsmålet er, om det kun er tilfældigheder – som f.eks. dygtighed hos de enkelte institutters ledelser, specielt i produktudvikling – der afgjorde, hvilken model der skulle komme til at dominere i Danmark. Det bliver ikke lettere af, at datidens kilder af gode grunde er præget af den tids økonomisk-teoretiske opfattelse, og man derfor ofte savner oplysninger, som vi i dag vil anse for væsentlige. Det er f.eks. interessant at bemærke, at datiden anså en af de helt store konkurrencefordele for Den Danske Landmandsbanks hypothekafdeling i, at banken kunne vælge at „time“ salget af sine obligationer uafhængigt af, hvornår lånene optoges, mens kreditforeningerne (eller deres låntagere) måtte sælge obligationer på det tidspunkt, hvor lånet optoges. Som der skrives:



..den enkelte Laantager forstaar sig ikke på Handelen med Værdipapirer eller kender Pengemarkedets Tilstand hjemme og ude – han gider desuden i Almindelighed ikke vente, men maa sælge straks uden Hensyn til, om Konjunkturerne er gode eller slette, og lider derved ofte et betydeligt tab. En af dygtige Finansmænd styret Hypothekbank skulle derimod kunne vente med at sælge, til Tiden var gunstig, og ville derved næsten altid kunne afsætte sine Obligationer – der jo frembød den samme Sikkerhed som Kreditforeningsobligationer – til højere Kurs end disse.“<sup>18</sup>

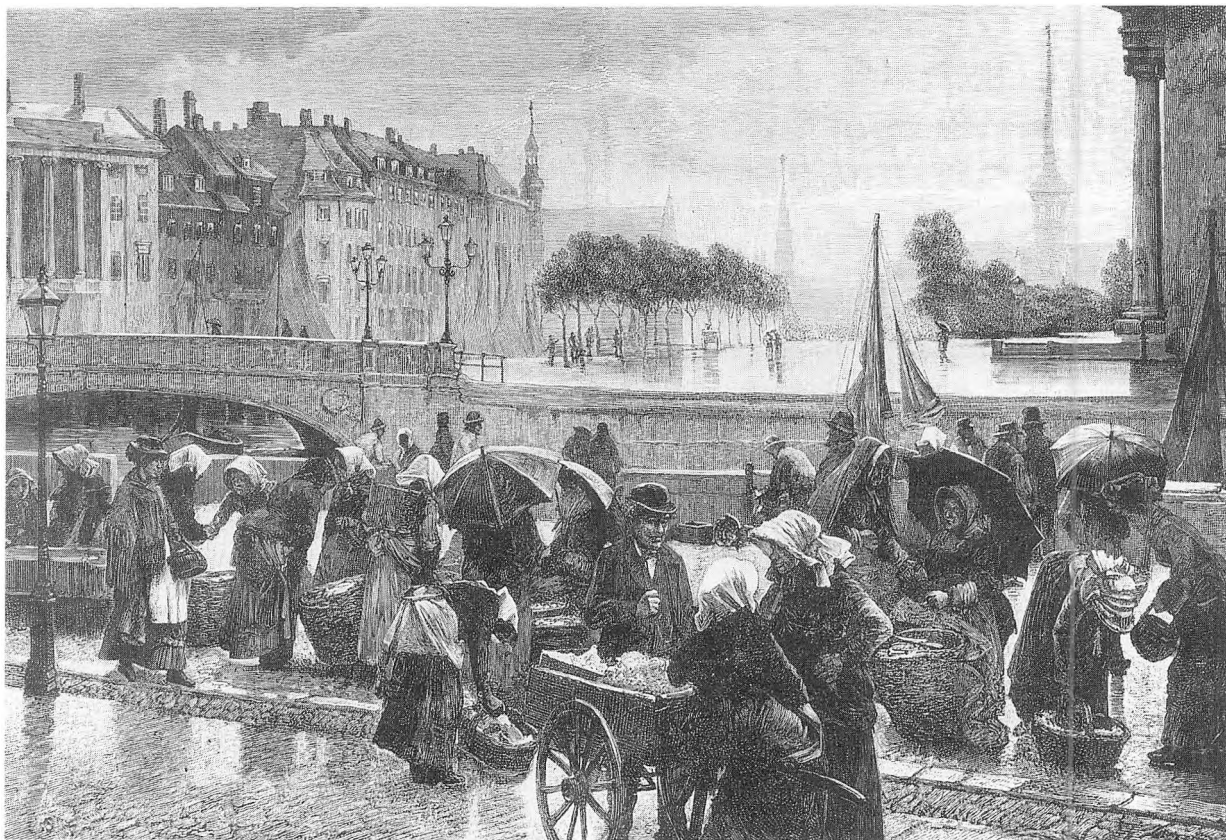
Problemet ved denne model er, at det ikke er noget argument for, at den Danske Landmandsbank bør drive realkreditvirksomhed. Den fordel, den måtte have ved at kende markedet, kan den jo noget lettere udnytte ved at drive arbitragevirksomhed og købe obligationer fra kreditforeningernes løbende udstedelse og så sælge dem på bedre tidspunkter. Den behøver ikke selv at yde lånene.

En mulig forklaring på hypothekafdelingens stagnation er, at konverteringsmulighederne var mindre gennemskuelige på lån i Landmandsbanken, hvor man opererede med indfrielse til overkurs, ligesom der næppe var mulighed for eller for banken interesse i den serievise konvertering.

Det er næppe umagen værd at søge at gå dybere ned i denne diskussion, hvor man antagelig ikke kan nå til et endegyldigt svar. Det interessante er vel, at forskellen mellem de to realkreditmetoder ikke var større, end at begge kunne fungere med succes.

Der kan dog være grund til at påpege, at skattereglerne i størstedelen af dette århundrede generelt har indebåret en vis begunstiggelse af kreditforeninger frem for aktieselskaber, idet der i kreditforeningerne var mulighed for skattefri renteafkast af opsparet egenkapital, hvor aktieselskaberne skulle betale skat heraf.

<sup>18</sup> Julius Schovelin:  
Den Danske Landmandsbank Hypothek-og Vekselbank 1871-1921.



*Det store byggeri i København i 1890'erne krævede risikovillig fremmedkapital, gerne til en højere rente. Det førte til oprettelsen af hypotekforeninger.*

## 10. DEN TREJDE 50-ÅRS-PERIODE: KULMINATION OG PROBLEMER

---

Kreditforeningerne var i medfør af realkreditloven af 1850 begrænset til at yde lån op til en belåningsgrænse på 60% af værdien. Men uden at undervurdere kreditforeningernes betydning er det klart, at det i høj grad var den „marginale“ kredit, der var problemet. Alle de personer, der havde behov for kredit ud over denne grænse, var henvist til direkte pantebrevskredit eller bankkredit, begge dele som altafgørende hovedregel karakteriseret ved, at lånene var opsigelige fra kreditors side med 1 års varsel. Det gav selvfølgelig dels risiko for likviditetsvanskeligheder, hvis lånet ikke kunne fornyes, dels risiko for rentestigning. Hvis det generelle renteniveau steg, ville lånet blive opsagt og så eventuelt fornyet, men til den ny og højere rente. Det bør påpeges, at der er tale om to forskellige problemer. At renten på lånet stiger, når det almindelige renteniveau stiger, er jo blot svarende til situationen på et variabelt forrentet lån. Det første problem, nemlig at lånet kan blive opsagt, og at man på grund af et ufuldkomment kreditmarked eller på grund af fald i det ejede aktivs værdi simpelt hen har vanskeligt ved at få et andet lån, er et helt andet problem.

Kreditforeningerne løste derfor ikke så stor en del af kreditproblemerne, som man kunne forvente. Der var ganske enkelt et ønske fra debtors side om at kunne få uopsigelige lån med fast rente til en højere lånegrænse end de 60%.

Det forhold, at der var ønske om sådanne lån, er selvfølgelig ikke noget argument for, at de bør indføres. De kan jo blive så dyre, at de ikke har nogen berettigelse. Problemet er selvfølgelig, at i en verden, hvor priserne svinger – og hvor vedligeholdelsen af det belånte aktiv i øvrigt kan være meget forskellig – er der betydelige problemer med uopsigelige lån med høj lånegrænse; de bliver nemlig ret risikable.

Principielt muliggør opsigelighed af lån, at kreditor er villig til at belåne aktiver op til en væsentligt højere lånegrænse. Grænsetilfældet kendes jo i forbindelse med investering i aktier og obligationer gennem futures. Køb af futures svarer økonomisk set til, at man har købt det pågældende aktiv med lånte penge på den betingelse, at

långiver kan opsige lånet med meget kort varsel, såfremt låntager ikke er tilstrækkelig solvent, og kan tvangssælge aktivet øjeblikkeligt. På dette marked kan man låne måske 98% af aktivets værdi (afhængig af reglerne på den enkelte børs).

Opsigelighed muliggør derfor en højere lånegrænse, alt andet lige. Sagt med andre ord, hvis der ikke er opsigelighed, så vil långiver forlange en højere rente for at kompensere for de forventede højere tab, når lånene er uopsigelige fra kreditors side. Misbrugsmulighederne for låntagers side er ganske store, såfremt han kommer i økonomiske vanskeligheder og bliver insolvent. Han kan misligholde pantet for at få et løbende overskud ud af ejendommen. Ved en udlejningsejendom eller en ejerbolig vil det give sig udslag i manglende vedligeholdelse, ved en landbrugsejendom kan det derudover give sig udslag i udpining af jorden og manglende gødskning, fældning af eventuel skov osv., dvs. maksimering på kort sigt på kreditors bekostning. Selv en opsigelsesret i tilfælde af sådan misrøgtning af pantet giver ikke den samme beskyttelse for kreditor som en ren opsigelsesadgang, fordi eventuelt misbrug kan være lettere at konstatere end at bevise.

Der er derfor ikke noget entydigt svar på, hvor „højt“ man skal gå rent belåningsmæssigt med uopsigelige lån. En del tyder dog på, at kreditforeningerne gennemgående var vel tilbageholdende og snarere fejlede ved at være for forsigtige end det modsatte.

Det logiske ville vel have været, at man havde udvidet kreditforeningernes lånegrænse opad, suppleret med en højere rentemarginal og et højere indskud på de mere risikable lån, dvs. lån ud over 60% grænsen.

Når denne politik ikke blev valgt, skyldes det formentlig, at interessekonflikterne mellem foreningens medlemmer ville blive ganske store. Man ville for det første, hvis de sikre og de mindre sikre lån blev ydet i én og samme forening, få omfordelingsproblemer mellem „sikre“ låntagere og „mindre sikre låntagere“. Blev rentemarginalen på de usikre lån sat meget højt, så ville de „mindre sikre“ låntagere komme til at bidrage forholdsmæssigt for meget til reservefonden, som blev delt mellem samtlige låntagere. Omvendt ville det solidariske ansvar i en serie jo være specielt hårdt for de meget sikre låntagere, der kun belånte ejendommen med op til 60% af værdien. Der var en reel risiko for, at de ville komme til at bøde, om ikke andet så gennem forhøjede bidrag i en periode. Og i tilfælde af at det blev nødvendigt at forhøje bidragene som følge af store tab, ville det

komme til store konflikter mellem de „sikre“ og de „mindre sikre“ låntagere om, hvor meget rentemarginalen for hver enkelt gruppe skulle forhøjes. Grupperne ville ikke have fælles interesser. I den forbindelse skal fremhæves, at det er en misforståelse at tro, at kreditforeningsbevægelsen i den grad var præget af fællesskabsfølelse og solidaritet, at denne type overvejelser ikke spillede nogen rolle. Givet en vis egoisme egner foreningsmodellen sig kun til mennesker med nøjagtig samme interesser. Og dette har klart nok været en begrænsende faktor m.h.t. realkreditens muligheder for at kunne udvikle sig i retning af på den ene side at påtage sig mere risiko og på den anden side yde hele en låntagers lån i én kreditforening. I jubilæumsskriftet „Creditkassen for Landejendomme i Østifterne 1866-1916 skrives der p. 28 i forbindelse med diskussion om det løbende behov for oprettelse af nye kreditforeninger:

„Jo længere en Kreditforening har virket, jo større den har vokset sig, des forsigtigere vil den holde sit Udlaan inden for stedse snævrere Grænser. Aarsagen er, at naar en Kreditforening først har naaet en saadan Størrelse, at dens Kredit er tilstrækkelig sikret ved Medlemmernes solidariske Ansvar og det opsparede Reservefond, og Administrationsudgifterne ikke overstiger en passende Kvotadel af Medlemmernes Bidrag, vil Ønsket om en yderligere Tilgang af Medlemmer ud over den, der saa at sige kommer af sig selv, langt blive overskygget af, at der ikke paaføres Foreningens ældre Medlemmer nogen som helst Risiko fra ny indtrædende Medlemmers Side.“

Graden af kreditforeningernes forsigtighed kan måske bedst illustreres ved omtalen af effekterne af en landbrugskrise i 1880'erne for Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere. I festskriftet i anledning af foreningens 100 års jubilæum skrives om denne krise

„Kreditforeningen i Viborg, der bortset fra enkelte Aar i 1860'erne, havde været lykkeligt fri for at indregistrere større Tab ved Realisation af Panter, maatte i flere paa hinanden følgende Aar konstatere en hel del Tab. I de værste Aar androg de:

1886/87 ca. 37.000 Kr.

1887/88 ca. 83.000 Kr.

1888/89 ca. 76.000 Kr.

1889/90 ca. 56.000 Kr.

1890/91 ca. 75.000 Kr.

1891/92 ca. 54.000 Kr.

Tabene var ubehagelige, men ikke alvorlige og kom overhovedet ikke til på noget tidspunkt at spille nogen Rolle for Foreningens Soliditet, men det siger noget om Krisens Alvor, at saadanne Tab kunne indtræffe trods den Forsigtighed, hvormed Tildelingen af Laan altid havde været administreret.”

Kreditforeningens udlånsbalance udgjorde i disse år omkring 90 millioner kr., således at de årlige tab i disse krisear sneg sig helt op på i gennemsnit 0,66 **promille**, dog aldrig i noget år op over 1 promille!

Det var i det hele taget holdningen, at i kreditforeninger var tab på udlån noget naturstridigt, som var ensbetydende med overbelåning. Tanken genfindes i 30'erne, hvor situationen for kreditforeningernes vedkommende dog er lidt anderledes, da man her havde fået hypotekforeninger, dvs. 2. prioritetsinstitutter. Troels Glud skriver i „Kreditforeningsinstitutionen i Danmark“, p. 249-250 om en undersøgelse af kreditforeningernes tab under krisen i 1930'erne:

„Da Tab på Kreditforeningslaan normalt ikke bør forekomme selv under en Krise, vakte Tabene Opmærksomhed, omend deres Omfang ikke i sig selv var foruroligende, og de fuldt ud kunne dækkes af Reservefondene. I Forhold til Hovedstolsbeløbene androg Tabene følgende i Promille:

	1930/31	1931/32	1932/33	1933/34	1934/35
Jydsk Husmandskreditforening	0,20	0,57	1,27	1,92	1,47
Jydsk Landkreditforening	-	-	0,13	0,13	0,09
Sønderjyllands Kreditforening	0,23	0,57	0,69	0,56	0,99
Den vest- og sønderjydske Kreditforening	0,02	0,35	4,10	1,49	1,27
Jydsk Grundejer-kreditforening	0,42	0,25	0,22	0,58	0,75

Tallene er i forhold til gældens hovedstol. Men selv i forhold til restgælden er vi dog nede på tab omkring 1 promille om året, det vil sige ganske ubetydelige tab.

Det bør nævnes, at Realkreditkommissionen af 1933 fandt, at der var for stor konkurrence kreditforeningerne imellem, fordi den enkelte låntager kunne vælge mellem flere kreditforeninger, og at dette havde ført til for stort låneniveau.

Det er interessant, at på trods af, at realkreditens grundlæggende problem har været en utilstrækkelig kreditgivning, har der konsekvent først og fremmest været interesse for at begrænse udlånet. Det giver sig bl.a. udslag i, at der gennem hele perioden har været en betydelig skepsis overfor, at flere kreditforeninger ydede lån i samme område, fordi det kunne føre til for høje lån. Eksempelvis anviste Realkreditkommissionen af 1933 tre veje til begrænsning af overbelåning på trods af, at problemet ikke kan siges at have været overvældende, jf. tabstallene nævnt ovenfor. Det var:

- Begrænsning af konkurrencen mellem kreditforeningerne
- Begrænsning af medlemsindflydelsen på de organer, der foretog lånevurderinger
- Skærpet offentligt tilsyn med udlånet.

I Haandbog i Kredit- og Hypotekforeningsforhold udtrykker en af forfatterne, en kreditforeningsdirektør, det på følgende måde:

„Hvad spørgsmålet om Konkurrence mellem Kreditforeninger angår, kan der være Grund til at minde om en Udtalelse, som Greve E. Reventlow fremsatte i 1916: „Jeg hører til dem, der ikke mener, at man skal være så forskrækkelig bange for en smule Konkurrence... Men jeg erkender, at Konkurrencen kan blive for stor.“ Det lyder ikke særligt dybsindigt, men er alligevel udtryk for en dyb Sandhed. Når en Kreditforening på hele sit Område konkurrerer med en eller flere andre Foreninger om Laanene, så er Konkurrencen for stor.“

Realkreditkommissionen gjorde da også sit bedste for at skaffe hver af kreditforeningerne et vist „hjemmemarked“, hvor de ikke var udsat for konkurrence.

Som foran nævnt gjorde interessekonflikten mellem forskellige låntagere det vanskeligt at få kreditforeningen til at yde maksimal kredit. Resultatet blev derfor, at der i stedet for forsøg på kreditudvi-

delse i de eksisterende kreditforeninger – om ikke andet, så ved at gå op til lovens maksimum – blev taget initiativ til oprettelse af de såkaldte hypotekforeninger. Hypotekforeninger er i princippet blot kreditforeninger, der yder anden prioritetslån. Eller rettere, det er mere præcist at sige, at hypotekforeninger er foreninger, der yder lån ud over den lånegrænse, der er sat for kreditforeninger. For en kreditforening kunne glimrende yde anden prioritetslån, blot lånet lå inden for 60% lånegrænsen.

I 1895 stiftedes på privat initiativ den første hypotekforening, „Hypotek-Laaneforeningen for København og Omegn“. I starten havde foreningen end ikke ret til at udstede ihændehaverobligationer, dvs. omsætning af obligationerne krævede stempelafgift. I 1897 fik hypotekforeninger dog lov til at udstede ihændehaverobligationer, som kunne omsættes uden stempelafgift. Lånene blev ydet som traditionelle obligationslån, med udlevering af obligationer, som debitor selv måtte sælge på markedet. Tilladelsen var dog givet under visse betingelser. For det første måtte der maksimalt ydes lån op til 75% af værdien af pantet. *For det andet var det en betingelse, at det på obligationerne tydeligt skulle stå, at de var udstedt af en hypotekforening og ikke en kreditforening*, således at långiver var klar over risikoen. Man kan måske i den forbindelse fremhæve, at vort på mange måder særdeles effektive system med elektronisk værdipapirregistrering måske har medvirket til at mindske investorernes forståelse, fordi de aldrig rent fysisk har værdipapiret i hånden. Som bekendt har der i de senere år været enkelte tilfælde, hvor pengeinstitutter har solgt „bankobligationer“, dvs. obligationer, der er ansvarlig fremmedkapital, til private uden i tilstrækkelig grad at forklare køberne forskellen i sikkerhed mellem „almindelige“ obligationer og sådanne „bankobligationer“. Systemet, hvor investor fik en fysisk obligation med påtrykte oplysninger, som han tog frem, hver gang der skulle klippes kuponer for at få renter, mindskede vel nok risikoen for sådanne misforståelser.

Indenrigsministeriet ønskede ikke noget egentligt tilsyn med hypotekforeningerne, som blev overladt til sig selv. Man mente, at der var en betydelig risiko forbundet med denne type foreninger og ønskede ikke gennem tilsyn at pådrage sig et moralsk ansvar, hvis noget gik galt. Også denne problemstilling er kendt i dag. På den ene side kan man gennem et tilsyn forhindre nogle ulykker, på den anden side kan tilsyn virke som et „stempel“ eller snarere en sovepude,



der får investorer til ikke at tænke tilstrækkeligt meget selv. I de senere år har problemet som bekendt været aktuelt i forbindelse med sidegadevekslerere, der er kommet ind under Finanstilsynet. Og der er vel i høj grad tvivl om hvilken metode, der er den mest hensigtsmæssige. Metoden med, at staten fralægger sig ansvaret, har visse fordele i et samfund, der i stigende grad er præget af, at den enkelte ikke har ansvaret for ret meget, jf. i øvrigt debatten om det hensigtsmæssige i Rejsegarantifonden.

Først i 1936 kom hypotekforeningerne under tilsyn på samme måde som kreditforeningerne. En realkreditdirektør skrev i forbindelse med kreditforeningslovgivningen i 1936:

„Der forlanges mere Tilsyn og mere Kontrol, og Kreditforeningerne vil næppe have noget imod at lægge Kortene paa Bordet, selv om det i Almindelighed ikke maatte anses for nødvendigt. Men man maa vel vogte sig for ved Tilsynsraad, Inspektorater eller andre lignende Foranstaltninger at lægge saadanne snærende Baand paa Kreditforeningerne og deres Selvstyre, at Administrationen vanskeliggøres og Ansvaret forflygtiges.

Ansvaret er og maa blive hos den daglige ansvarlige Ledelse, og at disse er sig deres Ansvar bevidst, er der ingen Tvivl om.“

I tider hvor Finanstilsynet og revisorer ofte bliver tillagt en større del af ansvaret for fallitter end de ledelser, der rent faktisk har truffet beslutningerne, er synspunktet ikke uden interesse.

Det er værd at bemærke, at de første hypotekforeninger havde visse træk, der kan minde om aktieselskaber. Hypotekforeningerne blev nemlig forsynet med en egenkapital, der fik en vis risikoafledning, der blot var begrænset opadtil. Eksempelvis blev den første hypotekforening stiftet som aktieselskab. Konstruktionen blev dog – takket være krav fra finansministeriet – således at indskyderne af den risikovillige kapital fik en overrente i forhold til obligationer, altså svarende til konstruktionen for sparekasser med forrentning af ansvarlig kapital. Denne „aktiekapital“ blev så typisk tilbagebetalt, når hypotekforeningen havde optjent tilstrækkeligt overskud.

Hypotekforeningerne kom tidligere end kreditforeningerne ind på at operere dels med seriereservefonde, dels med en generalreservefond, der tilhørte foreningen som sådan, og derfor ikke blev udloddet. Generalreservefonden blev først og fremmest finansieret ud fra de midler i seriereservefondene, der ikke blev udbetalt udtrædende

medlemmer. I en series første leveår var seriereservefondene af gode grunde små.

Seriereservefondene opbygges jo som følge af:

1. Indskud.
2. Det løbende administrationsbidrag med fradrag af administrationsudgifter og tab på udlån.
3. Forrentning af reservefondens midler.

Da eventuelle tab specielt indtræder de første år er (2) specielt beskeden i starten. Og takket være rentes rente er (3) størst de sidste år, dvs. beskeden i starten.

I de første år hvor reservefonden er beskeden i forhold til udlånene, får udtrædende medlemmer ikke deres andel af reservefonden tilbage. Andele i reservefonden udbetales først, når reservefonden har nået en rimelig størrelse i forhold til restgælden. Den „gevinst“, som foreningen får ved ikke at udbetale disse midler, valgte man typisk at henlægge til en generalreservefond i stedet for til seriereservefonden ud fra en betragtning om, at der ikke var nogen grund til at de øvrige medlemmer skulle have denne gevinst. Senere kom kreditforeningerne ind på samme princip med opbygning af generalreservefonde udover seriereservefonde.

Typisk var konstruktionen imidlertid, at såfremt selve hypotekforeningen opløstes, så skulle generalreservefonden fordeles mellem seriereservefondene, dvs. at hele foreningens formue „tilhørte“ medlemmerne. Der skulle ikke i tilfælde af opløsning være en ejerløs pengekasse, som ikke tilhørte nogen. Foreningens formue tilhørte medlemmerne, blot skete der gennem opbygningen af generalreservefonden en opbygning af en formue, således at der reelt var tale om, at tidlige medlemmer ville komme til at subsidiere de personer, der var medlemmer, når foreningen lukkede.

De forskellige hypotekforeninger havde i øvrigt meget forskellige konstruktioner. F.eks. havde Aalborg Hypotekforening en model, hvor man havde den traditionelle serieopdeling, men hvor generalreservefonden blev brugt som buffer, hvis en serie havde underskud. Man satte således ikke bidraget op i en forening, der havde underskud, men tog i stedet af generalreservefonden.

Som hovedregel valgte hypotekforeningerne et system, hvor både garantier (indskydere af „aktiekapital“), obligationsejere og låntagere havde valgret og var valgbare.

Som tidligere nævnt var lånegrænsen 75% af „værdien“. Men da lån ikke kun blev ydet i forbindelse med nybyggeri (hvor man kender omkostningerne) eller omsætning (hvor man kender den værdi, køber mener, ejendommen har), er værdi en usikker størrelse. I det store og hele var hypotekforeningerne forholdsvis konservative i deres vurderinger, og man anerkendte langt fra markedsprisen som udtryk for „værdi“, men opererede med „værdi under normale forhold“. Den effektive lånegrænse lå derfor under 75%.

Hele konstruktionen med kreditforeninger og hypotekforeninger var upraktisk. For det første gav den af indlysende grunde anledning til et betydeligt dobbeltarbejde, hvor to foreninger skulle vurdere den faste ejendom.

For det andet gav den anledning til konflikter, fordi de to foreninger ikke vurderede ejendommene ens. Den typiske konflikt opstod, når kreditforeningen vurderede ejendommen højere end hypotekforeningen. Et eksempel kan belyse problemet:

Antag, at en ejendom af hypotekforeningen blev vurderet til 1 million kr. Hypotekforeningen var derfor villig til at yde et lån på 150.000 kr. efter en 1. prioritet på 600.000 kr., til en given rentemarginal. Men hvis kreditforeningen havde vurderet ejendommen til 1,1 million kr. og gav et lån på 660.000 kr., ville hypotekforeningen være i en klemme. Hvis den ydede et 2. prioritetslån på 90.000 kr., nemlig fra 660.000 kr. til 750.000 kr. til sin standardrentemarginal, ville dette lån gennemsnitligt være mere risikabelt end hypotekforeningens øvrige lån. Problemet kunne selvfølgelig teoretisk løses ved hjælp af en endnu højere rentemarginal på sådanne lån, men det ville være en tung proces og stadig give anledning til interessekonflikter medlemmerne imellem. Hypotekforeningerne forlangte derfor, at låntager kun havde realkreditlån op til 60% af hypotekforeningens lånegrænse. Det er let at indse, at det gav anledning til problemer og ekstra transaktionsomkostninger, specielt i de tilfælde hvor låntager først havde optaget et kreditforeningslån og så senere fik behov for et hypotekforeningslån. Han måtte så nedbringe sit kreditforeningslån, hvis det overskred 60% af hypotekforeningens vurdering af ejendommen.

Hypotekforeningerne havde af gode grunde væsentligt mere risikable udlån end kreditforeninger, og det solidariske ansvar en væsentlig mindre sikring. Dertil kom, at regeringsmagten i kriser vil have en tendens til at gribe ind, typisk til fordel for debitor frem for kreditor. Krisen i 30'erne bragte enkelte hypotekforeninger på landet i krise. Man skred dog ikke til at anvende det solidariske ansvar, ja

man turde end ikke forøge bidraget direkte af frygt for, at den højere ydelse ville ruinere en del landmænd. Man skred så eksempelvis (Jydsk Land-Hypothekforening) i 1931 til ved lov at bestemme, at der i to år ikke blev betalt afdrag på obligationerne, dvs. der blev ikke foretaget udtrækninger. Låntagernes ydelser blev opretholdt uændret, således at den del af ydelsen, der principielt var afdrag, i stedet blev betragtet som et ekstraordinært bidrag. Man forhøjede bidragene, men sørgede for, at låntagerne ikke mærkede dette rent likviditetsmæssigt, fordi løbetiden blev forlænget tilsvarende. Långiverne måtte dels acceptere en forlængelse af løbetiden, dels en 2-årig ned-sættelse af den pålydende obligationsrente til det halve, altså et tab på godt 4% af formuen. Beløbene er beskedne og skal da også først og fremmest ses som et eksempel på, at långivere typisk ikke er så populære hos det offentlige som låntagere.

## 10.2. UDVIKLINGEN I ØVRIGT 1895-1945

Udviklingen var præget af en fortsat oprettelse af nye kredit- og hypotekforeninger med blandet geografisk og artsmæssig specialisering. Omkring 1920 var man oppe på 13 kreditforeninger og 9 hypotekforeninger i en noget rodet struktur, hvor konkurrencen var meget forskellig forskellige steder i landet, takket være den noget inkonsekvente områdeinddeling og specialisering i forskellige typer af ejendomme.

Udviklingen var fortsat præget af, at begge typer af foreninger var ganske tilbageholdende med udlånsniveauet, hvilket selvfølgelig resulterede i meget lave tab, men også i at den samfundsmæssige nytte blev begrænset.

Statens holdning over for kreditmarkedet var ikke altid lige konsekvent. På den ene side var der i perioden forskellige statslige tiltag i retning af statslig långivning for så vidt angår den yderste kredit, bl.a. på boligområdet, en udvikling, der tog yderligere fart efter 2. Verdenskrig, på den anden side var der en frygt for, at kreditforeningerne skulle blive for optimistiske i deres långivning. Specielt forsøgte man at forhindre dette ved at mindske konkurrencen mellem kreditforeningerne. Situationen var den, at i nogle – men langt fra alle – områder var der visse låntagere, der havde muligheder for at søge tre forskellige realkreditinstitutter om lån. I forbindelse med vedtagelsen af en ny kreditforeningslov i 1936 søgte man at mindske dette problem gennem en geografisk begrænsning af de enkelte kreditforeninger.

I kreditforeningsloven af 1936 blev der for kreditforeningerne åbnet adgang til oprettelse af en fælles reservefond for den enkelte kreditforening udover de allerede eksisterende seriereservefonde. Denne realkreditlov repræsenterede reelt en yderligere statslig kontrol med realkredit.

2. Verdenskrig var i én henseende en begyndelse på, at man fra statens side søgte at påvirke kreditforeningernes udlån. Indtil dette tidspunkt havde realkreditlån været en vare som enhver anden; havde man sikkerhed i sin ejendom, kunne man få et realkreditlån. Men under 2. Verdenskrig begyndte man fra statens side at lægge et mildt moralsk pres på kreditforeningerne til at se på, hvad folk skulle bruge lån til i forbindelse med overvejelserne om, hvorvidt lånet skulle ydes. Man ønskede fra statens side, at man var tilbageholdende med forbrugslån, idet bl.a. de tyske varekøb medvirkede til at øge efterspørgsel og inflation.

Det var en udvikling, der tog fart efter 2. Verdenskrig. Og da nøjedes man ikke med henstillinger.

# 11. DEN FJERDE 50-ÅRS-PERIODE: LAPPELØSNINGER OG NYE METODER

---

## 11.1. STATSLÅN OG REALLÅNEFONDE

Tiden efter 2. Verdenskrig var præget dels af en meget lav realkreditbelåning, dels af en betydelig statslig udlåning, ofte til en rente på de yderste lån, der lå *under* den rente, som kredit- og hypotekforeninger tog for at yde de mere sikre inderste lån.

Denne bizarre og uheldige udvikling skyldes vel en kombination af, at kredit- og hypotekforeningerne var særdeles forsigtige i deres udlånspolitik, og at staten ikke var villig til at bruge prismekanismen. Realkreditens betydning var derfor stadig faldende, specielt for så vidt angår nybyggeriet. Resultatet blev da, at staten på den ene side lånte penge ud til boligbyggeri til en lav rente for at øge boligbyggeriet, mens den på den anden side rationerede, hvor meget den ville låne ud til subsidieret rente. Staten kunne uden tvivl have opnået det samme byggeri for en lavere statslig udgift ved at operere med lavere subsidier og til gengæld ingen rationering. Men en del af formålet med ordningen var, at man herved kunne styre byggeriet både med hensyn til art og byggetidspunkt, idet lånene ikke var en ubetinget ret.

Folketinget havde på dette tidspunkt forlængst erkendt, at de eksisterende kredit- og hypotekforeninger ikke tilfredsstillede kreditbehovet. Allerede i 1941 havde man nedsat et udvalg, det såkaldte „Tredieprioritetsudvalg“, der specielt skulle se på, om der var behov for nyskabelser på kreditmarkedet, herunder om der var behov for aktieselskaber, der ydede lån finansieret ved udstedelse af obligationer. Udvalget, der havde repræsentanter for både byggeri, kreditforeninger, banker og centraladministration, fandt det af gode grunde ikke let at nå til enighed. Først i 1947 afgav udvalget betænkning. På baggrund af den da indførte adgang til yderligt liggende, lavt forrentede statslån så udvalget ikke umiddelbart noget behov for sådanne nyskabelser, omend man principielt kunne se argumenter for sådanne obligationsudstedende realkreditaktieselskaber, der efter udvalgets mening skulle operere med en egenkapital på 10% og en lånegrænse på 75%, altså et ganske højt kapitalkrav efter vor tids målestok.

Statslåneordningen førte i løbet af 50'erne til et ganske stort offentligt udlån til ejendomsformål. Det var dels et skridt væk fra liberalismen, dels et skridt væk fra kreditforeningstanken.

I slutningen af 50'erne ønskede staten at komme ud af systemet med, at staten ydede lån. Men man mente imidlertid ikke, at kredit- og hypotekforeningssystemet kunne bringes til at fungere tilstrækkeligt effektivt, på grund af de tidligere nævnte problemer med, at de var særdeles forsigtige og ikke ønskede at påtage sig nogen væsentlig udlånsrisiko. I 1958 vedtoges boligloven, der gav mulighed for at oprette nogle helt nye finansieringsinstitutter, først og fremmest de såkaldte reallånefonde, nemlig Byggeriets Realkreditfond, Landsbankernes Reallånefond, Provinsbankernes Reallånefond og Dansk Landbrugs Realkreditfond. Institutterne skulle kunne yde lån mod sikkerhed i fast ejendom, typisk op til en udlånsgrænse på 75%, altså svarende til, hvad kredit- og hypotekforeningerne typisk kunne. Institutterne finansierede udlånet ved obligations salg. Umiddelbart er det vanskeligt at se formålet med disse institutter, der ikke udfyldte nogen tom niche. Deres oprettelse må ses som et tegn på, at kredit- og hypotekforeningerne som følge af overdreven forsigtighed havde undladt at udfylde deres opgave.

Disse finansieringsinstitutter var ikke foreninger af låntagere, men derimod selvejende fonde. Og hvad mere er, *initiativet og den risikovillige kapital til deres oprettelse kom ikke fra låntagerne, men derimod fra bl.a. staten og pengeinstitutsektoren.*

I en vis forstand er denne model med selvejende fonde, der hjælpes igang af risikovillig kapital først og fremmest fra banksektoren lidt speciel, idet disse tilvejebringere af risikovillig kapital bærer risikoen, men ikke får noget afkast herfor. Man kan selvfølgelig sige, at det solidariske ansvar mellem låntagerne gør, at det er låntagerne, der bærer risikoen, men det er nok en forenkling, da man godt kan forestille sig en fiasko fra starten. Man må formode, at tilvejebringelsen af den risikovillige kapital har forudsat et vist statsligt pres på de pågældende finansielle institutioner.

De nye institutter havde først og fremmest til formål at yde 2. og 3. prioritetslån. Den nye konkurrence fik kredit- og hypotekforeninger til at øge deres effektive udlånsgrænse noget. På trods heraf fik de nye reallånefonde dog meget hurtigt en ganske væsentlig betydning på markedet. Fra midten af 60'erne tegner de gamle kredit- og hypotekforeninger sig for ca. 70% af nettotilgangen til realkreditobligationsmarkedet, mens de nye reallånefonde tegner sig for de re-

sterende 30%<sup>19</sup>. Men igen, disse tal undervurderer de nye institutters betydning, dels fordi de nye institutter tilvejebragte den mere risikovillige lånekapital, dels fordi de bevirkede, at kredit- og hypotekforeningerne blev mere risikovillige.

I 1965 startede staten på den såkaldte obligationsrationering, hvor man gik væk fra den fri adgang til obligationslån. Denne udvikling var dog i en vis forstand allerede startet med de nye reallånefonde, idet de ydede formålsbestemt långivning, først og fremmest til nybyggeri. Generelt gælder, at fra 1965 og frem til sidste halvdel af 80'erne var det danske realkreditmarked præget af et utal af forskellige indgreb i markedsmekanismen for så vidt angår realkreditlån.

I 1966 nedsattes et udvalg, der skulle se på behovet for en realkreditreform. Den formelle anledning var, at kommunalreformen ville nødvendiggøre en ændring af kredit- og hypotekforeningernes udlånsområder, men derudover følte man et generelt behov for at ændre de eksisterende institutioner. Det drejede sig både om spørgsmålet om flerlagsbelåning contra et system med enhedsbelåning, om udlånsgrænser, løbetider, afdragsformer samt endelig om reservefonde, herunder spørgsmålet om seriereservefonde contra generalreservefonde. Udvalget var ét af de sædvanlige, bredt sammensatte udvalg med talrige repræsentanter for både kreditforeninger, hypotekforeninger og efter nogen tid også reallånefondene. Ønsket om reformer var i disse kredse begrænset. Man ønskede ikke fusioner, hverken geografisk eller med hensyn til 1. og 2. prioritetsinstitutter. Det højeste, man kunne svinge sig til, var fusioner mellem kredit- og hypotekforeninger, hvilket stadig ville efterlade en 2-lagsprioritering. Ønsket var: „same procedure as every year, James“. Man efterlades med det indtryk, at de involverede parter i højere grad søgte at sikre sig deres egne institutters fortsatte eksistens end at fremme en optimal institutionel tilpasning på realkreditmarkedet. Der kan måske være grund til at nævne, at det forhold, at bankerne stod bag reallånefondene, gjorde kredit- og hypotekforeninger særdeles betænkelige. De gjorde gældende, at hvis der blev indført enhedsprioritering, ville reallånefondene få en urimelig fortrinsstilling som følge af bankernes rolle som låneformidlere. Den tanke, at der eventuelt også kunne være samfundsmæssige fordele herved, indgik ikke i overvejelserne. Men debatten foregreb diskussionen 20 år senere, hvor kreditforeninger-

<sup>19</sup> Jf. f.eks. Steen Leth Jeppesen: Kapitalmarkedets Udvikling gennem 10 år 1959-69.



ne satsede på at have forbindelse med ejendomsmæglerne, og de strategiske alliancer med banksektoren tog fart.

Udover Realkreditkommissionen blev der også 3 år senere nedsat et udvalg (Kurt Hansen-udvalget), som skulle se på obligationsmarkedets forhold, nemlig at overveje, hvad der kunne gøres „for mere varigt at opnå en bedre balance på obligationsmarkedet“. Den tanke, at balance opnås ved at lade prisen – renten – blive bestemt af udbud og efterspørgsel, lå ikke lige for på det tidspunkt. Udvalget mente, at „balance“ – dvs. en lavere obligationsrente – kunne opnås ved at begrænse obligationsudstedelsen. Udvalget anbefalede væsentligt kortere løbetider på obligationslån. På det tidspunkt havde kreditforeningslån en maksimal løbetid på 60 år og hypoteklån en maksimal løbetid på 50 år. Dette udvalgs tanker har stadig spor i dansk realkreditlovgivning, på trods af at den nævnte „balanceteori“ forlængst er forladt.

## 11.2. REALKREDITLOVEN AF 1970

Realkreditloven af 1970 betød ændringer på en lang række punkter. Som følge af Kurt Hansen-udvalgets anbefalinger skete der en væsentlig nedsættelse af den maksimale løbetid på lån. Det vigtigste var dog nok, at det blev bestemt, at Danmark skulle gå over til *enheds-prioritering*, således at en låntager ikke skulle optage lån i flere realkreditinstitutter. Antallet af kredit- og hypotekforeninger skulle indskrænkes kraftigt, således at vi fik få, men landsdækkende realkreditinstitutter. Det førte til en meget omfattende fusionsaktivitet de efterfølgende år. Det er næppe forkert at sige, at æren herfor i højere grad ligger hos Folketinget end hos kredit- og hypotekforeningerne. Loven førte til, at flere af de forholdsvis ny reallånefonde omdannedes til afviklingsselskaber; der kunne ikke skabes enighed om fusion. BRF fortsatte sin drift, nu som enhedsprioritetsinstitut, mens Provincesbankernes Reallånefond og Landsbankernes Reallånefond blev afviklingsselskaber. Da de hverken var aktieselskaber eller debitorstyrede, var der tale om „ejerløse pengekasser“, som voksede ganske pænt i de efterfølgende år. Bankerne havde indflydelsen men ikke nogen ejerretighed; de kunne ikke lukke fondene og fordele egenkapitalen mellem sig. BRF fik ændret sin struktur og sin styrelse. Styrelsen blev nu en „blandet landhandel“ med repræsentanter for næsten alt og alle: banker, sparekasser, låntagere og obligationskøbe-

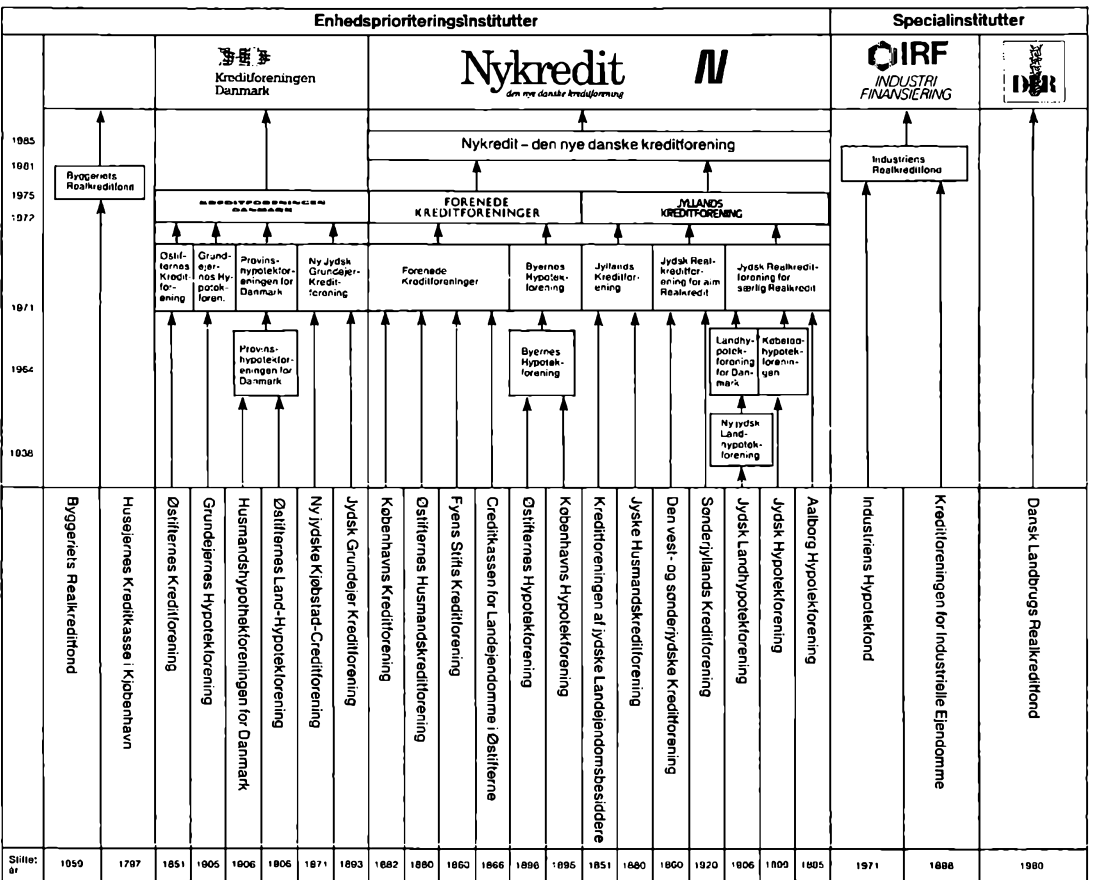
bere. Repræsentanterne for de sidstnævnte skulle udpeges af bl.a. Nationalbanken og ATP.

Som følge af disse ændringer var situationen således i 1971, at man var kommet ned på et beskedent antal institutter og en simpel struktur: Krediforeningen Danmark og BRF var landsdækkende, mens Jyllands Kreditforening og Forenede Kreditforeninger var landsdelsdækkende. Derudover var der specialinstitutter for landbrug og industri.

Disse fusioner gav i parentes bemærket ofte anledning til meget store bestyrelser og direktioner. Det var forbløffende, hvor mange administrerende direktører, man i enkelte tilfælde fandt det nødvendigt at have. Men det var nødvendigt for at få kabalerne til at gå op. Ledelser og bestyrelser har en enorm magt til at forhindre i øvrigt fornuftige fusioner, og prisen for at få fusionerne vedtaget bliver så ofte, at man i hvert fald i en periode må have en uhensigtsmæssig stor bestyrelse og en uhensigtsmæssig stor direktion.

De kommende år så som bekendt yderligere fusioner, nemlig dels mellem Jyllands Kreditforening og Forenede Kreditforeninger (1985), dels mellem BRF og den allerførste kreditforening, nemlig Husejernes Kreditkasse (1975). Når der kan være grund til at fremhæve den sidste fusion, som jo i omfang var beskeden, så skyldes det, at fusionen trak ud på grund af en retssag. En obligationsejer havde anlagt sag mod Husejernes Kreditkasse ud fra en betragtning om, at fondens reserver tilhørte obligationsejerne.

FIGUR 1



"Den fremtidige realkreditlougning"  
 Boliginstitutteret: København 1987

Figur 1 viser for de historisk interesserede, hvorledes realkreditinstitutterne har udviklet sig fra 1797-1987, og hvilke institutter, der gennem fusioner er blevet optaget i de nu eksisterende realkreditinstitutter. Siden da har flere af institutterne skiftet navn, og Nykredit og IRF er fusioneret.

Den nævnte retssag understreger igen problemerne med uklare ejerrettigheder. Nogle år senere kom der som bekendt en langt større sag i forbindelse med spørgsmålet om „ejendomsretten“ til de „store“ kreditforeningers reservefonde. Der skal ikke gås nøjere ind i denne sag her. Det skal blot fremhæves, at medlemmerne vel reelt næppe havde hverken det helt store overblik over problemstillingen eller indflydelse på beslutningerne, samt at beregningerne af, hvad der blev henlagt i hhv. seriereservefondene og generalreservefonden, ikke var umiddelbart gennemskuelige.

Det falder alene af rent pladsmæssige årsager uden for denne bogs rammer at give en blot nogenlunde dækkende oversigt over udviklingen på realkreditmarkedet de sidste 25 år. Det gælder ikke alene, fordi der findes adskillige af denne slags fremstillinger, men nok så meget fordi udviklingen er overordentlig uoverskuelig på grund af en uendelig række af offentlige indgreb. I „gamle“ dage var optagelse af et realkreditlån – som det er nu og har været siden begyndelsen af 1990'erne – en menneskeret, blot man havde fast ejendom. Som nævnt ovenfor begyndte regeringen under 2. Verdenskrig at søge at styre realkreditinstitutternes kreditgivning ud fra, hvad pengene skulle bruges til. Denne udvikling tog yderligere fart fra slutningen af 50'erne og nåede et meget betydeligt omfang i 70'erne og begyndelsen af 80'erne. Perioden er én lang opremsning af lånegrænser afhængige af formål (nybyggeri, omsætning eller almindeligt forbrugslån), hyppige ændringer i lånegrænser og løbetider i et forsøg på konjunkturstyring over kreditsektoren og endelig forsøg på styring gennem makroøkonomisk obligationsrationering. I realiteten er det først efter afviklingen af kartoffelkurens særregler og mix-låneordningen, at Danmark er kommet tilbage til en markedsfilosofi på kreditområdet: kredit er en vare, hvorpå der må dannes en markedspris.

### 11.3. REALKREDITLOVEN AF 1989 MED ÆNDRINGER

Udviklingen i 1980'erne er på en lang række områder præget af en stadig stigende tro på markedskræfterne og skepsis over for offentlig

styring. Kartoffelkuren med dens komplicerede særskatteregler for forbrugslån, mixlån og lån med forskellig løbetid er det sidste forsøg på en sådan detaljstyring af økonomien. Herefter overlades stadig mere til markeds kræfterne.

Denne liberalisme – som gælder hele kapitalmarkedet – giver sig også udslag i Realkreditloven af 1989 og dens senere revisioner. Realkreditloven repræsenterer et næsten fuldstændigt brud på knap 200 års foreningstankegang.

*Kreditforeningstanken forlades reelt fuldstændig* i den forstand, at det bestemmes, at det ikke længere er muligt at oprette kreditforeninger – uanset grundlovens regler om foreningsfrihed. Nyoprettede realkreditinstitutter skal være aktieselskaber, og der bliver åbnet fri adgang til oprettelse af realkreditaktieselskaber, blot man opfylder de kapitalkrav og ledelseskrav, som findes i loven for at sikre solvensen, nøjagtig på samme måde som for pengeinstitutter. Vi er nu – bortset fra foreningsforbuddet – nået tilbage til den liberalisme, der prægede de første år efter 1848-Grundloven, hvor et folketingsmedlem i 1866 udtalte:

„den hele Betragtningssmaaede om, hvorvidt vi have Kreditinstitutter nok eller ikke, ser jeg egentlig ikke vedkommer os mere end en Undersøgelse af, om vi her i Byen have Skræddere nok eller ikke.“<sup>20</sup>

Som en logisk konsekvens af denne liberalistiske tankegang får de gamle kreditforeninger tilladelse til at omdanne sig til aktieselskaber. Typisk dansk drages der dog ikke den fulde konsekvens af denne politik, jf. iøvrigt kapitel 13. I de tilfælde, hvor de eksisterende kreditforeninger og fonde omdannes til aktieselskaber, hvis aktier så ejes af en forening/fond, vil man ikke tillade, at disse realkreditaktieselskaber bliver fuldstændig almindelige aktieselskaber. I realkreditloven indføres en paragraf, der skal sikre, at disse aktieselskaber ud i al evighed skal domineres af fonde/foreninger. Den nuværende paragraf lyder:

„Vedtægterne for realkreditaktieselskaber skal indeholde bestemmelse om stemmeretsbegrænsning for andre aktionærer end fonden eller foreningen, der sikrer, at fonden eller foreningen bevarer mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet.“

<sup>20</sup> Creditkassen for Landejendomme i Østifterne 1866-1916, p. 28.

Liberalismen føres ikke fuldstændig igennem. En del begrænsninger, der ikke skyldes økonomiske/sikkerhedsmæssige overvejelser, men først og fremmest er historisk bestemt, bibeholdes.

Realkreditens tilladte løbetider er i dag eksempelvis forholdsvis korte, når vi ser på dem i historisk lys, jf. ovenfor vedrørende Kurt Hansen-udvalget. Løbetiden for realkreditlån har været oppe på at være uendelig for meget sikre lån (dvs. lån op til en vis, lav belåningsgrænse) og iøvrigt typisk ligget på omkring 50-60 år. Det indebærer selvfølgelig ikke, at det nødvendigvis vil være klogt at yde sådanne lån i dag. Pointen er blot, at det er en beslutning, man glimrende kunne overlade til realkreditinstitutterne selv. På samme måde opererer realkreditlovgivningen med krav om en vis minimumsafdragsprofil, hvor i hvert fald en del efterspørgere ville foretrække stående lån i en vis periode. Det nuværende system fører let til, at folk påføres ekstraomkostninger ved, at de med jævne mellemrum skal omprioritere.

Statens holdning afspejler vel nok en lidt overdreven „bedreviden“ over for realkreditinstitutterne. Argumenterne for en sådan styring var bedre i en situation med kreditforeninger med solidarisk ansvar, hvor der er et argument for at beskytte borgerne mod sig selv; den almindelige låntager kunne ikke forventes at kunne bedømme risikoen for, at realkreditinstituttet gik fallit og dermed risikoen for, at det solidariske ansvar skulle blive gjort gældende. I en situation, hvor risikoen bæres af gevinstmaksimerende aktieselskaber, er der ikke det samme behov for regulering. Reguleringen skal blot være således, at risikoen for fallit minimeres, og det kan sikres ved krav om højere egenkapitalkrav på lån med lang løbetid og lån med høj risiko i øvrigt, jf. risikovægtningssystemet for pengeinstitutterne.

Der er tale om et gammelt problem, nemlig om ikke der er en fare for, at en sådan offentlig kontrol har en tendens til at forflygtige ansvaret. I forbindelse med Nordisk Fjers konkurs var der som bekendt forslag fremme om, at der skulle være 3 statsautoriserede revisorer til at skrive under på regnskabet i stedet for 2, mens et forslag om at begrænse antallet til én for at understrege ansvaret for den enkelte ikke pådrog sig megen interesse.

### **11.3.1. Realkreditinstitutter og konkurs**

For alle praktiske formåls vedkommende har situationen været den,

at kreditforeninger og hypotekforeninger ikke er gået fallit i Danmark med tab for obligationsejerne til følge. Der har dog været tilløb hertil, dels i 1857, dels i forbindelse med krisen i landbruget i 30'erne.

Men denne tilfredsstillende tingenes tilstand skyldes dels realkreditinstitutternes meget store forsigtighed, dels det solidariske ansvar. Der er imidlertid ikke nogen som helst grund til, at realkreditaktieselskaber ikke i fremtiden skulle kunne tænkes at gå fallit. Deres egenkapitalkrav er fastsat efter samme principper som for pengeinstitutter – og pengeinstitutter kan som bekendt godt gå konkurs. I forbindelse med, at man – med god grund – er i gang med at forlade det solidariske ansvar, er det nødvendigt at overveje følgerne af en fallit.

Hverken realkreditloven eller realkreditinstitutterne selv synes i tilstrækkeligt omfang at have overvejet dette spørgsmål.

Problemet er, at et realkreditinstituts konkurs er en langt større katastrofe end et tilsvarende pengeinstituts konkurs, og at faren for en selvforstærkende „run“ er væsentligt større.

Umiddelbart kan dette undre. For en banks problem ved rygter om problemer er, at indskyderne hæver deres penge og giver banken likviditetsproblemer, mens obligationsejerne jo ikke har en tilsvarende mulighed. Det, der giver anledning til problemet er, at realkreditinstituttets låntagere har mulighed for at frigøre sig for deres gæld ved indlevering af de bag lånet liggende realkreditobligationer. Dette forhold åbner mulighed for en selvforstærkende krise, der kan resultere i umådelige tab for obligationsejerne og enorme gevinster til låntagerne.

Problemet belyses lettest ved at betragte et realkreditinstitut med en balance på 100 milliarder kr., udlån på 92 milliarder kr. og en egenkapital på 8 milliarder kr. Lad os nu antage, at det viser sig, at instituttet har ydet letsindig långivning, og at 15 milliarder kr. af udlånene er tabt. Og lad os for en ordens skyld antage, at konkurrencen er således, at realkreditinstituttet ikke kan tjene det tabte beløb ind ved at hæve rentemarginalen. Umiddelbart kunne man tro, at en sådan situation ville resultere i tab for obligationsejerne på 7 milliarder kr. Men situationen er langt værre. For forventningen om, at obligationsejerne ikke vil få alle deres penge tilbage, vil føre til, at obligationerne falder i kurs i forhold til obligationer udstedt af andre, mere sikre realkreditinstitutter. En del låntagere vil benytte sig heraf og opkøbe obligationer til underkurs og indfri deres lån i forbindelse med optagelse af lån hos de andre, solvente realkreditinstitutter.

Men herved sker der det, at tabet på 7 milliarder kr. bliver fordelt på et færre antal tilbageværende obligationsejere, hvorved kurserne på obligationerne falder yderligere. Den teoretiske ligevægt er faktisk, at obligationsejerne kun får en meget beskednen del af deres penge, og at låntagerne slipper af med deres gæld næsten gratis.

Problemet er selvfølgelig, at låntagerne takket være muligheden for indlevering af obligationer kan opkøbe risikable fordringer på realkreditinstituttet til underkurs og bruge dem som fuld betaling for gælden til realkreditinstituttet, således at de får en gevinst. En tilsvarende mulighed findes ikke i pengeinstitutterne. En person med lån i en falleret bank kan ikke gå ud og opkøbe bankbøger til underkurs hos indskyderne og så bruge disse til betaling af sin gæld til banken.

Rent bortset fra dette er der i øvrigt ikke ubetydelige problemer i forbindelse med forfald af obligationer ved fallit og den heraf følgende omfordeling mellem obligationer med lav pålydende rente og obligationer med høj pålydende rente.

Det er sandsynligt, at et „skræksscenario“ som ovenstående ikke vil få lov til at opstå, og at det vil blive mødt med offentlige indgreb af én eller anden art. Men i de senere år er politikken på bankområdet gået i retning af at mindske statens „redningsaktioner“. Det var én af formålene med en indskydergarantiordning at mindske ulykkerne ved en bankkonkurs og dermed behovet for et offentligt indgreb.

De manglende overvejelser om, hvad der vil ske i et realkreditinstitut, der kommer i vanskeligheder, er et tegn på, at man endnu ikke fuldt har accepteret, at med afviklingen af det solidariske ansvar står vi i en helt ny situation; realkreditinstitutter kan gå fallit.



## 12. PÅLYDENDE RENTER OG KONVERTERING

---

Begrebet „konvertering“ bruges i dag ofte noget upræcist i betydningen en låneombytning af en hvilken som helst art, jf. at det efterhånden er blevet anerkendt i visse kredse at bruge begrebet vandret konvertering som beskrivende indfrielse af et lån ved opkøb af obligationer og optagelse af et nyt lån med udstedelse af obligationer med samme pålydende rente.

I dette afsnit vil vi ved konverterbare obligationer forstå obligationer, der er opsigelige fra debitors<sup>21</sup> side til en fast kurs, og ved konvertering forstå førtidig indfrielse af obligationer.

De allerførste realkreditlån i Danmark var som tidligere nævnt karakteriseret ved, at både låntager og långiver kunne indfri lånet med en termins opsigelse til kurs 100. Men de debitorstyrede kreditforeninger oprettet efter Grundloven af 1848 opererede med obligationer, der kunne opsiges fra låntagers side, men ikke fra långivers side.

*Der er i de ældre skrifter forbløffende lidt diskussion af, om en sådan opsigelighed er hensigtsmæssig eller ej.* Det ser ud til, at man uden nøjere overvejelser har valgt at operere med et obligations-system, der svarer til det system, man havde fundet mest hensigtsmæssigt under den hidtil gældende situation med direkte lån fra långiver til låntager. De forholdsvis få betragtninger, man kan finde, tyder på, at man kun har haft en begrænset forståelse for, at låntager kommer til at betale for denne mulighed gennem en højere rente. Argumentet for at låntager skulle udstede en fordring med denne option lå næppe i større grad i spekulation med hensyn til rentebevægelser. Det bestemmende forhold var antagelig i et vist omfang, at man ville være sikker på at kunne omprioritere uden at kunne risikere at skulle betale „monopolpriser“ for obligationerne ved opkøb, jf. at den typiske måde at afvikle gælden på jo var obligationsopkøb.

I Danmark har dette monopolproblem som bekendt gjort sig gældende i de allerseneste år i forbindelse med inkonverterbare obli-

<sup>21</sup> Låntager kan opsiges overfor realkreditinstituttet, der så kan opsiges overfor obligationsejer

gationer, først og fremmest i Dansk Landbrugs Realkreditfond, hvor en del af serierne er så lidt omsatte, at landbrugere har måttet betale meget høje kurser for at kunne få obligationer til at indfri deres lån. Problemet har som tidligere nævnt været så stort, at regeringen fandt det nødvendigt at indføre en ordning med, at de pågældende låntagere kunne indfri deres gæld ved betaling af en sum, der ved investering i inkonverterbare statsobligationer kunne amortisere den pågældende gæld, således at man formelt har tilladt en afvigelse fra balanceprincippet.

Dette monopolproblem er i sig selv et delvist argument for konverterbare realkreditobligationer. Konverteringsmulighederne er selvfølgelig særdeles relevante i forbindelse med den evige diskussion om, hvilken pålydende rente, der skal være på de udstedte obligationer. I de første mange år var der dog ikke megen debat herom. I årene 1850-85 blev der praktisk talt kun udstedt 4%-obligationer, uanset hvorledes kursniveauet var. Derefter begyndte man at udstede 3½% og 3% obligationer, da 4%-obligationerne kom over 100.

Det kan måske være af interesse at påpege, at indenrigsministeriet, der havde tilsynet med kreditforeningerne, først og fremmest lagde vægt på at forhindre, at den pålydende rente på obligationerne blev sat for højt. Situationen var den, at nogle kreditforeninger fra deres oprettelse havde fået en ret til at udstede obligationer med den pålydende rente, de ønskede, mens andre ikke havde fået en sådan tilladelse. Eksempelvis søgte Creditkassen for Landejendomme i Østifterne i 1915 om tilladelse til at udstede obligationer med 5% pålydende rente i stedet for de traditionelle 4%, men fik afslag herpå. Som et kuriosum kan nævnes, at man fra Creditkassens side til gengæld for den høje pålydende rente var inde på at gøre obligationerne inkonverterbare i en 10-årig periode, selvfølgelig for at mindske konverteringsrisikoen for långiver og dermed hæve kursen.

Der har i dansk realkredithistorie været flere store konverteringsbølger. Når vi ser bort fra konverteringerne efter 1982, som vil være alle bekendte, fandt de store konverteringer sted:

- I perioden 1886-89
- I perioden 1895-97
- I 1933
- I perioden 1940-49.

Der kan indledningsvis være grund til at påpege, at obligationsmar-

kedet ikke var særligt gennemsigtigt; hverken låntagere eller långivere var helt klar over deres rettigheder i denne sag, specielt ikke ved de første konverteringer.

Den allerførste store konvertering 1886-89 er ganske interessant af flere årsager. Ved denne konvertering blev konverteringerne hjulpet af lovgivningen; i 1887 blev vedtaget en lov, der fritog låntagere, der konverterede, for at betale stempelafgift og tinglysningsgebyr. Når der kan være grund til at nævne forholdet, er det fordi, der generelt hos Folketinget har været en klar tendens til i betydeligt omfang at foretage særindgreb til fordel for låntagerne og følgelig til skade for långiverne, jf. afsnit 9.4. om dobbeltmøntfodsobligationerne. Den pågældende lovgivning øgede selvfølgelig konverteringerne i forhold til, hvad kreditorerne i øvrigt kunne have forventet.

En næsten tilsvarende situation oplevede man som bekendt for få år siden, da Folketinget vedtog en lov, der gav låntagere, der havde optaget kontantlån, lov til at beholde deres kurstabsfradrag fra deres gamle lån, selv om de konverterede. Obligationsmarkedet havde indtil denne lovs vedtagelse selvfølgelig prissat 10% obligationer udstedt i forbindelse med ydelse af kontantlån med en rente på 18-20% meget højt, fordi man vidste, at konvertering ikke kunne betale sig, således at opsigelse næsten udelukkende ville ske som følge af omsætning og dermed følgende omprioritering. Indgrebet gav betydelige gevinster til låntagerne, og betydelige tab til kreditorerne på grund af de øgede konverteringer. Det tidligere nævnte lovindgreb i forbindelse med de inkonverterbare obligationer er et yderligere eksempel på det samme forhold. Pointen er selvfølgelig, at man må antage, at sådanne indgreb på langt sigt er virkningsløse; i markedet vil der typisk dannes forventninger om politiske indgreb til fordel for låntagere, idet disse udgør en langt større gruppe, i hvert fald direkte, end långiverne (pensionskassemedlemmer og bankaktionærer opdager ikke tabet på deres indirekte ejede obligationsporteføljer lige så let, som låntagerne registrerer gevinsten som følge af indgrebet) og derfor lettere opnår politiske begunstigelser.

Men af nok så stor betydning som ovennævnte lovindgreb var spørgsmålet om individuel konvertering contra serievis konvertering. Skulle kreditforeningerne på deres medlemmers vegne kunne opsigte obligationslånene kollektivt i forbindelse med, at man sikrede låntagerne et nyt, lavere forrentet lån gennem indgåelse af en kurskontrakt på salg af de nye realkreditobligationer? Problemet havde ikke været overvejet i forbindelse med oprettelsen af kreditforenin-

ger, og der var langt fra enighed om, hverken hvorvidt det var lovligt, eller hvorvidt det var hensigtsmæssigt. Debatten om lovligheden gik på, at der var forskel på, om den enkelte låntager benyttede sig af sin indfrielsesret og på, om foreningen tog initiativet og konverterede hele serien. Debatten om hensigtsmæssigheden gik på, om det på langt sigt var til fordel for kreditforeningstanken, at kreditforeningen foretog sådanne konverteringer. Som eksempel kan nævnes, at i Kreditforeningen af Grundejere i de Danske Østifter var foreningens direktion og flertallet af repræsentantskabet mod en sådan serievis konvertering. Deres begrundelse var, at sådanne konverteringer ville mindske efterspørgslen efter foreningens obligationer i fremtiden. Underligt nok ser man ikke tanker om, at det mest hensigtsmæssige så ville være at udstede inkonverterbare obligationer i fremtiden, således at risikoen forsvandt for långiverne. Foreningens medlemmer nærrede imidlertid ikke en tilsvarende betænkelighed med hensyn til den fremtidige kurstrykkende virkning af en total konvertering, og i dette tilfælde viste medlemsdemokratiet sig at fungere. Konverteringsspørgsmålet blev behandlet både på ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger. Ved disse generalforsamlinger lejede bornholmerne hver gang et dampskib, der kunne sejle en stor mængde medlemmer, hver med det maksimale antal fuldmagter, til Sjælland. De serievise konverteringer blev gennemført på trods af ledelsens og repræsentantskabets modstand.

Udgifterne i forbindelse med konverteringerne blev både denne gang og ved efterfølgende serievise konverteringer typisk dækket ved hjælp af seriereserverne og ved at fastholde den oprindelige ydelse i en kortere periode. Det bør måske nævnes, at konverteringen var fra 4% obligationer til 3½% obligationer.

Ved de store konverteringer i 1895-97 blev der konverteret væsentligt større beløb, nogle konverterede endog 2 gange, fra 4%-obligationer til 3½%-obligationer og fra 3½%-obligationer til 3%-obligationer. Der var her tale om særdeles omfattende konverteringer; størstedelen af de cirkulerende realkreditobligationer blev konverteret. Det skal i den forbindelse lige nævnes, at antallet af forskellige obligationer var særdeles ringe, dels fordi serierne var åbne i ganske mange år, dels fordi renten var så stabil, at der praktisk talt kun fandtes serier med 4% pålydende rente. Sammenlignet med vore dage må det imponere, hvor små rentændringerne skulle være, for at konvertering rent faktisk kunne betale sig.

Baggrunden for konverteringerne i 30'erne var ikke så meget et

stærkt rentefald som et politisk ønske om at komme det betrængte landbrug til hjælp. Folketinget vedtog en lovgivning, der gjorde det betydeligt lettere at konvertere. Blandt andet suspendede man tinglysningslovens krav om samtykke fra efterstående panthavere. Konverteringen kunne reelt kun løbe rundt som følge af statslig støtte, der blev begrænset til udlån til landbrug. Kun en mindre del af den samlede obligationsgæld blev konverteret. Konverteringerne var individuelle; der fandt ikke serievise konverteringer sted.

Fra 1940 til 1949 konverteredes – igen udelukkende gennem individuel konvertering – ca. halvdelen af de cirkulerende obligationer.

Ovenfor blev nævnt, at et relevant spørgsmål er, om det overhovedet er hensigtsmæssigt med konverterbare obligationer. Men givet, at man vil have konverterbare obligationer, står tilbage selvfølgelig spørgsmålet, hvor høj den pålydende rente skal være i forhold til markedsrenten på udstedelsestidspunktet. Jo lavere den pålydende rente er i forhold til den effektive obligationsrente, jo mindre option køber låntager, og jo tættere vil obligationernes rente være på renten på inkonverterbare obligationer.

Det er her interessant at se, hvor forskellig praksis har været gennem tiden, og hvor forskellig opfattelsen af „den rette politik“ har været.

I 1800-tallet var der – formodentlig delvis affødt af maksimalrentebestemmelserne og delvis affødt af den forholdsvis stabile markedsrente – ikke megen debat. Obligationer blev udstedt med en pålydende rente på 4%.

Da debatten opstod, dannede der sig to skoler: den ene mente, at udstedelse af obligationer med høj pålydende rente i sig selv ville øge den effektive rente, mens den anden mente, at det rigtigste var altid at udstede obligationer med en så høj pålydende rente, at obligationernes kurs kom så tæt på 100 som muligt. Man var dog i den forbindelse inde på, at det kunne være hensigtsmæssigt med en vis uopsigelighedsperiode og at det kunne være hensigtsmæssigt for foreningen at fraskrive sig muligheden for serievis konvertering.

Det er interessant, at vi i Danmark havde en 20-årig periode fra begyndelsen af 1960'erne til begyndelsen af 1980'erne, hvor obligationerne blev udstedt med en så lav pålydende rente i forhold til markedsrenten, at optionselementet i obligationerne var særdeles beskedent. De udstedte obligationer havde i denne periode typisk en så lav pålydende rente, at de blev handlet til kurser på 50-75. I den-

ne periode var der altså ikke den store efterspørgsel efter konverteringsmuligheden. Samtidig gjorde kontantlåneordningen, at selv om der skete et rentefald, som bragte den effektive rente på nye lån ned under den pålydende rente på de „gamle“ obligationer, kunne konvertering ikke betale sig, fordi låntager herved mistede fradragsretten for kurstabet på det gamle lån. Dvs. der var en dobbelt forsikring mod konvertering set fra långivernes side og en dobbelt hindring, set fra låntagernes side.

I dag er vi så omvendt i den situation, at de skattemæssige forhold i høj grad gør, at låntagerne får et stærkt incitament til at udstede obligationer med kurser tæt på pari. Det skyldes dels mindsteregenten, der kræver, at obligationer skal udstedes med kurser forholdsvis tæt på pari, dels skattereglerne. Skattereglerne medfører på den ene side, at optagelse af kontantlån kan give særlige skattemæssige problemer ved omprioritering, mens de på den anden side gør, at optagere af obligationslån af skattemæssige årsager vil ønske at minimere det ikke-fradragsberettigede kurstab ved at vælge den højst mulige pålydende rente. Låntagere kan i dag vælge mellem kontantlån og obligationslån. Men for kontantlånene lægger mindsteregenten en bundgrænse under, til hvor lave kurser der kan udstedes obligationer, og for obligationslånene giver skattereglerne et incitament til udstedelse af obligationer med den højest mulige kurs under 100. I den forbindelse skal dog fremhæves, at selve kontantlåneordningen i sig selv er med til at begrænse konverteringerne, undtagen når ny lovgivning med tilbagevirkende kraft åbner mulighed for at overføre kurstabsfradrag på det gamle lån til det nye lån.

Der er dog alt i alt ikke tvivl om, at det nuværende obligations-system lægger op til langt flere konverteringer, alt andet lige, end vi har set historisk. Dog kan omkostningerne lægge en vis dæmper herpå, jf. at det tidligere kunne betale sig at konvertere til lån med blot ½% eller 1% lavere pålydende rente.

Den nuværende situation kan næppe på nogen måde karakteriseres som værende en optimal situation, der afspejler låntager- og långiverpræferencer. Der var i 60'erne og 70'erne, da obligationerne reelt var meget tæt på at være inkonverterbare, ikke noget folkeligt pres for udstedelse af obligationer med en højere pålydende rente. Den nuværende situation resulterer dels i ganske betydelige transaktionsomkostninger – herunder de ikke ubetydelige analyseomkostninger for specielt de enkelte låntagere – for de to parter som gruppe, dels i en omfordeling fra de små og uvidende låntagere til de sto-

re og vidende låntagere. For samtlige låntagere kommer til at betale en overrente til långiverne som kompensation for konverteringsrisikoen, men det vil først og fremmest være de store låntagere, der drager fordel af denne ret.

Det vil næppe være nemt at komme af med de konverterbare obligationer; låntagere har en betydelig præference for ting, de kender. Det bør i den forbindelse fremhæves, at det i lande, der har anvendt prioritetslån med variabel rente – som f.eks. England – ikke har været muligt i større omfang at trænge igennem med det danske realkreditsystem med fastforrentede obligationslån, hverken med in-konverterbare eller konverterbare obligationer. Omvendt har det i Danmark indtil nu ikke været let at trænge igennem med mere variabelt forrentede produkter, jf. rentetilpasningslånenes fiasko i 1970'erne. Samtidig er der i forbindelse med introduktion af et sådant nyt produkt en usikkerhed for långiverne med hensyn til, om produktet slår igennem, således at den pågældende obligationsserie bliver så tilpas stor, at obligationerne bliver let omsættelige. Tror obligationsejerne ikke det, vil serien sandsynligvis blive prissat lavt på markedet som følge af et krav om kompensation for manglende likviditet.

## 13. EN KREDITFORENINGS MÅLSÆTNING

---

I dansk realkredit har der historisk set været 5 forskellige hovedtyper af realkreditinstitutter. Det er muligt at opstille væsentligt flere klassifikationer, men disse er de vigtigste. Det drejer sig om:

1. „Egoistiske“ kreditforeninger, der varetager de til enhver tid værende medlemmers interesser.  
Disse var groft sagt den gældende form for kredit- og hypotekforeninger i Danmark frem til begyndelsen af 70'erne. Den væsentligste del af foreningernes formue var delt ud på medlemmerne gennem seriereservefondene.
2. „Almennyttige“ kreditforeninger, der har en mere bred samfundsmæssig målsætning og ikke kun ser på nuværende medlemmer, men også på fremtidige medlemmer.  
Disse har i stadig stigende grad gjort sig gældende siden begyndelsen af 70'erne, da de eksisterende kreditforeninger ændrede princip med hensyn til seriereservefonde og i stedet oprettede de generelle reservefonde, som ikke tilbagebetales til låntagerne.
3. Selvejende fonde, som ikke er domineret af låntagerne.  
Dette er ejerstrukturen for de i 1959 oprettede reallånefonde.
4. Realkreditaktieselskaber, som stemmemæssigt domineres af en fond/forening, som igen domineres af låntagere.  
Her har man den struktur, som Realkreditloven fremover har tiltænkt de gamle kreditforeninger.
5. Rene realkreditaktieselskaber.  
Dette er strukturen for de realkreditinstitutter, der er oprettet af hovedbankerne.

Der kan være grund til at se på disse modeller og deres styrker og svagheder hver for sig. Det skal i den forbindelse fremhæves, at succesbegrebet er flydende, så snart vi kommer ind på mere brede samfundsmæssige målsætninger.



### 13.1. DEN EGOISTISKE KREDITFORENING

I den egoistiske kreditforening har medlemmerne et incitament til at udøve kontrol med kreditforeningen. Incitamentet hertil vil dog være faldende med kreditforeningens størrelse, alt andet lige. Den enkelte vil vide, at hans indflydelse er mindre, jo større kreditforeningen er. I den egoistiske kreditforening med udlodning af reservefondsmidler vil medlemmerne ikke interessere sig så meget for selve rentemarginalen, da de ved, at de vil få alle de penge tilbage med renter, der ikke går til administration og tab. Det afgørende for medlemmerne er administrationsomkostningerne og tabene, for det er disse størrelser, der ultimativt bestemmer låneomkostningerne.

Blandt problemerne ved denne model er:

- Modellen fører let til en for stor forsigtighed, idet de eksisterende medlemmer kun vil ønske nye medlemmer med lav tabsrisiko.
- Det er vanskeligt i samme forening at have medlemmer, der adskiller sig riskomæssigt, på grund af usikkerheden med hensyn til prisfastsættelsen over for de enkelte grupper af låntagere. Det kræver som minimum en serie for hver enkelt gruppe af låntagere, hvilket kan resultere i for små serier og dermed for lille risikospredning.
- Der vil være konflikter med hensyn til regnskabsprincipper: hvor forsigtig skal man være med hensyn til hensættelser?
- I store foreninger kan det være vanskeligt at få medlemmerne til at interessere sig tilstrækkeligt for foreningen.

De ovennævnte problemer gjorde sig helt klart gældende for de danske kreditforeninger frem til 1970.

### 13.2. DEN ALMENNYTTIGE KREDITFORENING

I den „almennyttige“ kreditforening sker der en opbygning af en ejerløs formue på samme måde som i f.eks. sparekasser. En sådan almennyttig formue muliggør generelt, at man kan træffe mere langsigtede beslutninger, uafhængigt af de regnskabsmæssige konsekvenser her og nu. Opbygning af forhandlernet, investering i software, rekla-

me med videre er lettere, idet man kan se på de langsigtede effekter, hvor den egoistiske kreditforening har en tendens til at blive for forsigtig og kortsynet. I den almennyttige forening kan man i et vist omfang *omfordele* blandt medlemmerne, fordi foreningsformuen kan bære tab, hvor man i egoistmodellen har, at foreningen består af mange små „kreditforeninger“, som ikke deler risiko med hinanden. Dvs. risikospredningsfordelen er større i den almennyttige kreditforening.

Der er dog også en række problemer ved en sådan model. Indledningsvis kan man overveje, hvad fordelingsvirkningerne er på langt sigt af en sådan forening, rent bortset fra det ovennævnte forhold. Der vil typisk ske det, at de første medlemmer af en kreditforening bidrager til opbygningen af en foreningsformue, der så kommer de efterfølgende generationer til gode. Det sker eksempelvis, hvis forrentningen af den ejerløse formue senere bliver brugt til at holde rentemarginalen nede. Denne situation vil let opstå, hvis kreditforeningen står over for begrænsede vækstmuligheder samtidig med, at realrenten er høj. Det vil nemlig resultere i en stadig stigende egenkapitalandel, medmindre rentemarginalen sættes ned. Det var f.eks. situationen i begyndelsen af 1980'erne, hvor realrenten var omkring 10%, og kreditforeningerne var skattefri.

Samfundsøkonomisk kan der – udover selve omfordelingsproblemet – være en risiko ved en sådan situation, nemlig hvis kreditforeningerne rent faktisk ikke er lige så effektive som konkurrenterne. For takket være forrentningen af den ejerløse formue vil kreditforeningerne kunne udkonkurrere mere effektive konkurrenter. „Survival of the fittest“ vil være afløst af „survival of the fattest“.

Også ud fra et kontrolsynspunkt er der problemer, I en kreditforening, hvor medlemmerne ikke får udbetalt reservefondene, vil medlemmerne ikke have noget som helst incitament til at sikre, at kreditforeningen bliver drevet effektivt. For effektivitet vil udelukkende give sig udslag i størrelsen af foreningens formue, men det er irrelevant for låntagerne. Det eneste incitament, de vil have, vel at mærke, hvis der gælder solidarisk ansvar, er at forhindre en låne- og omkostningspolitik, der medfører risiko for insolvens, men det er et meget begrænset incitament. Og efter afskaffelsen af det solidariske ansvar i både BRFKredit og Realkredit Danmark for nyudlån fra oktober 1996 er selv dette incitament væk. Situationen er således vidt forskellig fra den egoistiske kreditforening, hvor medlemmerne f.eks. havde et incitament til at gøre kreditforeningen opmærksom på misligholdelse af panter, jf. kapitel 9.

Omvendt vil medlemmerne have en betydelig interesse i kreditforeningens prispolitik. Men denne interesse vil ikke være begrænset til den sunde interesse for priserne som sådan. Prispolitikken i en kreditforening er reelt et spørgsmål om, hvor stort overskuddet og dermed egenkapitalen skal være. De til enhver tid værende medlemmer af en almennyttig kreditforening vil altid have et incitament til at omdanne kreditforeningen til en egoistisk kreditforening og dermed ekspropriere foreningens formue. Det ville meget drastisk kunne ske gennem en lukning af foreningen og udlodning af formuen. En mindre drastisk politik med samme resultat ville være at sætte rentemarginalen ned til 0, således at driftsudgifter og tab bliver dækket af foreningens renteindtægter og formue. Det giver samme resultat, om end over en længere periode.

I de almennyttige kreditforeninger er der af denne årsag behov for en begrænsning af medlemsindflydelsen, enten formelt eller uformelt. Man kan næppe bebrejde ledelser i sådanne kreditforeninger, hvis de på forskellig måde søger at modarbejde medlemsdemokratiet i det omfang, det ville føre til en sådan afvikling til fordel for den nuværende generation. Omvendt er det en uheldig situation med et system med denne type indbyggede svagheder. Det er i parentes bemærket denne type overvejelser, der har ført til loft over kommunernes låntagning.

### 13.3. DE SELVEJENDE FONDE

I modellen med selvejende fonde som eksempelvis Provinsbankernes Reallånefond og BRF (indtil aktieselskabsomdannelsen) er det væsentlige problem selvfølgelig, hvem der skal have kontrollen. Hvem skal udpege bestyrelserne i disse fonde, og vil de have hensigtsmæssige incitamenter med hensyn til kontrol og valg af politik? Uden at gå dybere ind i spørgsmålet er det klart, at der kan være interessekonflikter, når f.eks. banker er med til at udpege bestyrelserne, samtidig med at resultatet af driften ikke tilfalder dem. Det skal understreges, at der heri ikke ligger nogen antydning af, at der har været problemer, men kun en påpegning af de potentielle problemer.

### 13.4. FONDSDOMINEREDE REALKREDITAKTIESELSKABER

De „gamle“ kreditforeninger er nu omdannet til aktieselskaber. I Realkredit Danmark og Nykredit har man formelt sikret en fortsat stor medlemsindflydelse, idet loven kræver, at de bagved liggende foreninger skal bevare stemmemajoriteten i disse realkreditaktieselskaber.

Det er her lykkedes at skabe en konstruktion, hvor man dels ikke fjerner den interessekonflikt, der var indbygget i de gamle kreditforeninger før omdannelsen til aktieselskaber, dels på sjælden vis sikrer maksimalt mulige interessekonflikter og usikkerhed om målsætningen, når disse aktieselskaber får andre aktionærer end den bagved liggende fond/forening.

Man har i lovgivningen eksplicit forhindret låntagerne i at udlodde foreningens formue til sig selv gennem en lukning. Det er sket gennem Realkreditlovens paragraf 76:

*„I tilfælde af opløsning af en forening,  
der ejer et realkreditaktieselskab, kan egenkapitalen  
ikke udloddes til foreningens medlemmer.“*

Denne paragraf forhindrer imidlertid ikke, at der sker en langsom udlodning gennem en nedsættelse af rentemarginalen til 0.

De store problemer opstår, som nævnt, når realkreditaktieselskabet har andre aktionærer end fonden/foreningen. Man har fra Folketingets side valgt at bestemme, at den bagved liggende fond/forening skal bevare den totale magt i realkreditaktieselskabet, jf. realkreditlovens paragraf 70, stk. 2:

*„Vedtægterne for realkreditaktieselskabet skal indeholde bestemmelse om stemmeretsbegrænsning for andre aktionærer end fonden eller foreningen, der sikrer, at fonden eller foreningen bevarer mere end halvdelen af stemmerettighederne i realkreditaktieselskabet.“*

Det er vanskeligt at se, hvad målsætningen skal være i et sådant aktieselskab. Hvilken målsætning skal et bestyrelsesmedlem, valgt ind i realkreditaktieselskabets bestyrelse på baggrund af den bagvedliggende forenings aktier, forfølge?

Hvis han forfølger en ren gevinstmaksimeringsstrategi, hvilket umiddelbart er, hvad aktieselskabsloven tilsiger, er der ikke nogen som helst effekt af, at foreningen har magten.

Omvendt, hvis bestyrelsesmedlemmet søger at varetage en blandet samfundsøkonomisk/medlemsorienteret målsætning, synes han at komme i konflikt med aktieselskabsloven. Betragt f.eks. en situation, hvor markedsforholdene gør det muligt for realkreditaktieselskabet at sætte bidragene betydeligt op uden at miste kunder. Det vil maksimere aktionærernes formue og alle de nye aktionærer vil være tilhængere heraf. Låntagerne vil selvfølgelig være modstandere af en sådan politik, og det er i høj grad deres repræsentanter, der bestemmer i foreningen og dermed i aktieselskabet. Men skal deres repræsentanter kunne gennemføre en prispolitik, der subsidierer låntagerne på aktionærernes bekostning?

Konstruktionen med aktieselskaber, der domineres af en låntagerdomineret fond/forening, men samtidig har gevinstmaksimerende aktionærer, er hverken fugl eller fisk. Den kan kun fungere, hvis medlemsdemokratiet ikke fungerer. Der kunne være god grund til at indføre regler, der tværtimod *begrænsede* den bagved liggende fonds indflydelse på aktieselskabet, netop på grund af interessekonflikterne.

### 13.5. DET RENE REALKREDITAKTIESELSKAB

I dette selskab er målsætningen klar, nemlig gevinstmaksimering. Problemerne ved denne model er først og fremmest knyttet til, at konkurrencemarkedet aldrig vil kunne fungere helt optimalt, hvis der er lange kontrakter og betydelige flytteomkostninger, jf. de tilsvarende problemer vedrørende langsigtet pensionsopsparing, hvor det også fremføres, at begrænsninger i mobiliteten kan hæmme konkurrencen. Et realkreditaktieselskab, der besluttede sig for at afvikle, ville kunne sætte priserne op for eksisterende kunder i forhold til konkurrenternes priser på grund af flytteomkostninger. Det må dog pointeres, at flytteomkostninger i sig selv er reelle samfundsøkonomiske omkostninger.

I det omfang realkreditinstituttet giver rådgivning omkring f.eks. konvertering, kan der være interessekonflikter mellem kunder og realkreditinstitut. Kunderne har ikke sikkerhed for, at realkreditinstituttet ikke skeler til egne interesser i sin rådgivning, idet det jo tjener penge på konvertering. Denne interessekonflikt er der – i hvert fald teoretisk – ikke ved kreditforeningerne. Men også de til aktieselskaber omdannede kreditforeninger må antages at skulle drives i overensstemmelse med aktieselskabslovens bestemmelser om varetagelse af aktionærernes interesser.

Den måde, denne type af problemer mest hensigtsmæssigt løses på, er først og fremmest ved at sikre, at konkurrencen fungerer åbent og effektivt, således at reputation bliver en væsentlig konkurrenceparameter, og ved at realkreditinstitutterne hele tiden skal være konkurrencedygtige på markedet for nye udlån.

### 13.6. OMFANG AF OG BEGRÆNSNINGER I ØKONOMISK DARWINISME

Hvis der anlægges en historisk synsvinkel på realkreditinstitutionen, skulle forventes dels en stadig tilpasning af institutionen til ændrede samfundsforhold, dels at mere effektive organisationsformer udkonkurrerer mindre effektive organisationsformer.

Det første er utvivlsomt tilfældet. Der er sket en tilpasning til ændrede samfundsforhold, omend ofte med betydelig forsinkelse. Derimod kan det ikke i samme grad hævdes, at mere effektive organisationsformer har udkonkurreret mindre effektive organisationsformer. Den politiske regulering af sektoren har i høj grad bidraget til, at mindre effektive organisationsformer har kunnet overleve og leve godt; realkreditinstitutionernes samfundsmæssige bidrag til finansiering af fast ejendom har derfor været mindre end muligt og samfundsmæssigt ønskeligt, hvortil kommer, at målsætningen for realkreditinstitutionernes virke i lange perioder har været og fortsat – for store dele af sektoren – er ganske uklar. Dette er ikke en problemstilling, der er ukendt fra andre regulerede sektorer, f.eks. boligsektoren. Denne problemstilling uddybes yderligere i det efterfølgende kapitel.

## 14. REALKREDITTENS LØBENDE TILPASNING OG FREMTIDIGE UDFORDRINGER

---

Det er velkendt, at en ting, et menneske eller en organisation kan ændre sig så meget over tid, at det er næsten meningsløst at tale om den samme ting, menneske eller organisation, jf. filosofilærerens gamle kniv, som havde fået først bladet og siden skæftet udskiftet. Det var stadig hans gamle kniv, uanset at der intet originalt var tilbage. Problemstillingen har i parentes bemærket været fremme i forbindelse med restauration af både gamle billeder og biler: Hvornår er der udskiftet så meget, at der ikke længere er tale om en original, men en kopi? Der er ikke noget underligt i, at tingene ændrer sig, snarere tværtimod: tilpasningsevne er forudsætningen for overlevelse.

Kreditforeningernes historie er præget af, at det ikke har været ganske let at tilpasse disse organisationer, og at det specielt ikke har været let at få dem selv til at tilpasse sig. Trægheden har været betydelig. I virkeligheden forudsatte kreditforeningsmodellen, at der hele tiden skulle oprettes nye foreninger.

Man valgte imidlertid hurtigt af organisatoriske årsager at operere med fortsættende kreditforeninger, men resultatet var ikke uden problemer. Foreningerne viste sig dårlige til at påtage sig risiko i noget væsentligt omfang, fordi det lå indbygget i selve systemet, at de medlemmer, der havde fået lån, var forholdsvis konservative med hensyn til långivningen over for potentielle medlemmer – og disse havde ikke stemmeret.

Problemet blev så forsøgt løst ved at oprette nye institutter, herunder hypotekforeninger, men i næsten hele realkreditens historie har der været en tendens til en ekstrem forsigtighed, således at risikoen kom til at ligge i de næste kreditgiverlag.

Realkreditens væsentlige bidrag var det fastforrentede og fra långivers side uopsigelige lån. Af disse to bidrag er det dog først og fremmest den faste rente, der er det væsentlige. Uopsigeligheden af realkreditlånet var næppe så stor en fordel, som det ofte antages. For i det omfang, låntageren havde brug for yderligere – og mere risikobehæftet kredit – var det til begrænset nytte, at realkreditlånet ikke

kunne opsiges. For de „yderste“ kreditgivere ville kunne tvinge ham til at afhænde sin ejendom. Det skal dog fremhæves, at realkreditten bidrog med et sikkert og standardiseret lån, der kunne holde låneomkostningerne nede i forhold til alternativ kredit for de låntagere, der kun havde brug for beskeden kredit.

Men når det ofte fremhæves, at det solidariske ansvar i sig selv førte til en lavere lånerente for låntagerne, er det nok en overdrivelse; risikovilligheden var så beskeden, at det solidariske ansvar kun har spillet en særdeles beskeden rolle, således at aktiemarkedet kunne have udbudt det samme produkt.

Kreditforeningernes historie er specielt i de første 50 år efter 1851 præget af en betydelig institutionsændring i takt med, at det viste sig, at den fra starten valgte model ikke var optimal. Men samtidig er den præget af en ikke ubetydelig uigennemsigthed. Kreditforeningerne fik ikke held med hensyn til at udbyde et virkelig gennemsigtigt obligationsprodukt, idet systemet med åbne serier gjorde, at det i hele åbningsperioden var vanskeligt for långiverne at beregne, hvornår obligationerne blev afdraget. I det store og hele har kreditforeningerne dog – sandsynligvis netop som følge af foreningsmodellen – været forholdsvis lidt tilpasningsdygtige.

Det lå i selve medlemsdemokratiet og de indbyggede interessekonflikter, at kreditforeningerne havde vanskeligt ved at udvikle effektive organisationer til påtagelse af kreditrisiko. Det var baggrunden for, at staten – og senere reallånefondene – måtte påtage sig en væsentlig del af udlånsrisikoen i forbindelse med lange lån med pant i fast ejendom.

Strukturtilpasningen i begyndelsen af 1970'erne, med fusion af institutter og introduktion af enhedslåne, hvor man fik alle sine lån ét sted, var uden tvivl én af de mest væsentlige – og nødvendige – begivenheder i kreditforeningernes og reallånefondenes historie. Men denne udvikling kom først og fremmest på grund af offentligt pres.

Det er interessant, at afskaffelsen af systemet med udbetaling af reservefonde, som for nye låns vedkommende trådte i kraft i begyndelsen af 70'erne, sandsynligvis kun kunne komme igennem som følge af medlemmernes utilstrækkelige forståelse for spørgsmålet.

Med opbyggelsen af en reservefond, som ikke tilhørte de enkelte medlemmer, blev der pludselig åbnet mulighed for en væsentligt større risikopåtagning i kreditforeningen, uden at de gamle medlemmer protesterede over den øgede risiko.



Udviklingen fra begyndelsen af 1970'erne og fremefter viste da også en betydelig større risikovilje hos realkreditinstitutterne. Det skyldes selvfølgelig ud over det ovennævnte forhold også, at konkurrencen efter realkreditreformen blev forøget, idet låntagere til „almindelige“ formål nu altid havde 3 forskellige realkreditinstitutter at vælge imellem: Kreditforeningen Danmark, BRF og enten Forenede Kreditforeninger eller Jyllands Kreditforening. Denne risikovilje steg i takt med den meget betydelige formuevækst, der fandt sted i kreditforeningerne. Denne formuevækst skyldtes ikke så meget indtjeningen på den primære drift, men snarere kombinationen af høje renter og skattefrihed for kreditforeninger.

Denne øgede risikovilje var på mange måder en ønskværdig udvikling på baggrund af den historisk set meget forsigtige udlånspolitik. Den skabte dog også en række nye problemer, hvoraf der kan være grund til at fremhæve to.

Det ene udspring af, at kreditforeningens målsætning var så uklar. Kreditforeningerne var i begyndelsen af 1980'erne i den bizarre situation, at de faktisk havde et formueproblem som følge af meget hurtigt voksende formuer. Eksempelvis overvejede BRF i slutningen af 70'erne helt at undlade opkrævning af indskud og bidrag, men efter henstilling fra boligministeriet blev tanken opgivet. Henstillingen må ses på baggrund af, at et sådant initiativ ville virke nøjagtig som en finanspolitisk lempelse; pengene ville gå fra en ejerløs pengekasse til de private borgere og dermed øge forbruget. I den situation var det logisk for realkreditinstitutterne delvis at løse problemet ved en højere risikopåtagning gennem højere lånegrænser. Det forhold, at ledelserne i mange tilfælde havde vækstønsker, bidrog selvfølgelig til udviklingen, men selv uden sådanne vækstønsker synes det logisk for et realkreditinstituts ledelse i en sådan situation med en hastigt voksende pengekasse, som ikke tilhørte nogen, at udlodde en del af den gennem øget risikovillighed og fastholdte bidrag. Der var i begyndelsen af 1980'erne fuld klarhed hos realkreditinstitutternes ledelser med hensyn til, at den primære drift ikke kunne forventes at give overskud, således at det klogeste ud fra en formuemaksimerings-synsvinkel ville have været at blive et afviklingsinstitut.

Det andet problem var, at realkreditinstitutterne som følge af mange års udlånsrestriktioner kun havde begrænset erfaring med hensyn til at yde den mere risikable kredit. Dette forhold, kombineret med mange års inflation, medvirkede antagelig til at få ledelserne til at undervurdere risikoen ved at øge udlånsgrænserne.

Man skal dog passe på ikke at overvurdere omfanget af krisen i realkreditsektoren i sidste halvdel af 80'erne. Tabene kunne bæres af reserverne uden anvendelse af det solidariske ansvar. Krisen skyldtes flere forhold:

- En lavkonjunktur kombineret med en kraftig nedgang i inflationen, som påvirkede både realkreditinstitutter og pengeinstitutter.
- For stor udlånsvillighed i realkrediten, som dels skyldtes den manglende profitmålsætning, dels manglende „konjunkturfaringer“ i en sektor, der ikke rigtig havde prøvet at yde mere yderligt liggende lån.

Det må derfor konkluderes, at nok kom realkreditsektoren – de mere sikre udlånsformer taget i betragtning – til at bære en forholds-mæssig stor andel af de samlede lånetab, men også den øvrige del af den finansielle sektor havde meget betydelige lånetab.

De historiske tabserfaringer har givetvis bidraget til, at realkreditinstitutterne nu fører en mere hensigtsmæssig udlånspolitik, hvor målsætningen i højere grad er langsigtet indtjening og i mindre grad markedsandelsambitioner. På den anden side er menneskets hukommelse kort, og der kommer desuden hele tiden nye mennesker til. Udviklingen til det bedre må derfor støttes og konsolideres med en hensigtsmæssig organisationsstruktur for realkreditinstitutter, hvis man vil undgå, at fortidens ulykker gentager sig i fremtiden.

Men som allerede påpeget, er væsentlige dele af den nuværende realkreditsektor karakteriseret ved en overordentlig uhensigtsmæssig organisations- og ejerstruktur, nemlig de aktieselskaber, der har erstattet de store gamle kreditforeninger.

Disse tidligere kreditforeninger er nu formelt låntagerstyrede aktieselskaber, men uden at låntagerne har legale muligheder for at varetage de nuværende låntageres interesser, og uden at de har nogen interesse i at varetage aktionærernes interesser. Låntagernes engagement i realkreditaktieselskabets virksomhed bliver derfor helt naturligt ganske beskeden, og det er ganske uklart hvilke hensyn, de vil tilstræbe at tilgodese.

Sådanne aktieselskaber bliver derfor meget let ledelsesstyrede. Desuden udsættes de ikke for performancekrav i samme grad som f.eks. et børsnoteret aktieselskab.

En hovedopgave, hvis man vil have en robust og velfungerende

reakreditsektor fremover, er derfor at få fastlagt en langt mere klar juridisk organisationsstruktur og ansvarsstruktur for disse aktieselskaber.

Derudover kan man gøre sig nogle overvejelser om, hvordan realkreditsektoren i øvrigt vil udvikle sig fremover, og hvilke udfordringer, den vil komme til at stå overfor. I de følgende afsnit argumenteres for, at realkreditens domæne også fremover vil være „sikre“ udlån, og at det ikke er at forvente, at realkreditsektoren i væsentligt omfang vil løse et behov for tilførsel af risikovillig kapital. Videre må antages, at den personlige kreditvurdering, som nu supplerer „murstensvurderingen“, er kommet for at blive og formentlig vil blive yderligere udbygget. Endelig er der afslutningsvis nogle betragtninger om konkurrencens afgørende betydning som disciplinerende faktor og om de problemer, som en effektiv konkurrence ikke er i stand til at løse.

#### 14.1. DIFFERENTIERET PRISFASTSÆTTELSE ELLER RATIONERING

Når man står overfor risikable udlån, er der to muligheder. Den ene er at finde modeller til differentiering af rentefastsættelsen i overensstemmelse med risikoen, eller evt. maskerede subsidier, f.eks. i form af offentlige garantier, så andre reelt betaler for risikoen. Den anden mulighed er at bortrationere de risikable udlån, således at risikable låntagere reelt udelukkes fra det pågældende lånemarked.

Selv om der i perioder har været flere prioritetsklasser, har realkreditinstitutternes historie været præget af en rationeringstankegang. Det var ikke i de eksisterende låntageres interesse at få nye låntagere med større risiko ind i den serie, som var omfattet af deres solidariske ansvar.

Dette er et fundamentalt problem ved alle medlemsstyrede organisationer, hvor det økonomiske resultat skal deles. Har man en medarbejderejet virksomhed, hvor overskuddet deles, vil det ikke være i de nuværende medarbejders interesse at ansætte nye medarbejdere, hvis disse medarbejdere bidrager med mindre end gennemsnittet af, hvad de nuværende medarbejdere bidrager med.

Når man ser på den historiske udvikling, må det konstateres, at realkreditinstitutterne ikke har løst noget væsentligt problem m.h.t. tilførsel af risikovillig kapital. Tværtimod har de været ekstremt risi-

koaverse, indtil de i 70'erne fik opbygget en pengetank i form af frie og serieubundne reserver.

For god ordens skyld skal det tilføjes, at andre finansieringsinstitutioner heller ikke har været særligt gode til at differentiere renten efter risikoen, men i stedet også har valgt at rationere kreditten. Dette skyldes dog typisk andre årsager. For det første vil det af offentligheden være svært at acceptere, at eksempelvis et pengeinstitut tager en meget høj rente for et lån til en kunde med meget høj risiko (herunder også f.eks. en kunde, der er i økonomiske vanskeligheder). Dernæst er al långivning præget af ufuldstændig information om kundens reelle økonomiske forhold, og høje rentesatser vil i særlig grad tiltrække kunder med særligt dårlige økonomiske forhold, medens de bedre kunder vil gå et andet sted hen. Det kan derfor simpelthen ikke betale sig for f.eks. et pengeinstitut at beregne sig en høj rente for risikable udlån; det er optimalt for pengeinstituttet i stedet at rationere kreditten.

Også kreditforeningerne ville have stået overfor dette problem, hvis de havde haft mange risikoklasser. Lån op til eksempelvis 50% af vurderingen ville have kunnet ydes stort set risikofrit til alle låntagere, der var villige til at optage et lån. Men alle efterfølgende risikoklasser ville blive domineret af låntagere, der var mere risikable end gennemsnittet (for dem, der ønskede det pågældende låneomfang), medens de gode låntagere ville finde alternative måder at finansiere deres faste ejendom på, i det omfang de ønskede belåning ud over 50% af vurderingen. Risikopræmien ville derfor blive meget høj. Der findes ikke nogen god „markedsløsning“ på dette problem.

Det ville derfor ikke have været nogen enkel sag for eksempelvis kreditforeningerne at tilføre yderligere risikovillig kapital. Dels havde de nuværende låntagere ingen interesse heri, tværtimod, dels havde man stået overfor det skitserede „selvvalgsproblem“, som indebærer, at det i særlig grad ville være særligt dårlige låntagere, der ville benytte sig af tilbuddet.

Dette er også en tænkelig årsag til, at der kan være utilstrækkelig udbud af risikovillig kapital til erhvervslivet. Et sådant problem løses imidlertid næppe med offentlige subsidier. Der er ingen garanti for, at de offentlige støttemidler går til de „rigtige“ låntagere.

Omvendt gælder det, at lån indtil 40-50% af vurderingen må betragtes som stort set risikofrie. Hovedmålsætningen må derfor være at få så varieret et tilbud som muligt (løbetider, tidsprofiler, rentesatser etc.) udbudt til så lave omkostninger som muligt. Kikker man

fremover og tager den teknologiske udvikling i betragtning, må det forventes, at sådanne lån i fremtiden vil blive udbudt i noget, der minder om en „selvbetjeningsbutik“.

## 14.2. MURSTEN ELLER PERSONER

Realkreditlån er lån med sikkerhed i mursten. Allerede i den allerførste kreditforening tog man dog låntagers økonomiske forhold i betragtning, dog med omvendt fortegn, idet det ikke var meningen, at dette lånetilbud først og fremmest skulle benyttes af de økonomisk bedre stillede.

I en meget lang periode har realkreditlån imidlertid været lån med sikkerhed i mursten, uden at der indgik nogen personlig kreditvurdering af låntageren.

På det seneste er realkreditinstitutterne imidlertid igen begyndt at lade en personlig kreditvurdering indgå i deres långivningsbeslutning. Det indebærer bl.a., at konkrete handler med fast ejendom ikke har kunnet gennemføres, hvis køberen ikke kunne godkendes af et realkreditinstitut.

Der er en almindelig tendens til at gå over til mere standardiserede og automatiserede kreditvurderingsprocedurer, bl.a. baseret på de finansielle institutioners statistik over debitorers betalingsevne og -villighed, samt disses eventuelle registrering i offentligt tilgængelige skyldnerkartoteker. Det må derfor forventes, at det i fremtiden vil være standardrutine, at der også ved realkreditlån gennemføres en simpel personlig kreditvurdering. Til gengæld må det forventes, at det i fremtiden bliver endnu lettere, hurtigere og billigere at optage realkreditlån op til f.eks. 40% af ejendomsvurderingen.

Den tid, hvor realkreditlån ydes ene og alene med sikkerhed i mursten, må derfor anses for endeligt forbi. Tværtimod kan man teoretisk forestille sig, at realkreditlån en gang i fremtiden vil blive opdelt i klasser efter objektive karakteristika hos låntager, præcis som eksempelvis bilforsikringspræmier kan afhænge af forsikringstagerens køn og alder. Sådanne objektive kriterier reducerer det problem, at når der er fri adgang for låntagere, får man en tilstrømning af særligt dårlige låntagere, når der udbydes mere risikovillige lån. Denne tilstrømning gør, at renten bliver meget høj også for de ikke dårlige låntagere. Sådanne objektive kriterier kan derfor bidrage til, at markedsmekanismen kommer til at fungere bedre.

### 14.3. KONKURRENCE SOM DISCIPLINMIDDEL

I et ideelt finansielt marked afhænger den enkeltes lånemuligheder og den rente, han skal betale, af den pågældendes egne økonomiske forhold og egne risikoforhold og ikke af en kollektiv vurdering af en gruppe, som den pågældende er medlem af. Således fungerer de faktiske kreditmarkeder imidlertid ikke. Alle placeres i klasser og grupper, når der skal foretages kreditvurdering. Derved bliver kreditvurderingen ufuldkommen. Ufuldstændig information om den enkelte låntager bevirker, at markedsløsningen i et vist omfang bliver rationering frem for en differentieret rentefastsættelse.

Det forhold, at markedet for risikobehæftede udlån er ufuldkomment, bevirker derfor uundgåeligt, at en række låntagere enten nægtes kredit eller henvises til at betale „overpriser“ på et mere gråt kreditmarked.

Når det drejer sig om „sikre“ udlån, er problemerne langt mindre. I et effektivt kreditmarked skal forskellen mellem den rente, långiver modtager, og den rente, låntager betaler, være så lille som mulig. Denne margin er lav i realkreditsektoren, og ved lavere administrationsomkostninger og mere effektiv kreditvurdering må det forventes, at den fremover vil blive presset endnu længere ned.

Det kan hævdes, at låntagers flytteomkostninger hæmmer den effektive konkurrence. Dette er dog næppe et stort problem i praksis, da realkreditinstitutter, der vil blive på markedet, vil have et klart incitament til at ekspandere for at sikre lave administrationsomkostninger pr. udlånt krone.

Risikoen er faktisk større for, at konkurrencen går over gevind, da de gamle kreditforeninger efter deres omdannelse er ejet af store ejerløse, men låntagerdominerede pengekasser. Da der ikke stilles et markedsmæssigt afkastkrav til disse pengekasser, er der intet i vejen for, at de kan subsidiere kreditforeningernes långivning ved at presse rentemarginalen ned på et niveau, der er „for lavt“ i forhold til de reelle administrationsomkostninger og den reelle tabsrisiko. Derved kan de gøre det meget dyrt for nye långivere at komme ind på markedet. Denne fordel kommer oven i den „helt normale“ volumenfordel, de i forvejen som de første på markedet har, og som gør det dyrt for nye markedsdeltagere at trænge ind på markedet.

En af de finansielle markeders fornemste opgaver er som disciplinmiddel over for ledelsen at stille performancekrav til virksom-

heden. Dette performancekrav savnes imidlertid hos dele af realkreditsektoren. Derved får de pågældende ledelser og fonde/foreninger naturligvis større frihedsgrader. Kreditforeningsledelsernes øgede frihedsgrader kom allerede ved overgangen fra seriereservefonde til generelle reservefonde i 70'erne. Allerede da blev performancekravet stærkt reduceret. Det er en udbredt opfattelse, at det var en af årsagerne til den efterfølgende store krediteksponering og de senere store tab.

At kapitalen var ejerløs, bevirkede også, at politikerne i et vist omfang betragtede den som en del af den offentlige sektor. Realkreditinstitutionerne er derfor på forskellige måder blevet underkastet restriktioner som led i finanspolitikkenes udformninger. Omvendt er realkreditinstitutionernes midler i andre situationer blevet anvendt til at løse et „offentligt finansieringsproblem“, eksempelvis ved at bidrage til løsningen af økonomiske problemer i den almennyttige boligsektor.

Kikker man fremover, vil en ejerløs egenkapital ikke alene kunne anvendes til at subsidiere rentemarginalen, men også til at subsidiere indtrængningen på nye aktivitetsområder.

#### 14.4. REGULERINGSMYNDIGHEDERNES VISDOM

Man kan afslutningsvis spørge, hvor meget de politiske reguleringsmyndigheder har lært af 200 års erfaringer. Svaret er noget, men ikke så forfærdelig meget.

De politiske myndigheder har klart medvirket til, at man fik landsdækkende enhedsinstitutioner og dermed øget konkurrence, større risikospredning og lavere administrationsomkostninger pr. udlånt krone. Dette må betragtes som en væsentlig positiv ændring i sektorens virkemåde.

De politiske myndigheder indså vel også det solidariske ansvars begrænsede betydning for låneomkostninger og -muligheder, samtidig med at det hæmmede mulighederne for at træffe langsigtede dispositioner, der rakte udover de nuværende låntageres interessehorisont; kreditforeningen i sin oprindelige udformning var jo i virkeligheden en forening, der skulle opløses igen. Men det lykkedes ikke for de politiske myndigheder at sætte noget i stedet for den kontrol med og det ansvar for kreditforeningen, som låntagerne oprindeligt udøvede. Derfor blev kreditforeningerne samtidig med, at de pga.

gunstige skatteregler fik lov til at vokse sig meget store, meget frit svævende i det økonomiske system.

Det lykkedes heller aldrig at få kreditforeningerne til at løse den væsentlige opgave, der hedder tilførsel af risikovillig kapital – bortset fra en kort og helt utilsigtet „overbelåningsperiode“ i 1980'erne. Realkreditforeningerne var og forblev meget risikomodvillige. Den opgave, realkreditinstitutterne løste i 200 år, var derfor den simple og helt sikre udlåning; en opgave, der sikkert kunne være løst på mange andre måder og uden større vanskeligheder, hvis ikke kreditforeningerne havde gjort det.

I virkeligheden kan man spørge, om kreditforeningstankens væsentlige bidrag ikke var på opsparringssiden i stedet for på långivningssiden, som var formålet med deres oprettelse. Kreditforeningernes måde at finansiere fast ejendom på skabte et stort obligationsmarked og dermed et særdeles velfungerende marked for placering af privat opsparing. Denne placeringsmulighed kan tænkes at have stimuleret den private opsparing og kan tænkes at have bidraget til en mindre rentemarginal, end man ellers ville have haft.

Desuden har obligationsfinansieringen bevirket, at prisen på at finansiere fast ejendom blev dannet på et egentligt gennemsigtigt børsmarked og ikke institutionelt bestemt, selv om også institutioner i det lange løb er underkastet markedskræfterne fra udbud og efterspørgsel.

Obligationsmarkedets store betydning som finansiel placeringssted ses eksempelvis af, at danske pengeinstitutter typisk har større obligationsbeholdninger end pengeinstitutter i andre lande, samt af at de danske pensionskasser typisk har en større andel af formuen placeret i obligationer, end pensionskasser i andre lande har.



# 15. KONKLUSION

---

## 15.1. REALKREDITTANKEN

Det første danske realkreditinstitut blev grundlagt for 200 år siden. Siden da har institutionerne ændret sig så meget, at det eneste, der er forblevet uændret, er princippet med *finansiering af lån ved udstedelse af omsætningsobligationer*. Det er end ikke nødvendigt, at det er fast ejendom. Skibskreditlån finansieret med obligationer adskiller sig ikke væsentligt fra boliglån finansieret med obligationer. Denne model med obligationsudstedelse vil uden tvivl fortsætte med at spille en rolle. Men ellers er stort set alt, hvad der i årenes løb har været udpeget som de bærende principper, blevet ændret. Går vi blot 30 år tilbage, var opfattelsen en helt anden. Der talte man om kreditforeningstanken og fremhævede ud over obligationsudstedelsen nedenstående grundsten:

- Låntagerdemokratiet (foreningstanken).
- Det solidariske ansvar.
- Balanceprincippet.
- Uopsigeligheden over for debitor.
- Den faste rente.
- Pant i fast ejendom.

For så vidt angår *låntagerdemokratiet* har der historisk set både været låntagerdominerede og kreditordominerede realkreditinstitutter, ligesom nogle fra starten har haft begge grupper repræsenterede, således som hovedreglen er i dag. Derudover har der siden 1959 været selvejende reallånefonde uden låntagerindflydelse og siden 1989 mulighed for realkreditaktieselskaber. I dag er låntagerdemokratiet og foreningstankegangen hastigt ved at forsvinde. Ved afskaffelsen af udbetaling af seriereservefonde på nyudlån i begyndelsen af 70'erne mindskede man låntagernes interesse i demokratiet, og omdannelsen af de gamle kreditforeninger til aktieselskaber vil yderligere forstærke denne udvikling. I realkreditlovgivningen har man – uvist af

hvilken grund – søgt at holde fast i låntagerdemokratimodellen, men det må formodes kun at være et spørgsmål om tid, før denne rest falder væk, således som det i øvrigt skete fuldstændigt problemløst i sparekassesektoren, hvor den overvejende del af sektoren også blev omdannet til aktieselskaber. Selve det forhold, at det nu er forbudt at oprette nye kreditforeninger, understreger med al ønskelig tydelighed, at modellen er konstateret forældet.

For så vidt angår *det solidariske ansvar* er det nu endelig ved at blive afviklet. Denne konstruktion har kun sin berettigelse i samfund med utilstrækkeligt udviklede kapitalmarkeder.

For så vidt angår *balanceprincippet* overlever det stadig, men det er mere som en risikostyringsmodel end som et ufravigeligt princip. Man begyndte så småt at pille ved princippet, da man begyndte at yde 4-terminers lån finansieret med 2-terminers obligationer i 1970'erne, og i den nuværende realkreditlov er der så småt åbnet yderligere muligheder for fravigelse for at øge mulighederne for produktudvikling, omend de endnu er ganske utilstrækkelige. Sandsynligheden taler for, at realkreditinstitutterne på lidt længere sigt vil få tilladelse til større afvigelser fra balanceprincippet, blot de har en tilfredsstillende totalrisikostyringsmodel, jf. i øvrigt det store arbejde, der er gjort i pengeinstitutsektoren i de senere år i forbindelse med opgørelse af risiko.

For så vidt angår *uopsigeligheden og den faste rente* er disse betingelser ikke nødvendige. Der er intet i vejen for, at realkredit kan operere med både opsigelighed og variabel rente, jf. i øvrigt at den første kreditforening opererede med opsigelighed.

Sagt med andre ord: kreditforeningstanken er reelt død, og resterne overlever kun af rent historiske grunde. Som Karl Marx udtrykte det i anden sammenhæng:

*„Traditionen fra de døde slægtled  
hviler som en mare på de levendes hjerner.“*

## 15.2. KREDITFORENINGSTANKEN

Kreditforeningerne forstås bedst som en del af den kooperative bevægelse, som i stort omfang kom til at dominere Danmark specielt i den sidste halvdel af det 19. århundrede. Den kooperative model er et muligt alternativ til markedsøkonomi. Dens eksistensberettigelse

var først og fremmest forskellige ufuldkommenheder i markedøkonomien, som udviklingen siden da har mindsket i betydeligt omfang. Blandt disse ufuldkommenheder må specielt fremhæves monopolproblemer, informationsproblemer, kontraktproblemer og kontrolproblemer.

For så vidt angår kreditforeningerne var deres fordel i forhold til eksempelvis obligationsudstedende realkreditaktieselskaber, at kreditmarkederne var præget af lokale monopoler og manglen på et finanstilsyn. I den situation var det logisk, at den kooperative model havde betydelige fordele frem for en aktieselskabsmodel. Obligationsskøbere ville være endnu mere usikre over for et realkreditaktieselskab, end de som indskydere var over for banker, fordi indskyderne har lettere ved at stoppe en bank, idet de kan hæve deres penge.

Det er naturligt, at der i takt med samfundets udvikling, herunder overgangen fra naturalieøkonomi til pengeøkonomi, var betydelige fordele ved finansielle „mellemænd“. Så det er logisk og forståeligt, at sparekasser og kreditforeninger, der hver for sig er udtryk for den kooperative model, fik meget stor gennemslagskraft i sidste halvdel af det 19. århundrede.

Det er i den forbindelse værd at fremhæve, at man – lidt groft – kan opdele den kooperative bevægelse i to dele:

- Kooperationer, hvis eneste opgave er at varetage de til enhver tid værende medlemmers interesser bedst muligt.
- Kooperationer med en mere idealistisk målsætning, som også tænker på fremtidige medlemmer og overhovedet tager mere brede samfundsmæssige hensyn.

Denne opdeling er selvfølgelig grov. Der er flydende overgange, ligesom organisationerne ændrede sig over tiden og iøvrigt sjældent havde en helt klar målsætning. Ikke desto mindre er der en principiel forskel. Den allerførste kreditforening – Kreditkassen for Husejerne i København – tilhørte den anden gruppe, ligesom iøvrigt sparekasserne og brugsforeningsbevægelsen. Initiativet til Kreditkassen blev i høj grad taget af långivere, og det var dem, der styrede den, men den skulle først og fremmest gavne låntagerne. Virksomhedens ophobede overskud skulle ikke tilfalde obligationsejerne, men blev til en ejerløs pengekasse, som så kunne danne grundlag for yderligere udlån.

Det samme gjorde sig gældende i den senere sparekassebevægelse, hvor samfundssindede borgere stillede en risikovillig kapital til rådighed, der muliggjorde opbygning af en ejerløs formue, nemlig sparekassernes egenkapital. For sparekassernes vedkommende skete det i høj grad i sidste halvdel af det 19. århundrede, hvor aktieselskabsformen var slået igennem, dvs. man havde en konstruktion, hvor tilvejebringere af den risikovillige kapital fik overskuddet. Der var i sparekasserne ikke noget princip om, at overskuddet skulle udloddes helt og fuldt til kunderne.

For så vidt angår de efter 1849 stiftede kreditforeninger, var der tale om den rene „egoismemodell“. Målsætningen for foreningen var at varetage de til enhver tid værende medlemmers interesser, og der skulle ikke opbygges nogen selvstændig foreningsformue. Formuen – reservefonden – tilhørte medlemmerne. Foreningerne mindede i målsætning mest af alt om investeringsforeninger i dag.

Det er imidlertid langt fra problemløst at få sådanne foreninger til at fungere. Problemerne opstår først og fremmest, fordi medlemmerne ikke har fuldstændig ens interesser. Det gav sig udslag i opbygning af et ganske stort antal kredit- og hypotekforeninger, som hver specialiserede sig i et bestemt segment af markedet. Det vanskeliggjorde dannelsen af landsdækkende, generelle kreditforeninger, der ydede enhedslån.

Resultatet var for det første, at det øgede administrationsomkostningerne, fordi de fleste låntagere skulle have lån flere steder, og for det andet, at der ikke opnåedes en optimal risikospredning. I 30'ernes krise førte denne kraftige specialisering af gode grunde til vanskeligheder for landhypotekforeningerne, der havde specialiseret sig i udlån til den mest kriseramte branche og ydede de mest risikable lån. Derudover var det vanskeligt overhovedet at få kredit- og hypotekforeningerne til at påtage sig udlånsrisici af betydning.

Problemet minder lidt om den såkaldte insider/outsidermodel på arbejdsmarkedet, hvor de personer, der har arbejde, i deres lønkravspolitik ikke tager hensyn til det mindretal, der ikke har arbejde. De bestemmende medlemmer havde fået lån, og de potentielle medlemmer, der ville have lån, havde ikke stemmeret. En sådan foreningsmodel fører let til passivitet og underinvesteringer. Problemet er også velkendt i andelsslagterierne, hvor medlemmernes pres for at få udbetalt højst mulige afregningspriser gør det vanskeligt for andelsslagterierne at foretage en hensigtsmæssig konsolidering og optimale investeringer i nye anlæg. Problemstillingen kendes ligeledes –

blot med modsat fortegn – fra kommunerne. Hvis ikke der var et forbud mod kommuners gældstiftelse, ville det kommunale demokrati let føre til, at der blev flertal for afholdelse af store udgifter finansieret med gæld, så finansieringsbyrden faldt på næste generation. Det er vanskeligt i en forening at opnå samme mangel på interessekonflikt, som der typisk vil gælde for aktionærer i et aktieselskab.

Kreditforeningerne ændrede dog model hen ad vejen. Det skyldes, at de til enhver tid siddende ledelser kunne se nogle fordele ved, at kreditforeningerne opbyggede en „ufordelt“ foreningsformue. Der er næppe grund til at tro, at der var noget ønske herom fra medlemside. Der var dog tale om en meget langsom udvikling. Et virkeligt dramatisk skift skete først i forbindelse med realkreditreformen i 1970, hvor kreditforeningerne kort tid herefter stoppede systemet med udlodning af reservefonde i forbindelse med alle nyudlån. Man kan næppe afvise, at denne udvikling først og fremmest var mulig, fordi medlemsdemokratiet ikke fungerede særlig godt. Medlemmerne var næppe så involveret i beslutningsprocessen, som det principielt kunne ønskes.

Det er vanskeligt at vurdere, om denne udvikling i retning af opbygning af ejerløse pengekasser i kreditforeningerne var samfundsmæssig hensigtsmæssig eller ej. På den ene side er det let at se nogle fordele ved en sådan udvikling, der bl.a. mindskede sandsynligheden for, at det solidariske ansvar nogen sinde skulle blive gjort gældende, idet man nu havde en generalreservefond at tage af, og gjorde det muligt for kreditforeningerne at være mere langsigtede i deres forretningsmæssige overvejelser. På den anden side var der også en række problemer herved. For det første mindskedes incitamentet for medlemmerne til at øve indflydelse på kreditforeningernes styrelse. Når medlemmerne ikke fik reservefondsmidlerne tilbage, kunne de principielt være ligeglade med, om foreningen var effektiv eller ej, blot det ikke gik så galt, at foreningen måtte gøre brug af det solidariske ansvar. For det andet opbyggede kreditforeningerne en formue uden ejer, som staten så i et vist omfang begyndte at betragte som en del af den offentlige sektor, jf. f.eks. at staten i slutningen af 70'erne modsatte sig, at BRF undlod at opkræve indskud og bidrag, idet det ville føre til øget forbrug. Der er nok heller ikke nogen tvivl om, at da dele af det almenyttige byggeri i begyndelsen af 80'erne kom ud i en krise, så gik det lettere med at overtale kreditforeningerne til at bidrage med ikke ubetydelige beløb til løsning af problemerne, end tilfældet

ville have været, såfremt kreditforeningerne havde været aktieselskaber, eller såfremt reservefondene 100% havde tilhørt medlemmerne.

Elimineringen af et reelt medlemsdemokrati, uden at der kom en anden „kontrolinstans“ i stedet, indebar øgede frihedsgrader for ledelsen og medvirkede utvivlsomt til, at kreditforeningernes ledelser kom til at savne en klar målsætning og dermed yderligere fik en fristelse til at satse på ekspansion.

Man skal dog nok være varsom med at drage faste konklusioner vedrørende de to modelleres hensigtsmæssighed. Medlemsdemokratimodellen førte over en meget lang periode til et u hensigtsmæssigt stort antal institutter og til en alt for forsigtig långivning med det resultat, at staten måtte træde til med kreditgivning på forskellig måde, herunder tage initiativ til oprettelsen af reallånefondene. Modellen med store kreditforeninger og lille medlemsindflydelse- og interesse medvirkede antagelig til en for risikovillig politik i 80'erne. Man skal imidlertid være forsigtig i vurderingen af betydningen af det sidste forhold. Kreditforeningstabene i 80'erne var nok betydelige, men medførte dog ikke konkurser i sektoren og havde i øvrigt deres modstykke i banksektoren. De skyldtes i betydelig grad konjunkturerne, kombineret med kreditforeningernes manglende erfaring med risikobehæftede udlån som følge af mange års liv med restriktioner af forskellig art. Rent bortset fra de vitterlige tilfælde af klart forkerte beslutninger, der blev taget, var en væsentlig del af problemet vel nok, at der ikke var tilstrækkelig prisdifferentiering, med en tilstrækkelig høj pris på de mere risikable udlån.

Ingen af modellerne var virkeligt hensigtsmæssige. Som ovenfor nævnt er kreditforeningstanken idag nærmest død, omend man fra lovgivningsside søger at holde liv i den i større omfang, end det egentligt er hensigtsmæssigt, jf. Realkreditlovens regler om indflydelsen i realkreditaktieselskaber skabt ved omdannelse af kreditforeninger og fonde.

### 15.3. KREDITFORENINGERNES BETYDNING

Kreditforeningernes betydning har næppe været så stor, som det ofte antages. For så vidt angår den allerførste kreditforening virkede den kun i København, hvor det direkte kreditmarked mand og mand imellem fungerede bedre end noget andet sted, takket være det store antal långivere og låntagere. Man kan for den sags skyld ikke ude-

lukke, at kreditforeningen i kombination med mindsterenteloven var med til at omfordele for stor en del af opsparingen til investeringsprojekter i København. De virkeligt betydningsfulde investeringer og ejerskifter i disse år fandt sted i landbruget i forbindelse med de store landboreformer, dels udskiftningen, dels starten på fæstegårdenes overgang til selveje. Disse investeringer og ejerskifter skete helt uden kreditforeningshjælp. Det skal dog nævnes, at kreditforeningen, fordi den muliggjorde bedre anbringelse af opsparede midler, end det ellers var muligt, kan have øget opsparingen i nogle år. Denne opgave blev dog efter en forholdsvis kort årrække overtaget af sparekasserne.

Kreditforeningernes virkelige gennembrud kom fra begyndelsen af 1850'erne og fremefter. På dette tidspunkt havde sparekasserne imidlertid fået ganske godt fat i Danmark. De var i hele det 19. århundrede af nogenlunde samme størrelse som kreditforeningerne, hvad enten man ser på indlån eller udlån (sparekasserne havde dog typisk mindre udlån end indlån, fordi en del af midlerne investeredes i stats- og realkreditobligationer eller lå som kassebeholdning). Sparekasserne kunne formelt ikke tilbyde fastforrentede eller uopsigelige lån. I praksis var de dog forholdsvis tæt herpå netop i forrige århundrede. Som følge af de mange lokale monopoler havde den enkelte sparekasse en betydelig frihed i sin rentepolitik; det var for besværligt at tage til en konkurrerende sparekasse i en anden by. Renterne varierede ikke særlig meget over tid i sparekasserne, sammenlignet med bankernes rentepolitik. Hertil kommer, at den sidste halvdel af det 19. århundrede var præget af betydelig rentestabilitet sammenlignet med forholdene i dette århundrede.

Allerede fra begyndelsen af det 20. århundrede var der i Danmark et ganske udbygget finansielt marked, herunder aktiemarked. Bankernes egenkapital, målt i forhold til bruttonationalproduktet, lå på samme niveau som i dag.

Man skal derfor nok være forsigtig med at tilskrive kreditforeningerne den helt store betydning. Alternative institutioner ville have kunnet overtage deres funktioner. Det gælder så meget desto mere, som kreditforeningerne som hovedregel kun påtog sig begrænset risiko og overlod størstedelen af risikoen til andre kreditgivere. Kreditforeningerne havde næsten lige fra starten en meget konservativ kreditvurdering, som følgelig også gav sig udslag i meget små tab. Det var det, der førte til oprettelsen af hypotekforeningerne. Troels Glud skriver:

„På grund af at Østifternes Kreditforening kun ydede Laan til gennemsnitlig ca. 42% af Taxationsværdien, mens det ifølge Loven var muligt at gaa op til 60%, altsaa næsten 50% højere, modnedes Planen om Oprettelsen af en ny specielt københavnsk Forening, som skulle kunne bringe Byggeerhvervet de ønskede og tilsyneladende aabenbare Fordele.“<sup>22</sup>

Men hypotekforeningerne løste ikke problemerne. I dette århundrede har situationen i lange perioder været den, at staten på forskellig måde ydede de yderste lån, først og fremmest på boligmarkedet. Da staten ønskede at trække sig ud af denne långivning, måtte man oprette de såkaldte reallånefonde, heriblandt Byggeriets Realkreditfond, hvor initiativtagerne blandt andet var det offentlige og landets banker. Disse institutter skulle kun yde lån op til den maksimale lånegrænse, som hypotekforeningerne i forvejen havde, nemlig 75%. At det var nødvendigt at oprette disse reallånefonde understreger klart, at kredit- og hypotekforeningerne ikke var gode til at udfylde deres rolle. Forsigtigheden var alt for stor. Som det udtrykkes diplomatisk af Realkreditkommissionen af 1966:

„Hidtil har kredit- og hypotekforeningerne til de fleste arter af ejendomme tilsammen kunnet yde lån inden for en lånegrænse på 75% af pantets værdi... I praksis har kredit- og hypotekforeningernes långivning dog ligget på et noget lavere niveau.“<sup>23</sup>

Kreditforeningernes overlevelse til i dag er vel i betydeligt omfang udtryk for institutioners inert. Kreditforeningerne var først på banen og „hjemmebanefordelen“ gør så, at de, hvis de i øvrigt blot er nogenlunde konkurrencedygtige, vil beholde markedet.

Det samme gør sig i øvrigt gældende for kreditforeningernes produkter. Det er f.eks. bemærkelsesværdigt, at Danmark ikke i større omfang har haft held til at „eksportere“ produktet, end ikke den faste rente. Hvor danske husejere sværger til fastforrentede lån, har f.eks. englænderne en tilsvarende præference for variabelt forrentede lån. Alt taler for, at der er en meget høj grad af vane i præferencerne på låneområdet.

<sup>22</sup> Troels Glud: Kreditforeningsinstitutionen i Danmark. København 1951.

<sup>23</sup> Betænkning afgivet af Realkreditkommissionen 1970, p. 10.



## 15.4. REALKREDITTEN NU OG I FREMTIDEN

Hvis man retter blikket fremad, er der vel for realkreditinstitutterne følgende forhold, der specielt påkalder sig interesse:

1. Realkreditloven er stadig præget af inertie med en række begrænsninger, som hverken er nødvendige eller meningsfulde, når realkreditinstitutterne er aktieselskaber. Der er f.eks. ikke nogen grund til, at realkreditlån ikke skulle kunne være afdragsfri i en vis periode, f.eks. 10 år. I takt med, at befolkningen i stadigt stigende omfang har pensionsordninger, er der ikke i samme grad et nødvendigt ønske om at få afbetalt gælden inden pensioneringen. De nuværende krav om afdrag fører blot til, at ejendommene oftere skal omprioriteres. De sikkerhedsmæssige følger af en ændret afdragsprofil er udelukkende et spørgsmål om de reservekrav, der stilles til realkrediten. Realkrediten har qua disse begrænsninger en ulempe i forhold til pengeinstitutterne. På samme måde er der ikke nogen grund til, at lån skal afdrages over maksimalt 30 år. Denne tidsgrænse kom ind som følge af Kurt Hansen-udvalgets overvejelser<sup>24</sup> i slutningen af 60'erne ud fra et ønske om „at skabe ligevægt på obligationsmarkedet“, men før da levede realkrediten lykkeligt med løbetider på 50, 60 og 75 år.
2. Man har i lovgivningen ikke i tilstrækkeligt omfang taget hensyn til risikoen for, at et realkreditinstitut går fallit. Det er nødvendigt, dels som følge af afskaffelsen af det solidariske ansvar, dels som følge af, at statens muligheder for støtteindgreb formentlig er stadig faldende som følge af EU-samarbejdet. Løsningen er antagelig at afskaffe muligheden for at indfri realkreditgæld med obligationer og erstatte den med indfrielse på grundlag af en af rentestrukturen beregnet nutidsværdi af de fremtidige ydelser på lånet.
3. Man har i lovgivningen lagt store begrænsninger på mulighederne for produktudvikling gennem et stadigt meget snævert balanceprincip. Med dagens risikostyringsmodeller skulle der

<sup>24</sup> Betænkning 541:  
Redegørelse fra udvalget vedrørende obligationsmarkedets forhold.

ikke være noget i vejen for tilladelse til større afvigelser. Det vil le også muliggøre det for kreditforeningerne at klare sig med et færre antal obligationsserier, end vi har i dag, samt at fjerne den investorusikkerhed om obligationernes fremtidige cashflows, som der gælder i dag takket være systemet med obligationsserier, der er åbne i flere år, hvor cashflowets udseende bliver bestemt af lånetilgangen i de kommende år.

4. Man har skabt et uhensigtsmæssigt tungt system rent tinglysningsmæssigt. Det ville være lettere, hvis der var mulighed for tinglysning af et ejerpantebrev, der eventuelt var større end lånet, således at senere omprioritering af ejendommen kunne ske uden yderligere tinglysning med deraf følgende omkostninger.
5. Overgangen fra kreditforeningsmodellen til aktieselskabsmodellen er endnu ikke løst tilfredsstillende. Reglerne vil gøre det vanskeligt for de „gamle“ realkreditinstitutter at indgå i fusioner, hvis det skulle være ønskeligt, ligesom kontrolmekanismerne ikke fungerer optimalt; det er uklart, hvad målsætningen for de bag de omdannede institutter liggende fonde egentlig er. I den forbindelse skal nævnes, at det samfundsmæssigt selvfølgelig ikke vil være hensigtsmæssigt, hvis disse institutter skulle finde på at drive realkreditvirksomhed med tab på den primære drift takket være forrentningen af en ejerløs pengekasse. Med et rimeligt højt realrenteniveau som i dag er det i hvert fald en teoretisk mulighed. Ligeledes er det samfundsmæssigt uhensigtsmæssigt, om den ejerløse pengekasse ved at stille sig tilfreds med et lavt afkast anvendes til at subsidiere indtrængningen på nye aktivitetsområder. Problemet er selvfølgelig, at noget sådant aldrig vil kunne hverken bevises eller afvises.
6. Kreditforeningernes vigtigste produkt, den konverterbare obligation, der udbydes til en kurs tæt på 100, resulterer i betydelige transaktionsomkostninger som følge af konverteringer. Årsagen hertil er dels skatteregler, dels træghed i tilpasningen. Konverteringsadgangen har samfundsmæssigt vurderet ingen væsentlige fordele og kan hensigtsmæssigt erstattes af andre og samfundsmæssigt billigere former for rentetilpasning.

7. Det må forventes, at den institutionelle inerti, der historisk har præget det danske finansielle marked, fremover vil komme under stigende pres fra konkurrencen fra integrationen af de internationale finansielle markeder. Ikke-subsidierede institutioner vil skulle kunne overleve på markedets vilkår.

# LITTERATUR

---

ANDERSEN, ERNST: *Kreditkassen for Husejerne i København*. Festskrift i anledning af foreningens 150 års jubilæum. København 1947.

ANDERSEN, P. NYBOE: *Laanerenten*. København 1947.

ARUP, ERIK: *Creditkassen for Landeiendomme i Østifterne 1866-1916*. København 1916.

BAASTRUP, EILER I. OG JACK WESTERGAARD: *Værdifaste Kapitalanbringelser – Det Baastrupske System*. København 1937.

BAGER, TORBEN: *Andelsorganisering – En analyse af danske andelsorganisationers udviklingsprocesser. Bind I*. Sydjysk Universitetsforlag, Esbjerg 1992.

BAGER, TORBEN: *Organisations in sectors. Bind II*. Sydjysk Universitetsforlag, Esbjerg 1992.

BINDSLEV, VALD.: *Kreditforeningen af Grundejere i København og Omegn. Attende Marts 1882-1907*. Jubilæumsskrift. København 1907.

BOLIGMINISTERIET: *Redegørelse fra det af Boligministeriet nedsatte udvalg vedrørende realkreditens amortisationstid*. København 1965.

BURE, KRISTJAN (RED.): *Den Vest- og Sønderjydske Kreditforening. Hundrede år. 28. september 1860-1960*. Ringkjøbing 1960.

CLAUSEN, SVEN: *Kreditforeningsforhold I-II*. København 1934.

COHN, EINAR: *Privatbanken i København gennem Hundrede Aar. 1857-1957. Jubilæumsskrift. København. I. halvbind 1957. II. halvbind 1958.*

DANMARKS STATISTIK: *Kreditmarkedsstatistik. Statistiske Undersøgelser Nr. 24. Danmarks Statistik. København 1969.*

DANMARKS STATISTIK: *Nationalregnskab, offentlige finanser og betalingsbalance. Statistiske efterretninger 1996:9 og 1996:12. København 1996.*

DANMARKS STATISTIK: *Statistisk Årbog 1996. København 1996.*

EGGERS, PROFESSOR: *Den kgl. Creditkasse. Udførlig Efterretning om Creditkassen, tilligemed de vedtagne Formularer og andre fornødne Bilag, samt en Forklaring over samtlige af Creditkassen hidtil tilståede Laan. København 1790.*

ERLANG, F.K.: *Den Vest- og Sønderjydske Kreditforening af Landejendomsbesiddere. 28. september 1860-1910. Jubilæums-Festskrift. Ringkjøbing 1910.*

FDB: *FDB 100 år. Jubilæumstidsskrift. Samvirke, 1996.*

FINANSTILSYNET: *Pengeinstitutter m.v. Statistisk materiale. København 1995.*

GJESSING, BO: *Hypotek-Foreningen for Laan mod sekundær Prioritet i faste Ejendomme i København og Omegn 1920-1945. Supplement til 25 Aars jubilæumsskriftet i 1920 med redegørelse for foreningens udvikling i de siden forløbne 25 år. København 1945.*

GROSEN, ANDERS: "Realkreditens balanceprincip og obligationsmarkedet". *Finans/invest 2/93.*

HANSEN, JOHAN FREDERIK (RED.): *Kreditforeningen af Grundejere i De Danske Østifter. Festskrift i anledning af foreningens 50-års jubilæum. København 1901.*

HANSEN, SVEND AAGE OG KNUD ERIK SVENDSEN: *Dansk Pengehistorie. 1700-1914. Danmarks Nationalbank. København 1968.*

HANSEN, SVEND AAGE: *Pengevæsen og kredit 1813-1860*. Skrift i anledning af Kreditforeningen af Grundejere i Fyens Stifts 100-års jubilæum. Forlaget Arnkrone, Odense 1960.

HANSEN, SVEND AAGE: *Økonomisk vækst i Danmark*. Bind I: 1720-1914. Institut for Økonomisk Historie, Københavns Universitet. København 1972.

HANSEN, SVEND AAGE: *Økonomisk vækst i Danmark*. Bind II: 1914-1975. Institut for Økonomisk Historie, Københavns Universitet. København 1977.

HERTEL, H.: *Andelsbevægelsen i Danmark*. Andelsudvalget, København 1917.

HOFFMEYER, ERIK OG ERLING OLSEN: *Dansk Pengehistorie 2. 1914-1960*. Danmarks Nationalbank. København 1968.

JENSEN, HANS: *Creditkassen for Landejendomme i Østifterne 1866-1941*. Skrift i anledning af 75-års jubilæum. København 1941.

JENSEN, SIGURD: *Kreditforeningen af jydsk Landejendomsbesiddere 1851-1951*. Festskrift i anledning af foreningens 100 års jubilæum. Viborg 1951.

JENSEN, THORKEL: *Kreditforeningen af Kommuner i Danmark*. 26. April 1899-1949. Jubilæumsskrift i Anledning af 50-Aars Dagen for Kreditforeningens Stiftelse. Ringkjøbing 1949.

JEPPESSEN, STEEN LETH: *Kapitalmarkedet 1969-1979*. BRF. København 1979.

JEPPESSEN, STEEN LETH: *Kapitalmarkedets udvikling gennem 10 år. 1959-1969*. BRF. København 1969.

JYLLANDS KREDITFORENING: *Festskrift i anledning af Jyllands Kreditforenings 125 års jubilæum*. Viborg 1976.

KRISTENSEN, THORKIL (RED.): *Danske finansieringsproblemer – og realkredit*. Realkreditrådet, november 1974.

- KRISTENSEN, THORKIL (RED.): *Haandbog i Kredit- og Hypotekfor-  
enings Forhold*. Forlaget Arnkroner. Odense 1944.
- LARSEN, HENRIK O.: "Den solidariske hæftelse – indhold, omfang og  
betydning". *Finans/invest* 4/93.
- LUNDE, JENS: "Realkreditbank?". *Finans & Samfund* nr. 11, no-  
vember 1993.
- MØLLER, MICHAEL OG NIELS CHR. NIELSEN: *Realkreditens struk-  
turproblemer og interessekonflikter*. Working Paper 91-2, Institut  
for Finansiering, Handelshøjskolen i København. København  
1991.
- MØLLER, MICHAEL OG NIELS CHR. NIELSEN: "En økonomisk analy-  
se af Københavns kommunes hjemfaldspolitik". *Nationaløkon-  
omisk Tidsskrift*, nr. 2, 1993.
- NØRBY, VIGGO: *Byggeriets Realkreditfond 1959-1984 – baggrund  
og virksomhed*. Byggeriets Realkreditfond. København 1984.
- PEDERSEN, CARLO M.: *Om Broders Huus vorder brent. Købstæder-  
nes Almindelige Brandforsikring gennem to hundrede år*. Køben-  
havn 1961.
- REALKREDITKOMMISSIONEN AF 1966: *Betænkning*. Betænkning nr.  
552. København 1970.
- RUBOW, AXEL: *Nationalbankens Historie 1818-1878*. København  
1918.
- RUBOW, AXEL: *Nationalbankens Historie 1818-1878*. København  
1918.
- THALBITZER, CARL: *Kreditkassen for Husejere i København 1797-  
1922*. Mindeskrift i anledning af Kreditkassens 125 års jubilæum.  
København 1922.
- USSING, C. TH.: *Nationalbanken 1914-1924*. København 1926.







