

Sørensen, Niels Erik

**Working Paper**

## Statens udenlandske låntagning og gæld fra 1959 til 1991: En personlig beretning

Danmarks Nationalbank Working Papers, No. 19

**Provided in Cooperation with:**

Danmarks Nationalbank, Copenhagen

*Suggested Citation:* Sørensen, Niels Erik (2004) : Statens udenlandske låntagning og gæld fra 1959 til 1991: En personlig beretning, Danmarks Nationalbank Working Papers, No. 19, Danmarks Nationalbank, Copenhagen

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/82364>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



DANMARKS  
NATIONALBANK

**DANMARKS NATIONALBANK  
WORKING PAPERS  
2004 • 19**

**Niels Erik Sørensen**

Danmarks Nationalbank

**Statens udenlandske låntagning og  
gæld fra 1959 til 1991  
- en personlig beretning**

Juli 2004

The Working Papers of Danmarks Nationalbank describe research and development, often still ongoing, as a contribution to the professional debate.

The viewpoints and conclusions stated are the responsibility of the individual contributors, and do not necessarily reflect the views of Danmarks Nationalbank.

As a general rule, Working Papers are not translated, but are available in the original language used by the contributor.

Danmarks Nationalbank's Working Papers are published in PDF format at [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk). A free electronic subscription is also available at this Web site.

The subscriber receives an e-mail notification whenever a new Working Paper is published.

Please direct any enquiries to  
Danmarks Nationalbank, Information Desk, Havnegade 5, DK-1093 Copenhagen K  
Denmark  
Tel.: +45 33 63 70 00 (direct) or +45 33 63 63 63  
Fax : +45 33 63 71 03  
E-mail: [info@nationalbanken.dk](mailto:info@nationalbanken.dk)

Nationalbankens Working Papers beskriver forsknings- og udviklingsarbejde, ofte af foreløbig karakter, med henblik på at bidrage til en faglig debat.

Synspunkter og konklusioner står for forfatterens regning og er derfor ikke nødvendigvis udtryk for Nationalbankens holdninger.

Working Papers vil som regel ikke blive oversat, men vil kun foreligge på det sprog, forfatterne har brugt.

Danmarks Nationalbanks Working Papers er tilgængelige på Internettet [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) i pdf-format. På webstedet er det muligt at oprette et gratis elektronisk abonnement, der leverer en e-mail notifikation ved enhver udgivelse af et Working Paper.

Henvendelser kan rettes til :  
Danmarks Nationalbank, Informationssektionen, Havnegade 5, 1093 København K.  
Telefon: 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63  
E-mail: [info@nationalbanken.dk](mailto:info@nationalbanken.dk)

Det er tilladt at kopiere fra Nationalbankens Working Papers - såvel elektronisk som i papirform - forudsat, at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

ISSN (trykt/print) 1602-1185

ISSN (online) 1602-1193

## **Resumé**

Denne beretning omhandler hovedsageligt den danske stats udenlandske låntagning og gældsforvaltning fra 1959 til 1991, hvor Nationalbanken overtog området fra Finansministeriet.

Hovedvægten er lagt på at beskrive de lånepolitiske overvejelser i forskellige perioder.

Niels Erik Sørensen var kontorchef for området fra 1972 til 2001.

## **Abstract**

This paper deals with Danish Government Foreign Borrowing and Debt Administration in the period 1959 to 1991 the Nationalbank succeeded the Ministry of Finance as the administrator.

This paper is not available in English.



**Niels Erik Sørensen**

**Statens udenlandske låntagning og gæld  
fra 1959 til 1991  
- en personlig beretning**

**Indhold**

FORFATTERENS FORORD .....	7
INDLEDNING .....	8
KAPITEL 1: BEGRUNDELSE, LOVGRUNDLAG, ORGANISATION ..	11
1. Begrundelsen .....	11
2. Lovgrundlag .....	15
3. Organisation .....	18
4. Rigsrevisionen .....	22
KAPITEL 2. DANSKE BANKKONSORTIER .....	24
1. Det danske bankkonsortium .....	24
2. Andre danske konsortier .....	30
KAPITEL 3. LÅNTAGNINGEN .....	33
1. Låntagningen i de enkelte år .....	33
2. Foreign Bonds og Eurobonds .....	34
3. SAAB-lån .....	35
4. S sammensatte "valutaer" .....	36
4.1. Units of Account .....	36
4.2. Ecu .....	38
4.3. Andre sammensatte enheder .....	39
5. Den europæiske Investeringsbank (EIB) .....	39
6. Den nordiske Investeringsbank (NIB) .....	40
7. Recyclingfaciliteter .....	40
8. Direkte lån fra olielande .....	40
9. Eurobankkreditter .....	41
10. Reserver af utrukne lån .....	45
11. Floating Rate Notes (FRN) .....	46
12. Samurailån .....	47
13. Warrants og andre optioner .....	47
14. Swaps .....	51

15. Commercial Paper (CP) .....	53
16. EMTN-program.....	54
17. Auktionslån .....	54
18. Tilbud om mindre lån.....	56
19. Strukturerede lån .....	57
20. Ecu-obligationer i København .....	60
21. Euro-kronelån.....	61
22. Statens samlede udenlandske gæld .....	61
KAPITEL 4. FRA KLASSISKE EMISSIONSFORMER TIL BOUGHT DEALS .....	63
KAPITEL 5. ANTAL LÅN, STØRRELSER, LØBETIDER, AFDRAGSFORMER.....	69
1. Antal lån69	
2. Lånestørrelser .....	69
3. Udvikling i løbetider .....	71
4. Afdragsformer .....	72
5. Førtidige indfrielse.....	73
KAPITEL 6. KURSPLEJE OG LIKVIDITET.....	79
KAPITEL 7. BEDØMMELSE AF LÅNS FORDELAGTIGHED .....	83
APPENDIKS: NOTAT OM FORDELAGTIGE SWAPS.....	87
KAPITEL 8. KREDITVÆRDIGHED.....	90
KAPITEL 9. DEN EUROPÆISKE INVESTERINGSBANK (EIB).....	93
KAPITEL 10. GENUDLÅN.....	96
1. Genudlån til elværker 1959-72.....	96
2. Genudlån af globallån fra EIB .....	97
3. Andre genudlån .....	98
KAPITEL 11. FUPLÅNETILBUD .....	102
BILAG 1: UDENLANDSKE LÅNEBEMYNDIGELSESLOVE.....	109
BILAG 2: EUROMARKEDET .....	113
BILAG 3: LÅN I DEN EUROPÆISKE INVESTERINGSBANK.....	116
BILAG 4. STATENS SYNDIKEREDE BANKLÅN .....	117
LITTERATUR.....	119

## **FORFATTERENS FORORD**

Jeg har bestræbt mig på at gøre beretningen så objektiv som mulig. Når den alligevel er betegnet som en ”personlig beretning”, er det fordi der i valg af emner og i argumentationen omkring beslutninger m.v. kan være sket en selektion, præget af mine oplevelser i den lange tid (fra marts 1969 til januar 2001) jeg har arbejdet med den udenlandske låntagning. Andre ville måske beskrive begivenhederne anderledes og tillægge momenter, som jeg slet ikke er kommet ind på, betydelig vægt. Ordene ”personlig beretning” understreger også, at jeg bærer ansvaret for de fejl, som givetvis forekommer.



## INDLEDNING

Denne beretning omhandler hovedsageligt den danske stats udenlandske låntagning og gældsforvaltning fra 1959 til 1991.

I årene fra 1945 til 1952 blev der som led i genopbygningen efter anden verdenskrig optaget en række statslån i udlandet. Det drejede sig om lån fra officielle kilder (fx svenske regeringslån, verdensbanklån og Marshalllån) og et par specielle obligationslån (et i 1946 i England som led i konvertering af et gammelt lån, og i 1947 et i Sverige til dækning af forfaldne, men på grund af krigsforholdene ikke betalte afdrag på tidligere lån). Derefter blev der i perioden fra 1953 til 1958 ikke optaget udenlandske lån. Markederne var i denne periode fortsat præget af efterkrigstidens restriktioner og manglende kapacitet. Hertil kom, at det specielt for Danmark ville have været svært at optage nye lån, før restancerne på førkrigsgælden var fuldt afviklet (det skete i slutningen af 1955). I 1959 genoptog staten den udenlandske låntagning, først med et nyt verdensbanklån og et markedslån i New York, dels til finansiering af ny trækraft til DSB (diesellokomotiver), dels med henblik på genudlån til elværker til dækning af de udenlandske udgifter til investeringer i disse. Også nogle senere lån blev helt eller delvis genudlånt (se kapitel 10), men hovedbegrundelsen for statens låneoptagelser var i hele perioden ønsket om fastholdelse af en passende valutareserve.

Der blev også i efterkrigstiden skaffet fremmed valuta ved i alt tre træk (1947, 1955 og 1957) på Den internationale Valutafond (IMF), men det var valutatransaktioner, hvorved Nationalbanken købte USD mod betaling i DKK, og de falder derfor uden for denne fremstillings rammer.

1991 forekommer et rimeligt slutår for beretningen, fordi låntagning og gældsforvaltning, som hidtil var blevet varetaget af Gældskontoret (senere gældsafdelingen) i Finansministeriet, pr. 1. juli det år blev overtaget af Nationalbanken, og i øvrigt med stigende grundighed beskrevet i de årlige publikationer, "Statens låntagning og Gæld" ("SLOG"). Der er dog givet tal for lån og gæld frem til og med 2001, og i en del tilfælde er begivenheder, indtruffet efter 1991 omtalt, fordi man derved har kunnet afrunde beskrivelsen af udviklingen, eller fordi forfatteren har følt at have noget at sige om dem. Derimod er arbejdet med at systematisere valg af løbetider, varighed og valutasammensætning, som var begyndt nogle år før overflytningen til Nationalbanken, men som især udviklede sig derefter, ikke behandlet.

Hovedvægten er lagt på en beskrivelse af, hvordan man fra tid til anden benyttede de udenlandske kapitalmarkeder, og hvilke lånepolitiske overvejelser man gjorde sig. I den forbindelse er markedsudviklingen, for så vidt angår låntyper og emissionsform, også omtalt, men der er ikke forsøgt nogen analyse af de bagvedliggende økonomiske og politiske forhold, ligesom rente- og valutakursudviklingen ikke som sådan er belyst.

Der er på de relevante steder i bokse givet forklaring på de vigtige begreber optioner, swaps og Units of Account. Derudover kan henvises til de ordlister over finansielle begreber, som findes bag i publikationerne "Statens låntagning og gæld".

For at holde omfanget af fremstillingen nede, er det valgt stort set at begrænse den til statens egen låntagning, selv om statens låntagning i udlandet må ses i sammenhæng med andre offentlige enheders låntagning i udlandet. Især gælder dette de fuldt ud statsejede og -garanterede enheder, såsom Hypotekbanken og brosekskaberne. Når de optog lån med statsgaranti, "sled" staten på sin kreditværdighed, og alternativet havde været, at staten selv forsynede enhederne med den fornødne kapital, finansieret ved optagelse af lån. Frem til engang i 1970'erne spillede Hypotekbanken en rolle som surrogatlåntager for staten. På nogle regulerede markeder, især det tyske og det schweiziske, var der grænser for, hvor tit samme låntager kunne emitte lån, og ved at veksle mellem staten og Hypotekbanken kunne det blive til flere lån end ellers. Også på andre markeder kunne det i de tidlige år være en fordel, at staten selv ikke overbelastede markedet, men også benyttede sig af andre enheder, men i ganske mange år har dette moment ikke gjort sig gældende, bl.a. på grund af markedernes fiksering på store, likvide issues.

Kildematerialet har været en del af statsgældsforvaltningens sager, som man har lånt i Rigsarkivet, sager i Nationalbankens arkiv, samt de i litteraturlisten nævnte værker. De her og der anførte lånumre er de i Gældskontorets journalsystem anvendte og i SLOG anførte.

I beretningen benyttes overalt ordene "Statsgældskontoret" eller blot "Gældskontoret" (dog "-afdelingen" i den periode, hvor der var tale om en selvstændig afdeling) som betegnelse for den administrative enhed, som stod for låntagning og gældsadministration. Undertiden tales der om "Finansministeriet" som det agerende organ. Det betyder dog ikke nødvendigvis, at den pågældende beslutning blev truffet på et højere niveau end i Gældskontoret.

Beretningen er disponeret sådan, at der efter et indledende kapitel (*kapitel 1*) om motiveringen for den statslige udlandslåntagning, det legale framework (en oversigt over alle lånebemyndigelseslove findes i bilag 1 bag i beretningen) og udviklingen i organisation og medarbejderstab, følger en redegørelse (*kapitel 2*) for det omfattende og langvarige samarbejde med det danske konsortium, som var et særkende for den danske stat og ikke havde sit sidestykke hos andre statslige låntagere. *Kapitel 3* er det største og vægtigste. Her er det forsøgt at skildre markedsudviklingen og den danske brug af markederne igennem tiden. En omtale af Euromarkedet indgår naturligvis her, men dette markeds opkomst og udvikling er mere detaljeret beskrevet i bilag 2. *Kapitel 4* handler om den vigtige udvikling i emissionsteknik, som skabte mulighed for at arrangere tilbudskonkurrencer mellem de lånearran-

gerende banker. I *kapitel 5* er udviklingen i lånestørrelser, afdragsformer mv. beskrevet. *Kapitel 6* handler om kurspleje og likviditet, *kapitel 7* om, hvordan man bedømte låns fordelagtighed, og *kapitel 8* om udviklingen i den danske stats kreditværdighed. Den europæiske Investeringsbank er emnet for *kapitel 9* og bilag 3, hvor der er en oversigt over den danske låntagning i banken. I et vist omfang er der i beretningsperioden sket genudlån af den danske stats udenlandske lån. Det er der redegjort for i *kapitel 10*. Det sidste kapitel, *kapitel 11*, har fået overskriften "fuplån" og vedrører det meget store antal ufrugtbare henvendelser, man i tidens løb har fået fra selvbestaltede lånearrangører, og de ofte bizarre handlingsforløb, som de har medført.

## KAPITEL 1: BEGRUNDELSE, LOVGRUNDLAG, ORGANISATION

### 1. Begrundelsen

I 1950/51 og 1954/55 gennemførtes dybtgående økonomiske indgreb for at forhindre, at forringelser af betalingsbalancen førte til udtømming af valuta-reserverne. Det forårsagede stigende arbejdsløshed og rejste det spørgsmål, om det ikke ville være hensigtsmæssigt i sådanne situationer at optage lån (og her tænkes ikke bare på statslån) i udlandet til styrkelse af valuta-reserven, så de pludselige og stærke indgreb kunne undgås. Derudover blev det anført, at udlandslån kunne være fornuftige i en situation, hvor der forelå store investeringsopgaver i forbindelse med omstillingen af dansk erhvervs-liv fra landbrug til industri. Ifølge den af Nationalbanken udgivne "Dansk pengehistorie 1914-60" (side 279-80) er der for så vidt angår perioden 1950-57, hvor væksten i Danmark var lavere og arbejdsløsheden større end i andre lande, "næppe tvivl om, at vi kunne have opnået en højere beskæftigelsesgrad ved gældsætning til udlandet, men det må vistnok erkendes, at lånemulighederne var ret begrænsede". Det tilføjes, at en målbevidst indsats dog måske kunne have givet bonus, især efter at de sidste restancer fra krigens tid på dollargælden var afviklet i oktober 1955.

Nationalbanken var dog dengang imod udenlandsk låntagning i det hele taget (altså ikke kun den statslige). Den havde bl.a. nogle moralske indvendinger. Danmark var ikke et udviklingsland og havde hurtigt overvundet følgerne af krigen (allerede i 1947 kom realindkomsten pr. indbygger op på niveauet fra før krigen, og frem til 1955/56 steg den med over 25%). Landet burde derfor selv kunne præstere den nødvendige opsparing. Man var kommittet til at hjælpe udviklingslandene, og det gjorde man bedst ved ikke at sætte sig på de sparsomme internationale lånemidler. Derudover mente banken, at det ikke var klogt at regne med, at det var muligt at låne på rimelige vilkår og at få langfristede lån i større omfang, hvorfor afdrag hurtigt ville sluge en stor del af nye lån, således at nettolåntagningen snart ville blive beskeden. Man var også (fremgår det af notater fra midten af 1950'erne) bekymret for, at det internationale betalingssystem kunne bryde sammen, således at det kunne blive vanskeligt at skaffe valuta til betjening af gælden. Endelig påpegede banken risikoen for, at styrkelse af valuta-reserverne via udlandslån kunne friste til at slække på den økonomiske politik, således at det blev forbrug og ikke investeringer, som blev større. Denne holdning blev fx tilkendegivet på et møde den 23. maj 1960 med statsminister Kampmann og andre ministre, bl.a. om optagelse af lån i udlandet. Her udtalte nationalbankdirektør Svend Nielsen, at Nationalbanken var modstander af udlandslån. Den deraf følgende, tilsyneladende valutabedring og bedre kassestilling for staten havde en uheldig psykologisk virkning i befolkningen, i pressen og også i en stor del af Folketinget, hvis krav det blev vanskeliggere for regeringen at imødegå.

Regeringen fulgte ikke Nationalbankens råd, men genoptog som nævnt i 1959 den statslige låntagning og tillod andre offentlige enheder at gøre lige så.

De første lån efter genoptagelsen af statens udenlandske låntagning i 1959 var en pakke, som officielt var beregnet til at finansiere bestemte investeringer. Det fremgår dog af et notat i Nationalbanken vedrørende et møde i maj 1958 med en række ministre, at regeringen også så disse lån som et led i en politik, som gik ud på generelt at styrke valutabeholdningen gennem udenlandsk låntagning. Finansminister Kampmann er i notatet citeret for en udtalelse om, at det egentlige motiv var at styrke valutareserven, "og så måtte man jo finde på nogle objekter". Allerede i låneloven af 1959, jf. bilag 1, blev låntagningen imidlertid åbent begrundet med ønsket om at sikre en passende valutareserve, og dette motiv blev siden hen fastholdt og ofte udtrykt på den måde, at staten var den residuale låntager.

Nationalbanken fortsatte med at advokere imod den udenlandske låntagning, men tilsluttede sig dog i betragtning af den svage valutastilling i begyndelsen af 1963, at der i en overgangsperiode optoges lån til styrkelse af valutalikviditeten. Dette skete i forbindelse med behandling af forslaget til lov nr. 16 af 1. februar 1963, der bemyndigede finansministeren til at låne 500 mio.kr. i udlandet. Senere på foråret "satte banken sig ikke imod" forslaget til lov nr. 208 af 31. maj 1963, der også indeholdt en bemyndigelse på 500 mio.kr., men da valutareservestillingen derefter blev forbedret, anbefalede banken regeringen ikke at bruge den sidste bemyndigelse. Staten var da også tilbageholdende med låntagningen, så denne bemyndigelse holdt helt frem til 1968.

I foråret 1964 gav Nationalbanken ved flere lejligheder udtryk for bekymring over det betydelige omfang, som ikke-statslig offentlig låntagning i udlandet var kommet op på, og anbefalede at denne låntagning blev standset. Baggrunden var, at likviditeten i bankerne lettedes gennem denne aktivitet, hvorved opfyldelsen af Nationalbankens ønsker om tilbageholdenhed i kreditgivningen vanskeliggjordes. Regeringen efterkom Nationalbankens ønske og indførte i sommeren 1964 et stop for sådan låntagning (for så vidt der ikke allerede var givet forhåndstilsagn). Stoppet varede til henimod slutningen af det følgende år, hvor Københavns kommune fik tilladelse til det første nye lån, men Finansministeriet var endnu nogen tid tilbageholdende med at give lånetilladelser.

Efterhånden blev Nationalbankens opposition med udlandslåntagning mindre udtalt. Banken ville klart foretrække, at der blev ført en politik, så betalingsbalanceunderskuddene blev undgået, men det ser ud som om den affandt sig med låntagningen i den givne situation. I de første dage af maj 1969 udviklede der sig en international valutakrise, der også førte til en kraftig valutaudstrømning fra Danmark. I den situation bad Nationalbanken

ligefrem staten om at bistå med låneoptagelse, og Finansministeriet skaffede via Westdeutsche Landesbank en Überbrückungskredit på 235 mio.DEM (dengang svarende til 447 mio.kr., det største lån til dato), som i august afløstes af obligationslån.

På trods af sin modstand mod udlandslånene var Nationalbanken på lige fod med de danske banker, som formidlede lånene, i en årrække med til at overtage dele af lånene med fradrag af spread med henblik på videresalg. Spread var forskellen mellem emissionskurs og den overtagelseskurs til hvilken lånet blev afregnet over for debitor, og var betaling for den risiko, som de formidlende banker løb, og for deres anstrengelser for at sælge obligationerne. Ved det første lån (5,5% 20 mio.USD 1959-74) var Nationalbankens deltagelse dog tænkt som led i en redningsaktion, men ved senere lån ser det ud til, at Nationalbankens holdning var, at når der trods dens modstand blev optaget udlandslån, kunne den lige så godt drage økonomisk fordel af det. Det var ikke bare statslån, men også fx lån til Københavns kommune og KTAS, som Nationalbanken på denne måde deltog i, men i august 1963 besluttede banken ikke mere at deltage i garantier eller tegne andele af "private lån, herunder kommunelån".

Det viste sig heldigvis, at bekymringen for, at lånemulighederne kunne blive meget begrænsede, var overdrevet (hvilket ikke er det samme som at sige, at den på det tidspunkt ikke var velbegrundet), og det måtte forekomme fornuftigt at benytte sig af de voksende lånemarkeder til delvis at finansiere omstruktureringen af dansk erhvervsliv og senere til at mildne virkningerne af olieprisforhøjelserne. Mod argumentet om, at Danmark ikke burde beslaglægge internationale lånemidler, som u-landene havde mere brug for, er det i hvert fald senere – og vel med rette – blevet anført, at u-landene ikke havde samme gode muligheder som Danmark for at låne i markedet, hvorfor det var til fordel for dem at modtage u-landslån fra Danmark, selv om disse var finansieret ved dansk låntagning i udlandet. Det kan også med en vis ræson hævdes, at muligheden for at afse midler til bistand til den tredje verden blev forbedret gennem en hurtigere økonomiske vækst i Danmark, finansieret ved lån i udlandet.

Samtidig kan der næppe være tvivl om, at de gode muligheder for at dække betalingsbalanceunderskuddet ved låntagning fristede over evne og førte til større og mere langvarige underskud, end det var nødvendigt eller bare nyttigt. I Gældskontoret indrømmede man, efter at oliekriserne var kommet på afstand, for så vidt dette over for banker, der antydede, at vi optrådte uansvarligt, men bemærkede, at det var et internt dansk problem: Fremtidige generationer kunne bebrejde os for at have væltet en byrde over på dem, men udenlandske kreditorer kunne forlade sig på, at de nok skulle få deres penge. Det var politisk uacceptabelt i Danmark at undlade at betjene gælden, selv om det ville kræve ofre, og når alt kom til alt, udgjorde forrentningen af gælden kun en meget lille del af det danske nationalprodukt, eller den



samlede eksport. Når man ikke strammede livremmen nu, var det fordi man ikke havde kniven på struben.

En lille del af statens udlandslån er blevet genudlånt (se kapitel 10), men ellers har statens udenlandske låntagning i den betragtede periode ikke været kædet sammen med bestemte investeringsprojekter. Den statslige låntagning var især af betydning i den 27 år lange periode med betalingsbalanceunderskud, som startede i 1963. I en del af perioden kunne man måske helt eller delvis have undgået statslig låntagning ved at føre en politik, der tvang andre, herunder private, til yderligere gældsætning i udlandet, men det skete ikke, allerede fordi staten var den danske låntager, som kunne få de bedste betingelser. Politikken udtrykkes eksempelvis i et svar til finansudvalget i forbindelse med behandling af en lånebemyndigelseslov i 1982. Her siger finansministeren, at det i det forløbne tiår har været et af målene i dansk pengepolitik at motivere den private sektor til at låne i udlandet, og at et vigtigt middel har været at holde den indenlandske rente i overkanten af den udenlandske. Det tilføjes, at regeringen ønsker at holde renten nede selv om det indebærer en privat nettolåntagning på omkring nul.

Statens udenlandske låntagning har altså i alt væsentligt ikke haft forbindelse med finansiering af bestemte projekter eller budgetunderskud. Låneprovenuene blev vekslet til danske kroner i Nationalbanken og indsat på statens konto der. I perioden frem til midten af 1970'erne havde staten overskud på sit budget. Da den derefter løb ind i underskud påbegyndte man (i 1975) optagelse af indenlandske statslån, som ellers havde været indstillet siden 1960 (bortset fra beløbsmæssigt betydningsløse præmieobligationslån og bunden opsparing). I perioder i slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne var denne låntagning dog ikke tilstrækkelig til helt at dække statens indenlandske finansieringsbehov. Den første indenlandske lånebemyndigelse (lov. nr. 200 af 20 juni 1975) blev da også lidet ambitiøst begrundet med ønsket om at opsuge *en del* af den likviditetesforøgelse, som fulgte af underskuddet på statsfinanserne i 1975-76. Den næste (lov. nr. 148 af 31. marts 1976) havde til formål *i fornødent omfang* at kunne neutralisere den likviditetesmæssige virkning af underskuddet i 1976-77. Det var først senere, at man efter forståelse med Nationalbanken fastlagde den praksis, at indenlandsk låntagning skulle dække finansieringsbehovet bortset fra afdrag på udlandsgæld. I 1993 blev denne på det tidspunkt mangeårige praksis kodificeret ved en egentlig aftale mellem ministeriet og Nationalbanken. Ved denne aftale blev den indenlandske *norm* for første gang suppleret med en norm for den udenlandske låntagning. Den gik ud på, at denne låntagning som udgangspunkt skulle svare til udgifterne til afdrag på udlandsgælden, således at statens betalinger normalt ikke påvirkede valutareserven.

Resultatet af, at den indenlandske låntagning til at begynde med ikke opfyldte den senere norm, var, at en del af det indenlandske underskud be- grebsmæssigt blev finansieret gennem den udenlandske låntagning eller ved

træk på statens konto i Nationalbanken, hvor indeståendet derved undertiden kom tæt på nul (måske endda under nul). Der var i øvrigt juridisk dengang ingen problemer ved lån i Nationalbanken, idet der ikke var lovmæssigt forbud mod "monetær finansiering". Det skal også understreges, at der ikke var noget umoralsk i den beskrevne lånepolitik: Det var stedse hensigten at statens låntagning skulle tilrettelægges, så man kunne sikre en forsvarlig likviditetsudvikling.

De lån, som staten har optaget i Den Europæiske Investeringsbank (EIB), er alle knyttet til bestemte projekter, noget som bankens statutter kræver, men pengene bliver ikke kanaliseret videre til de statslige organer, som står for projekterne. Projekterne bliver finansieret ved bevillinger på finansloven. En undtagelse er dog de globallån, som blev optaget i perioden 1975-91 og genudlånt til mindre projekter i egnsudviklingsområderne, jf. kapitel 10, sektion 2.

Under indtryk af meget gunstige lånemuligheder kom man i Gældskontoret ind på den tanke, at man ikke skulle lade låntagningen begrænse af behovet, dvs. hvor meget Nationalbanken havde brug for til at opretholde valutareserven. I september/oktober 1985 havde man konkrete overvejelser om at søge finansudvalget om tilladelse til at anbringe låneprovenu i fordringer, udstedt af andre end den danske stat (man havde allerede adgang til at opkøbe statens egne obligationer) men henblik på at opnå en fortjeneste og uden at forøge den udviste valutareserve. Som et eksempel på et lån, som man måtte kunne tjene på, anførtes 7,5% 20 mia.JPY 85-97, som var swappet til USD-LIBOR minus 0,51%. Ideen om en sådan ansøgning til finansudvalget blev dog ikke til noget. Et alternativ havde været, at Nationalbanken af en valutareserve, som blev større end nødvendigt, foretog investeringer, som låste gevinsten fast. Dette skete i øvrigt i et enkelt tilfælde, så vidt erindres i forbindelse med det i kapitel 7 omtalte lån på 600 mio.USD i 1988.

## 2. Lovgrundlag

Efter Grundlovens § 43 kan statslån ikke optages uden ifølge lov. I 1982 gav Justitsministeriet i et notat (dateret 12. oktober) udtryk for, at bemyndigelsen godt kunne indeholdes i finansloven eller tillægsbevillingslov (hvorimod det var tvivlsomt, om den kunne tilvejebringes ved finansudvalgsaktstykke), men i den betragtede periode har der været tale om særlige, kortfattede love, som bemyndigede finansministeren til at optage lån i udlandet op til et fastlagt beløb. Når et lån var optaget, blev det afskrevet på bemyndigelsen med det bogførte gældsbeløb ("det, som skulle betales tilbage" – altså ikke blot låneprovenuet, som normalt var lidt mindre), omregnet efter underskrivelsesdagens eller hjemtagelsesdagens valutakurs. Når ministeriet var ved at have opbrugt en given bemyndigelse, blev der fremsat forslag om en ny. Det har typisk været relativt nemt for den til en hver tid siddende re-



gering at få vedtaget forslagene, men man ønskede dog naturligvis ikke at gå til Folketinget alt for ofte med forslag om nye bemyndigelser. Det kunne i praksis begrænse friheden til at førtidsindfri lån eller optage korte lån, når det var fordelagtigt, herunder især helt korte lån, som blev erstattet af nye når de forfaldt (Commercial Paper, se herom kapitel 3, sektion 15). Derfor fik man i lov nr. 619 af 8. december 1982 indført en (tidsmæssigt ubegrænset) bestemmelse om, at finansministeren ud over den nye låntagning, som loven hjemlede (i dette tilfælde 15 mia.kr.), kunne refinansiere afdragene på statens udenlandske gæld fra og med 1. januar 1983. Et formuleringsmæssigt enklere alternativ havde været blot at sætte et maksimum for den samlede udenlandske gæld i kroner, men man ønskede ikke at løbe risikoen for, at en svækkelse af kronen i sig selv førte til en overskridelse af maksimum. Rationalet bag regelen var derudover, at når landet fortsat havde et løbende betalingsbalanceunderskud, kom det næppe på tale, at staten skulle reducere sin udlandsgæld. Når gæld forfaldt, skulle den refinansieres, også i det omfang den siden optagelsen var vokset, målt i kroner, som følge af valutakursbevægelser. Det, som Folketinget især skulle tage stilling til, var, hvor meget gælden derudover burde kunne forøges.

I disse år opererede staten konstant med en stor reserve af utrukne eurokreditter. Beløbene var hidtil blevet afskrevet på lånebemyndigelsen straks ved underskrivelsen af aftalerne. Det anså man for uhensigtsmæssigt og efter gennemførelsen af loven fra december 1982 også unødvendigt. Derfor bestemte man sig med Justitsministeriets og finansudvalgets tilslutning til (med virkning fra 23. februar 1983) at vente med nedskrivningen, til lånene blev trukket.

Fra 1975, hvor den indenlandske låntagning blev genoptaget, opererede man med særskilte indenlandske og udenlandske bemyndigelser. I begyndelsen af 1987, hvor man mente at have brug for en ekstra udenlandsk lånebemyndigelse undfangede man i Finansministeriet planer om at slå de to bemyndigelser sammen, hvorved man kunne undgå i den omgang at bede om yderligere bemyndigelse. Ideen var, at den til en hver tid værende samlede restbemyndigelse, herunder den bemyndigelse, som efter 1982-loven (og den tilsvarende, samtidigt gennemførte, for indenlandske låns vedkommende) opstod i takt med afdrag på gælden, skulle kunne anvendes til indenlandsk eller udenlandsk låntagning i flæng. Begrundelsen var, at de to former for låntagning beløbsmæssigt ikke var uafhængige af hinanden: I en situation hvor staten kunne nøjes med beskeden låntagning i udlandet, fordi kapitalimporten i øvrigt var stor, måtte den til gengæld sælge flere indenlandske obligationer for at opsuge den likviditet som skabtes, når ikke-statslige udlandslån blev hjemtaget – og omvendt. Hertil kom, at distinktionen mellem indlands- og udlandslån efterhånden var blevet mindre meningsfuld. Indenlandske kroneobligationer kunne købes af udlændinge, og det gjorde dem til udlandslån i den forstand, at salget forøgede valutareserven. Omvendt kun-

ne valutaindlændinge købe statens udenlandske værdipapirer, med det resultat, at proventet ikke styrkede valutareserven. Der blev afholdt møde med Det økonomiske Sekretariat og Nationalbanken, som ikke fandt, at en sammenlægning var nogen god ide. Man fremhævede, at det over for internationale institutioner (især IMF og OECD) var blevet understreget, at de to former for låntagning blev holdt helt adskilt, og at udenlandsk låntagning ikke blev brugt til dækning af underskud på statsfinanserne. Desuden kunne et forslag om opdeling vække større opmærksomhed og få en vanskeligere gang gennem Folketinget. Resultatet var, at sammenlægningen ikke blev gennemført dengang, og man fortsatte med bemyndigelseslove af traditionel type. Finansministeriet lagde nok især vægt på argumentet om, at forslag om ændringer i den hidtidige praksis netop kunne give anledning til debat.

I 1992 (hvor administrationen var overgået til Nationalbanken) arbejdede man atter med sammenlægningstanker, fordi muligheden for at sondre mellem de to slags lån i kraft af den internationale liberalisering af kapitalmarkederne var vigende. Det nævntes som før, at de indenlandske kroneobligationer i vidt omfang gik til udlandet, samt at staten emitterede kronelån i udlandet og valutalån i Danmark (såsom 1,3 mia. XEU-lånet i foråret 1992, se herom kapitel 3, sektion 20). Tankerne virkeliggjordes med lov nr. 1079 af 22. december 1993 (jf. fortegnelsen over lånelove i bilag 1), hvori der blot blev sat et maksimum for den samlede gæld.

Bemyndigelseslovene var og er som nævnt kortfattede. Der har ingen begrænsninger været med hensyn til løbetider, lånevalutaer, anvendelse af optioner etc. I 1982 spurgte Finansministeriet Justitsministeriet, om der var noget til hinder for, at man førtidsindfrie låne, eller købte og solgte egne obligationer. Svaret (skrivelse af 15. oktober 1982) var benægtende. Da man i 1983 begyndte at benytte sig af swaps i forbindelse med nye lån, følte man ikke, at det krævede særlig lovmæssig bemyndigelse. Der var jo blot tale om et arrangement, der ændrede de betingelser, som staten fik i det optagne lån, og som var helt tilladelige, til andre betingelser, som også var tilladelige. Da man i 1986 begyndte at indgå swaps, som ikke var et led i en låneoptagelse, blev også det opfattet som et led i gældsadministrationen, der ikke krævede særlig bemyndigelse. Det er indres ikke, om man specifikt fik denne opfattelse bekræftet af Justitsministeriet. Det skal bemærkes, at den praksis, hvorefter Justitsministeriet før hvert lån som et led i dokumentationen afgav en "legal opinion", der bl.a. bekræftede, at Finansministeriet havde lov til at optage lånet, ikke omfattede en eventuelt tilknyttet swap. Der er i det hele taget ikke blevet afgivet legal opinions for swaps. I øvrigt blev disse legal opinions fra begyndelsen af 1990 ikke mere udarbejdet af Justitsministeriet, men af Gældskontorets egen jurist. Det kan undre, at det var muligt at få lånearrangørerne til at acceptere en erklæring, afgivet af en ansat hos låntager. Justitsministeriet måtte dog fra deres synspunkt anses for mere betryggende. Det var godt nok ikke uafhængigt af låntager, men var dog en selvstændig

enhed med visse kontrolfunktioner, med stor ekspertise i at bedømme rækkevidden af gældende love og med en professionel integritet at forsvare.

Folketingets Finansudvalg har efterfølgende fået præcise data vedrørende de enkelte lån med eventuelt tilhørende optioner, swaps mv. og isolerede swaps i hele beretningsperioden og frem til for nylig (hvor detaljeringsgraden efter udvalgets ønske er blevet reduceret). Udvalget skulle ikke godkende lånene, men har undertiden stillet spørgsmål til dem. Udvalget satte ikke spørgsmålstegn ved anvendelsen af optioner eller swaps. Rigsrevisionen har imidlertid i beretning nr. 20/89, offentliggjort i januar 1991 (se herom nedenfor i sektion 4), givet udtryk for, at der var behov for at afklare, hvilke typer af engagementer Statsgældskontoret kunne inddrage sig på, og at det kunne ske ved udbygning af den materielle lovgivning. I lov nr. 1079 af 22. december 1993 er der sket en sådan udbygning (se under denne lov i bilag 1).

Finansudvalgets aktstykker bliver som hovedregel offentligt tilgængelige. Det kunne undertiden frembyde et problem, idet der er tilfælde, hvor en arrangerende bank eller investorerne ikke ønsker, at detaljer bliver kendt. Det behøver der ikke at være noget odiøst i. Fx kan en bank have et rimeligt ønske om, at dens konkurrenter ikke får – eller i alt fald ikke for hurtigt får – kendskab til størrelsen af dens kommissioner eller den præcise struktur i et lån. I enkelte tilfælde har meddelelser til finansudvalget da også været fortrolige. Det var således tilfældet med den store lånepakke, som WestLB arrangerede i sommeren 1969 (se herom kapitel 3, sektion 2), idet banken ikke ønskede offentliggørelse af den "Überbrückungskredit", som den ydede. Et andet eksempel er to private placeringer på 30 mio. DEM hver, som arrangeredes i februar 1971 med 8% rente og 15 års løbetid. Deutsche Girozentrale og WestLB, som stod for dem, lagde megen vægt på, at de to låneforhold "blev ordnet i stilhed". I begge tilfælde skete der fuld offentliggørelse i det næstkommende "grønne hæfte". I senere år har der ikke i praksis været vanskeligheder. Dels skete orienteringen af finansudvalget efterhånden med betydelig forsinkelse, dels var der underligt nok ikke nogen, som udnyttede den viden, man kunne få via aktstykkerne. Man kunne ellers have tænkt sig, at internationale finanstidsskrifter eller Financial Times (sidstnævnte havde en dansk-talende korrespondent i København) kunne have set en fordel i at studere aktstykkerne.

I bilag 1 er alle de udenlandske lånebemyndigelser opført med de bemærkninger, som de kan give anledning til.

### **3. Organisation**

Finansministeriet stod for låntagningen og gældsadministrationen indtil 1991. Sagerne blev varetaget af ministeriets første og andet gældskontor (som havde hver sin chef, men fælles personale) frem til omkring beretningsperiodens begyndelse, hvor de to kontorer blev slået sammen, og der til gengæld blev oprettet et fondskontor, som overtog en del af andet gælds-

kontors område, samt sagerne fra "noterings- og indskrivningskontoret", som blev nedlagt. Selve låntagningen lå fortsat i Gældskontoret. Fondskontoret blev nedlagt i 1972, hvor dets opgaver overgik til Gældskontoret.

Gældskontoret havde en lang række andre opgaver med mere eller mindre tilknytning til statens låntagning, fx godkendelse af anden offentlig låntagning og forholdet til Verdensbanken og Den Internationale Valutafond, indtil sager vedrørende disse to institutioner ved kongelig anordning af 11. oktober 1971 overgik til henholdsvis Udenrigsministeriet (Danida) og Økonomiministeriet. Endvidere blev indeksopsparingsordningen administreret af kontoret.

Gældskontoret har i beretningsperioden haft følgende kontorchefer:

- ◆ – 30/4 1961 Poul Bjørn Olsen (cand.polit., født 1919)
- ◆ 1/5 1961 til hans død i foråret 1972 Steen Momme Secher (cand.jur., født 1916)
- ◆ 1/7 1972-30/6 1991 Niels Erik Sørensen (cand.polit., født 1931), altså nærværende beretnings forfatter.

I 1983 blev der oprettet en stilling i kontoret som konsulent. Konsulenten var sideordnet med kontorchefen, men kontoret blev ikke delt i to, dvs. de to chefer havde hver deres sager (kontorchefen tog sig især af de udenlandske lån, konsulenten først og fremmest af de indenlandske) men trak i vidt omfang på samme medarbejdere. Konsulenter har været:

- ◆ 1/4 1983-14/2 86 Flemming Dalby Jensen (lic.polit. – dvs. cand.polit. suppleret med en licentiatgrad - født 1948)
- ◆ 15/2 1986-1/7 1991 Bjarne Skafte (cand.polit., født 1950)

Gældskontoret sorterede under en afdelingschef. Det har i tidens løb været:

- ◆ – 15/11 1962 Svend Alstrup (cand.jur., født 1901)
- ◆ 1/2 1962-31/12 1964 P. Bjørn-Olsen
- ◆ 1/1 1965-31/7 1983 Karl Otto Bredahl (cand.jur., født 1915)
- ◆ 1/8 1983-15/4 1991 Lars Jens Tybjerg (cand.polit., født 1938)

Indtil 1988 havde vedkommende afdelingschef også ansvaret for andre områder end Statsgældskontoret. I perioden 1983-88 hørte kontoret under "statsgælds- og økonomiafdelingen" som Tybjerg ledede, men i sidstnævnte år blev afdelingen delt, idet der blev oprettet en selvstændig økonomiafdeling og en statsgældsafdeling. Tybjerg fortsatte som chef for statsgældsafdelingen.

Ved beretningsperiodens begyndelse var Ejnar Dige (cand.polit., født 1899) chef for departementet for finansvæsenet og havde dermed også Statsgældskontoret under sig. I 1962 blev departementet delt i to, første og andet fi-

nansdepartement. Erik Ib Schmidt (cand.polit., født 1911) blev chef for det første og Dige for det andet, hvorunder Gældskontoret hørte. 1. april 1966 gik Dige på pension, de to departementer blev atter slået sammen, og Schmidt fortsatte som departementschef. Herefter er billedet følgende:

- ◆ – 31/8 1975 Erik Ib Schmidt
- ◆ 1/9 1975-30/6 1988 Erling Jørgensen (cand.polit, født 1931)
- ◆ 1/7 1988- 14/2 1991 Hans Würtzen (cand.jur., født 1941)
- ◆ 1/3 1991- Anders Eldrup (cand.scient.pol., født 1948)

Departementet skiftede i 1971 navn til Budgetdepartementet.

Til Gældskontoret var i perioden 1958-83 knyttet en konsulent i rentespørgsmål, dr.polit. Helge Uldall-Hansen (født 1936). Han var ikke undergivet kontoret, men fungerede som konsulent i ordets egentlige betydning. Det var bl.a. ham der udformede indeksopsparingsordningen.

Frem til og med 1990 blev Gældskontoret/afdelingen for så vidt angik den udenlandske gæld og låntagning bistået af et dansk bankkonsortium (omtalt i kapitel 2, sektion 1) både med råd og praktisk arbejde. Konsortiet havde ikke noget at gøre med den indenlandske låntagning, som blev genoptaget i 1975 (efter en periode på 15-16 år, hvor der kun var blevet emitteret et par præmieobligationslån). På dette felt fik man i stedet støtte af Nationalbanken, som bl.a. varetog salget af obligationerne.

Personalet var aldrig særlig stort. Pr. 1. januar 1991 havde afdelingen 13 akademiske medarbejdere (inkl. afdelingschef, kontorchef og konsulent), 8 kontorfunktionærer og 4 deltidsansatte studenter. Hertil kom afdelingens regnskabssektion med 3 medarbejdere, som ved årsskiftet var blevet overført til Hypotekbanken. Pr. 1. juli 1991 overtog Nationalbanken afdelingens opgaver og personale (inkl. bogholderiet), i det omfang de måtte ønske det. Langt de fleste medarbejdere tog imod tilbudet om at komme over i Nationalbanken. Afdelingschef Tybjerg fulgte ikke med. Han var tidligere blevet udpeget til bestyrelsesmedlem i Den Europæiske Bank for Genopbygning og Udvikling (EBRD) med bopæl i London. Efter overgangen fortsatte til at begynde med medarbejderne i det store og hele med at være beskæftiget på deres hidtidige felter, men de blev fordelt til de afdelinger i banken, hvortil de forskellige sager blev henlagt. Bjarne Skafte kom således sammen med nogle medarbejdere til Pengepolitisk Kontor, og forfatteren blev sammen med andre tilknyttet Udlandsområdet (hvorunder statens udenlandske låntagning kom til at sortere). Gældsmedarbejderne blev dog en integreret del af Nationalbankens medarbejderstab og flyttet rundt i banken på lige fod med disse. De fleste har nu nye opgaver. Forfatteren fortsatte længere end de fleste med det hidtidige arbejde, idet han var kontorchef på området i Udlandsområdet (senere Handelsafdelingen) indtil 1. februar 1998, hvor han blev daglig leder af Indskydergarantifonden (som ikke er en del af Nationalbanken, men administreres af den). Han var dog stadig sideløbende til

rådighed for Handelsafdelingen, indtil han blev pensioneret ved udgangen af januar 2001.

Det skal bemærkes, at Nationalbankens overtagelse af gældsadministratio-  
nen ikke indebar nogen ændring i det forhold, at det er finansministeren der  
over for Folketinget har ansvaret for låntagning mv.

I en lang årrække udarbejdedes der årligt et udenlandsk "låneprogram", om-  
handlende den offentlige låntagning, herunder statens og Hypotekbankens.  
Bestemmelserne om, hvor meget de andre offentlige enheder i det hele taget  
måtte låne, fastsattes typisk af andre ministerier (fx var det Indenrigsmini-  
steriet, som havde ansvaret for reglerne om kommunernes låntagning), men  
det var Finansministeriet (med Statsgældskontoret som sagsbehandlende or-  
gan), der bestemte, hvor meget af den således godkendte låntagning der  
måtte ske i udlandet og på hvilke betingelser. Det skete i form af cirkulære-  
skrivelser. Låneoptagelserne skulle have Finansministeriets forudgående  
godkendelse indtil 1985, hvor det krav blev opgivet (undtagen for de stats-  
garanterede enheder). Herefter skulle låntagningen blot være i overens-  
stemmelse med Nationalbankens regler for finanslån og vedkommende  
myndigheds (altså fx Indenrigsministeriets) generelle regler for enheden.  
Låneprogrammet blev drøftet med Det økonomiske Sekretariat og National-  
banken, og efter eventuel tilretning med lånekonsortiet på et større møde,  
hvor alle dets medlemmer var repræsenteret på højt niveau. Indtil og med  
1983 blev låneprogrammet forelagt regeringens økonomiudvalg til endelig  
konfirmering. Derefter ophørte man med det, da det ikke skønnedes at være  
væsentligt nok. Konklusionen i programmet var typisk, at statens låntagning  
var residual. Den måtte afhænge af, hvor stor en del af finansieringsbehovet  
der blev dækket af privat kapitalimport og af de andre offentlige enheders  
låntagning, og kunne derfor ikke fastlægges præcist på forhånd. I årets løb  
var der ofte kontakt med Nationalbanken (hvis valutabehov var afgørende  
for, hvornår og hvor meget staten skulle låne) og der var hyppige, underti-  
den daglige kontakter med ordførende bank. Når konsortiet skulle tage stil-  
ling til et lånetilbud, sørgede ordførende bank for at indhente de andre med-  
lemmers mening.

Efter genoptagelsen af den indenlandske låntagning i 1975 blev der indført  
kvartalsvise møder mellem Finansministeriet, Det økonomiske Sekretariat  
og Nationalbanken om den indenlandske, men ikke den udenlandske låne-  
politik. Efter Nationalbankens overtagelse af gældsområdet i sommeren  
1991 blev der afholdt kvartalsvise møder med ministeriet og Økonomimini-  
steriet både om indenlandsk og udenlandsk lånepolitik. Økonomimini-  
steriets deltagelse ophørte samtidig med regeringsskiftet i 2001.

Beslutningsprocessen omkring de konkrete udenlandske låneoptagelser har  
været hurtig og uformel, nogle ville måske sige for hurtig og uformel, selv  
om der næppe kan påpeges eksempler på ufornuftige dispositioner. Andre



lignende låntagere har haft besværligere og mere langvarige procedurer. Det har betydet, at den danske stat lettere end andre har kunnet få fordelagtige lån, som krævede en hurtig beslutningsproces og i det hele taget bedre har kunnet udnytte temporære gunstige situationer på markederne ("Windows").

#### 4. Rigsrevisionen

Det er ovenfor i sektion 2 nævnt, at Justitsministeriets legal opinions i forbindelse med de enkelte transaktioner og finansudvalgets efterfølgende accept af dem medførte, at man i Gældskontoret ikke var bekymrede for at blive kritiseret for at have overskredet de lovmæssige grænser. Hertil kom, at man jo også var under tilsyn af Rigsrevisionen, der i givet fald kunne råbe vagt i gevær. Revisionen interesserede sig en del for administrationen på dette felt, og ud over bemærkninger i de årlige beretninger over statsregnskabet blev der et par gange udarbejdet særlige beretninger om emnet, således beretning nr. 29/1979 om statens optagelse af lån i udlandet i finansårene 1975/76-1979 (offentliggjort i 1981) og den bredere beretning nr. 20/89 på ca. 40 sider om statens låntagning og gæld, der blev offentliggjort 9. januar 1991. Den omhandlede både indenlandsk og udenlandsk gæld. Nedenfor omtales dog kun synspunkterne om udenlandsk gæld. Ved udarbejdelsen af den havde revisionen gjort brug af to medarbejdere ved handelshøjskolen i København som konsulenter. Der havde også undervejs været et antal drøftelser af indholdet med statsgældsafdelingen.

I Finansministeriet betragtede man ikke beretningen som særlig kritisk. Rigsrevisionen mente bl.a., at der var behov for at udbygge den "materielle" lovgivning om, hvilke typer transaktioner der var tilladelige, men hævdede ikke, at Statsgældskontoret havde overskredet sin bemyndigelse. Som nævnt i sektion 2 blev dette ønske imødekommet ved lov nr. 1079 af 22. december 1993. Rigsrevisionen mente også, at liberaliseringen af de internationale kapitalbevægelser havde gjort sondringen mellem indenlandsk og udenlandsk låntagning mere uklar og berettigelsen af opdelingen af lånebemyndigelsen var ved at forsvinde. Sammenkædning af de to lånebemyndigelser skete ved nævnte lov, men der blev stadig i en årrække opretholdt en skarp skelnen mellem de to former for låntagning. Endvidere pegede revisionen på, at det ville være fornuftigt ved den valutariske styring af statens udenlandske gæld at tage hensyn til sammensætningen af Nationalbankens valutareserve. Gældsafdelingen havde oplyst, at det også skete til en vis grad. Rigsrevisionen var åbenbart ikke helt tilfreds, nok især fordi dette ikke lod sig kontrollere, da Nationalbanken ikke gav oplysninger fra sig om den valutariske fordeling af reserven. Spørgsmålet blev løst kort efter, da gældsadministrationen blev overladt til Nationalbanken. Et væsentligt afsnit i beretningen handlede om førtidige indfrielse af udenlandske statslån (et emne som er beskrevet i kapitel 5, sektion 4). Revisionen mente at have konstateret, at enkelte lån ikke var blevet førtidsindfriet tidligt nok, og beklagede sig over, at der ikke i alle tilfælde, hvor sådan indfrielse juridisk set var mulig, forelå

skriftlige oplæg om, hvorvidt det burde ske. Gældsafdelingen havde forsvaret sig med, at det ofte havde været så soleklart, at indfrielse ikke kunne betale sig, at man havde fundet det overflødigt at nedfælde nogen overvejelser på papir. I finansministerens bemærkninger (af 23. august 1991) til beretningen indrømmes det, at der burde have været udarbejdet skriftligt beslutningsgrundlag, da "det adskillige år efter kan være svært at bevise, at beslutningen dengang var rigtig". I øvrigt var det vist allerede før revisionens beretning blev afgivet (og muligvis på grundlag af tidligere drøftelser med revisionen) i gældsafdelingen blevet besluttet, at skriftligt beslutningsgrundlag i alle tilfælde skulle udarbejdes. Revisionen skriver da også, at "der nu tilsyneladende er sket en væsentlig forbedring af styringen". Revisionen følte også, at afdelingens edb-mæssige udrustning var utilstrækkelig og utidsvarende, men oplyste i den forbindelse, at statsgældsafdelingen havde indledt forhandlinger om et nyt låneregistrerings- og analysesystem. Det var i det hele taget Rigsrevisionens opfattelse, at de personalemæssigt og tekniske resurser til forvaltningen af statsgælden var forholdsvis små, og at udskiftningen af medarbejdere uønskeligt hurtig. Man fandt, at det burde overvejes, om der kunne være fordele forbundet med som i andre lande at opdele administrationen i en overordnet enhed for strategisk planlægning og en enhed som tog sig af de konkrete opgaver. Det kunne bl.a. mindske problemet med den store personaleudskiftninger. Revisionen betegnede samarbejdet med det danske bankkonsortium som en "særegen konstruktion", som ikke fandtes andre steder, og nævnte nogle problemer i forbindelse med ordningen. Det tilføjedes (formentlig med tilfredshed), at staten havde opsagt samarbejdet med virkning fra udgangen af 1990.

Denne beretning blev omtalt mere udførligt i SLOG 90, kapitel 13, hvor man gengav hovedpunkter og tilføjede nogle kommentarer.

Det kan tilføjes, at også efter statsgældsforvaltningens overgang til Nationalbanken hører revisionen af den ind under Rigsrevisionens område. Revisionen udøves i samarbejde med Nationalbankens egen revision.



## KAPITEL 2. DANSKE BANKKONSORTIER

Hist og her i beretningen forekommer omtale af konkrete banker, som man har lavet forretninger med, men det er ikke tilstræbt at give en detaljeret beskrivelse af, hvilke banker der i tidens løb har gjort sig gældende i forbindelse med statens låntagning. Det danske bankkonsortium har dog spillet en sådan rolle, at det må omtales nærmere. I den forbindelse er det naturligt også at omtale de andre danske konsortier, som efterhånden blev dannet, om end de ikke fik større betydning for statens låneaktiviteter.

### 1. Det danske bankkonsortium

Privatbanken og vekselererfirmaet R. Henriques jr. var de danske repræsentanter for det konsortium, som stod for det første markedslån efter genoptagelsen af den udenlandske låntagning (5½% 1959-74 20 mio.USD, emitteret 5. februar 1959 i USA). Konsortiet for det andet markedslån (4½% 1959-74 50 mio.CHF, emitteret 10. juli 1959) havde alene Landmandsbanken som dansk repræsentant. Ved det første lån havde der været en kontrovers mellem den amerikanske investment banks Kuhn Loeb, som Finansministeriet i sommeren 1958 havde udpeget til lead manager for lånet, og Smith Barney, som mente (og blev støttet heri af Privatbanken), at have fået lovning på denne post. Resultatet blev, at Smith Barney fik en højere position i managementkonsortiet, end dette firma først var tiltænkt. Der havde også været en strid mellem Privatbanken og Henriques om tildeling af obligationer til de danske deltagere, og ved begge lån havde der været surhed hos de ikke deltagende danske institutioner. For at undgå sådanne stridigheder fremover dannede de tre hovedbanker (Handelsbanken, Landmandsbanken og Privatbanken) og vekselererfirmaet R. Henriques jr. på eget initiativ et konsortium med henblik på at bistå staten med den udenlandske låntagning.

Af finansministerielle notater fremgår, at ministeriet allerede i juni 1959 havde fået at vide, at et sådant konsortium var under opsejling, måske allerede dannet. På et møde med departementschefen den 16. oktober 1959 gav Privatbanken mere officiel besked herom, men tilføjede, at konsortiet endnu ikke havde holdt møde. I finansministerielle notater fra januar 1960 omtales eksistensen af konsortiet som en etableret kendsgerning, men i juni bliver det klart, at den ikke helt er på plads. Allerede i juli er der dog et møde i Finansministeriet "med repræsentanter for det danske konsortium for optagelse af offentlige udenlandske lån" om en lånesag. Helt officielt bliver det dog først i slutningen af året, da ordførende bank, Handelsbanken, beder om et møde mellem de fire medlemmer og finansministeren for at orientere om "det danske konsortium vedrørende udenlandske statslån". Mødet finder sted den 4. januar 1961. På dette møde tog ministeriet meddelelsen om konsortiets etablering til efterretning, idet man understregede, at ministeriet måtte være helt frit stillet og ikke følte sig forpligtet til at anvende konsortiet, hvilket konsortialdeltagerne tog til efterretning.

Det fremgår af et Nationalbanknotat fra juni 1959, at banken telefonisk var blevet spurgt, om den ville gå med i det da planlagte statslånekonsortium. Dette var ikke så underligt, som det nu kan lyde, idet Nationalbanken faktisk ved de to første udlandslån havde overtaget obligationsbeløb på lige fod med de private danske deltagere og også var leder af det indenlandske lånekonsortium, som staten dengang benyttede sig af, og som bl.a. omfattede de tre hovedbanker og Henriques. Svaret fra Nationalbanken var dog nej med følgende begrundelser:

Nationalbanken var den myndighed, som gav tilladelse til optagelse af lån i udlandet, og ville komme i en sær situation, hvis den blev medlem af et sådant fast konsortium.

Banken havde "sin egen politik" (se herom i kapitel 1, sektion 1) med hensyn til betimeligheden af udenlandske lån til Danmark, og dette var afgjort en hindring.

Det sidste argument var det afgørende. Det blev tilføjet, at udenlandske lån til Danmark næppe behøvede mellemænd, i hvert fald næppe, når det drejede sig om lån til Finansministeriet. På den baggrund forekommer det lidt vidtgående, at Privatbanken på ovennævnte møde i oktober 1959 i Finansministeriet oplyste, at Nationalbanken havde godkendt oprettelsen af konsortiet. Det havde nok været bedre at sige, at den havde taget det til efterretning.

Finansministeriet tilkendegav som nævnt, at det ikke følte sig forpligtet til at anvende det etablerede danske konsortium, men i praksis gjorde man (dvs. Staten og Hypotekbanken) det, så vidt det kan ses fra første færd. Medlemmerne af konsortiet havde aftalt, at hvervet som leder af det skulle gå på skift mellem de tre banker for et kalenderår ad gangen. Dette affandt ministeriet sig i en periode med, men efterhånden som lånene og dermed også uafsluttede sager ved formandsskifter blev flere, fandt man det upraktisk, og i december 1969 bad ministeriet Københavns Handelsbank, som havde været ordførende i 1969, om at fortsætte på posten "indtil videre og i hvert fald i 1970 og 1971". Selv om det blev tilkendegivet, at der heri ikke lå nogen kritik af de to andre banker, vakte beslutningen ikke behag hos dem, og den blev forsøgt ændret. Finansministeriet stod dog fast, men Handelsbanken kom alligevel kun til at være ordførende i to år. Selv om Finansministeriet i slutningen af 1970 tilkendegav, at man var indstillet på rotation på ordførerposten, om end ikke helt fast, gik hvervet som leder af konsortiet fra det tidspunkt, og til Finansministeriet ophørte med at bruge konsortiet, på skift mellem de tre banker for en periode på to år for hver i rækkefølgen Den danske Bank, Privatbanken og Handelsbanken, afsluttende med Den danske Bank i årene 1989 og 90.

Oprindeligt havde Henriques spillet en vigtig rolle i konsortiet. Det var blandt konsortiedeltagerne især dette firma, som i begyndelsen havde for-

stand på obligationsudstedelse i udlandet og havde forbindelser til de udenlandske – hovedsagelig amerikanske – arrangører, herunder Kuhn Loeb, som i en årrække, også efter at den amerikanske interest equalization tax (IET) fra 1963 i praksis havde forhindret udstedelse i USA, stod i spidsen for USD-obligationslånelånene (med en undtagelse i 1964, hvor der blev optaget et dollarlån med Hambro's Bank London som arrangør og lead manager), og også under regelmæssige besøg i København bistod med generelle råd om markederne. Efterhånden kom bankerne dog efter det, og Henriques gled i baggrunden. I 1982 kom Henriques Bank, som vekselererfirmaet havde oprettet i 1973, i vanskeligheder. Den blev overtaget af de tre hovedbanker med den begrundelse, at det kunne forurolige de udenlandske långivere, hvis en bank med samme navn som det i konsortiet deltagende vekselererfirma gik konkurs. I 1983 besluttede Finansministeriet at lade Henriques udgå af konsortiet. Året efter blev Henriques Bank i øvrigt overtaget af Varde Bank

Konsortiet havde følgende funktioner:

- ◆ at rådgive både om juridiske og markedsmæssige anliggender og om lånepolitikken
- ◆ at forhandle eller være med til at forhandle om lånevilkår
- ◆ at udføre en del af det praktiske arbejde, fx med juridiske dokumenter, rejser og underskrivelsesarrangementer ("signing ceremonies")

Alle funktionerne vedrørte kun den udenlandske låntagning. Da staten genoptog sin indenlandske låntagning i 1975, besluttedes det, at konsortiet ikke skulle bistå hermed. På dette felt etableredes der et snævert samarbejde med Nationalbanken.

Finansministeriet betalte som hovedregel ikke direkte for konsortiets indsats. Det aflønnedes gennem en provision for hvert enkelt lån, betalt af de udenlandske lånearrangører ud af den samlede provision, som staten betalte. Fastlæggelsen af størrelsen blev afgjort ved forhandling mellem konsortiet og de udenlandske arrangører. Finansministeriet deltog ikke i disse forhandlinger og fik ikke automatisk at vide, hvad der var blevet aftalt. På den anden side gav konsortiet beredvilligt oplysninger, når der blev spurgt.

I 1976 rejstes spørgsmålet om de danske bankers provision under et samråd den 17. marts med finansministeren i Finansudvalget. Samme dag blev der udarbejdet og oversendt et notat, hvori det hedder: "Staten betaler normalt ikke direkte provision til det danske konsortium. Man erlægger sædvanlige provisioner til det samlede emissionskonsortium. Fordelingen inden for konsortiet aftales i dette selv. Den danske gruppes andel er normalt ringe, og det må understreges, at nedsættelse af de beløb, som denne gruppe modtager, ikke ville medføre reduktion i statens samlede omkostninger, der som anført er sædvanemæssigt bestemt." Det tilføjes, at der i enkelte tilfælde var betalt direkte provision, og at dette således var sket i forbindelse med

optagelse af CHF-lån, da udenlandske banker ikke kunne optages i emissionskonsortiet. 11. august samme år spurgte Folketingets politisk-økonomiske udvalg, "hvilken provision og/eller anden indtægt der er tilfaldet de private pengeinstitutter, vekselererfirmaer mv., som har forestået statens udenlandske låntagning i denne regerings tid." Svaret (af 17. august) lød: "Ved låneoptagelse i udlandet betaler staten sædvanemæssige provisioner, hvoraf de danske banker får en andel, der fastsættes ved forhandling mellem de implicerede banker. Statens udgifter ville derfor næppe blive formindsket, hvis de danske bankers andel blev beskåret. I forbindelse med en enkelt låneoptagelse, statens 7,75% sfrcs.lån 1975-90 betalte man direkte provision til de danske formidlende banker; provisionen udgjorde 0,125% af lånebeløbet." 0,125% var dengang det normale niveau for konsortiets aflønning, bortset fra de større eurokreditter, hvor satsen var lavere. Året efter, i november 1977, kunne "Børsen" i forbindelse med en høring med lånekonsortiet citere en ledende medarbejder i Finansministeriet for at sige, at "vi kender ikke denne provisions størrelse og interesserer os heller ikke for, hvor meget det danske lånekonsortium får ud af det økonomisk. Derfor snakker vi aldrig provision med medlemmerne." Han tilføjede, at det alt-overvejende hensyn var, at statens samlede omkostninger ved låntagningen lå på linje med sammenlignelige låntageres.

I beretningen fra 1981 fra Rigsrevisionen om låntagningen fra 1975/76 til 1979 nævnes, at bankkonsortiet i perioden havde fået direkte provision af Finansministeriet i 3 tilfælde, nemlig foruden ovennævnte CHF-lån et lån på ca. 200 mio.kr. i 1976 og et på ca. 500 mio.kr. i 1979. I begge tilfælde betaltes 0,75 promille.

I nogle tilfælde efter 1980 fik man efter anmodning egentlig statistik over provisioner og bankernes skønnede omkostninger ved arbejdet for staten. En redegørelse for perioden 1979-82 viste, at for Statens og Hypotekbankens samlede låntagning på godt 50 mia. i perioden som helhed havde provisionen været 41,6 mio. eller knap 0,8 promille. Efter fradrag af omkostninger var der 14 mio. eller godt en kvart promille tilbage. Disse oplysninger var tilvejebragt, fordi der i Folketinget i august 1983 var blevet stillet spørgsmål om "størrelsesorden af hovedbankernes fortjeneste på samtlige statens forretninger", og de nævnte promilletal blev inkluderet i svaret). I perioden 1984-86 var den samlede provision godt 81 mio.kr., og de skønnede omkostninger godt 26 mio. For staten alene androg den samlede provision lidt over 0,6 promille af låntagningen på i alt 112 mia.kr. over de tre år. Den faldende tendens i provisionerne hang formentlig både sammen med, at låntagningen var blevet større, og at Finansministeriet havde interesseret sig mere for spørgsmålet. Konsortiet fik ikke provision af swaps eller af lån fra EIB.

Konsortiebankerne hævdede, at provisionen ikke blev overvæltet på staten, bl.a. på grund af manglende fuldkommenhed i konkurrencen på markedet.

Denne holdning var vel baggrunden for, at en direktør i den ordførende bank ved en offentlig "Management"-høring i København i september 1982 som svar på spørgsmålet, hvad man fik som betaling for at bistå staten, sagde: "Ikke en krone", men alligevel forekom dette udtryk os mildt sagt misvisende. Undertiden (det skete bl.a. flere gange i 1982 og 83) gav konsortiebankerne endda udtryk for den opfattelse, at de udenlandske banker normalt ikke ville acceptere lige så lave nettoprovisioner i forhandlinger direkte med staten, hvorfor en opgivelse af konsortiet ville føre til merudgifter for staten. Finansministeriet følte sig efterhånden ikke overbevist om, at konsortiebankerne havde ret. Man var kommet til den opfattelse, at eftersom alle de udenlandske arrangører måtte betale, var det en omkostning, som måtte indregnes i deres tilbud. De samlede formelle provisioner for obligationsudstedelser ("Management fees", "Underwriting fees" etc.) ville nok være de samme, selv om konsortieprovisionen blev afskaffet, men disse fees blev i vidt omfang videregivet til investorerne, og når arrangørerne havde mindre at videregive, måtte resultatet blive, at staten måtte betale en lidt højere effektiv rente end ellers. Når det gjaldt eurokreditterne, fastsattes management fees ved forhandling, og det må antages, at resultatet ikke var upåvirket af, at de danske banker skulle have en andel. For disse låns vedkommende var det også klart, at konsortiebankerne kunne lande i en interessekonflikt: På den ene side skulle de nå frem til et resultat, som de kunne anbefale Finansministeriet at acceptere, og på den anden side skulle de samtidig forhandle en provision hjem til sig selv.

Hvis det forholdt sig sådan, at konsortiets bistand faktisk kostede penge, opstod logisk det spørgsmål, om udgifterne stod mål med behovet. Det begyndte man i Finansministeriet at tvivle på i begyndelsen af 1980'erne. Det var ikke så meget fordi man troede, at andre kunne gøre det bedre. Pointen var mere, at Gældskontoret efterhånden havde fået så stor erfaring, at man ikke behøvede permanent rådgivning og hjælp, men kunne klare sig med konkret bistand ydet efter behov af danske eller udenlandske banker. Man var også opmærksom på, at det svenske Riksgäldskontor klarede sig uden mærket uden en indenlandsk konsortiekonstruktion. I 1977, da det Svenske Finansministerium skulle tilrettelægge udlandslåntagningen og bl.a. indhentede oplysninger om, hvordan man gjorde i Danmark, undlod man bevidst at kopiere den danske ordning.

I en lang periode havde de udenlandske lånearrangerende banker så vidt erindres ikke sat spørgsmålstejn ved konsortiekonstruktionen, men efterhånden blev der givet udtryk for stigende utilfredshed med den. Det påpegedes, at det kun var Danmark, som havde en sådan ordning. Det var rigtigt, men alternativet kunne være værre, idet der var nogle lande, herunder Frankrig, Belgien og til dels også Sverige, som krævede, at nationale banker var lead managers for deres lån. Et andet argument, som ofte fremførtes, var, at de ikke kunne stille konkurrencedygtige priser, når der skulle ydes

provision til de danske banker. Det argument var ikke holdbart, eftersom alle udenlandske banker jo i så henseende var ligestillet. Et yderligere argument var, at det var mere hensigtsmæssigt at gå direkte til Gældskontoret ligesom fx i Sverige end at skulle omvejen om ordførende bank i konsortiet. Gældskontoret sagde hertil, at man lagde vægt på at have direkte kontakt med de udenlandske banker (og det havde man da også i de fleste tilfælde), men at det også var vigtigt, at de talte direkte med Statens danske rådgivere. I mange tilfælde havde Gældskontoret og ordførende konsortiebank fællesmøder med besøgende udenlandske banker. Det var dog klart, at de udenlandske bankers voksende præference for at gå direkte til Staten uden om konsortiet bl.a. skyldtes, at markedet mere og mere blev præget af innovationer, som de ikke ønskede at indvi deres konkurrenter (altså de store danske banker) i. Derfor kunne det i visse situationer ligefrem blive en hemsko at have konsortiet som mellemed.

Endvidere ansås selve provisionssystemet for uholdbart. Man havde haft tanker om at ændre det, fx til et fast beløb eller en fast promillesats, betalt af Finansministeriet, men efterhånden modnedes tanken om at afskaffe konsortiet, selv om det ville nødvendiggøre en vis udvidelse af staben og anskaffelse af yderligere tekniske hjælpemidler i Statsgældskontoret. I 1984 lavede man nogle beregninger, som konkluderede i, at de skønnede udgifter i ministeriet til udlandslåntagningen på ca. 2,75 mio.kr. ville vokse med omkring 4,5 mio. Et senere skøn, lavet i slutningen af 1988, er lidt mere beskedent. Her tales der om merudgifter på godt 1,5 mio.kr. i første omgang stigende til lidt over 2,5 mio.kr. pr. år, når udbygningen er fuldt gennemført. Det var under alle omstændigheder et lille beløb, set i forhold til konsortiets provisioner, der, som det fremgår af ovenanførte tal, androg over 20 mio.kr. pr. år i midten af 1980'erne, men man kunne ikke være sikker på, at forskellen ville være ren nettobesparelse. Det ville, jf. bankernes argumenter, kunne påstås, at en sådan "omvendt privatisering" i virkeligheden havde gjort låntagningen dyrere, og det ville aldrig kunne fastslås, om det ene eller det andet var rigtigt.

Efterhånden som konsortiebankerne begyndte at arrangere lån for offentlige låntagere, som alternativt kunne låne fra Hypotekbanken, opstod der mulighed for en ny interessekonflikt, idet de samme banker jo var rådgivere for Hypotekbanken ved den låntagning, som skulle finansiere Hypotekbankens udlån. Det blev især aktuelt, efter at de regionale gasselskaber, som i en periode havde været tvunget til at optage udlandslån gennem Hypotekbanken, i 1986 fik lov til at låne ad anden vej (se herom nedenfor i sektion 2). Det blev fastlagt en oplysningsprocedure for konsortiebankerne, når de havde interesser i eget navn, men set fra låntagernes synspunkt måtte det forekomme sært, at en bank, som de fik tilbud fra, samtidig var rådgiver for en konkurrerende långiver.



I foråret 1989 indledtes på basis af et oplæg fra statsgældsafdelingen en drøftelse med konsortiet om eventuel tilpasning af dets rolle og aflønning. Før den var kommet særlig vidt annonceredes fusionen mellem Den danske Bank og Handelsbanken (til gennemførelse pr. 1. januar 1990). Den ville reducere konsortiet til at bestå af to medlemmer, og de ville i kraft af denne og andre fusioner (Andelsbanken, Privatbanken og SDS fusionerede i første halvår 1990) komme til at tegne sig for to trediedele af det danske pengeinstitutmarked. I Finansministeriet frygtede man, at det ville medføre kritik, hvis Staten havde permanent forbindelse til disse to banker. Et alternativ var at lade én af disse banker være rådgiver, enten indtil videre, udpeget efter en drøftelse af størrelsen af kommissionerne, eller på skift efter et rotationssystem. Efter en del overvejelser blev det dog i august 1990 besluttet at afskaffe konsortiet med udgangen af året (hvor et toårigt formandskab, bestridt af Den danske Bank gik til ende). Formuleringen i den udsendte pressemeddelelse var: "Finansministeriet har .... besluttet, at ordningen med et fast konsortium ændres til, at Finansministeriet – ligesom ved anden konsulentbistand – ad hoc indhenter rådgivning udefra". Anvendelsen af ordet "udefra" indebar, at ministeriet stod frit med hensyn til valg af indenlandsk eller udenlandsk rådgiver fra tilfælde til tilfælde. I statsgældsafdelingen regnede man ikke med, at det ret ofte ville blive nødvendigt at indhente ekstern rådgivning, og eftertiden må siges at have bekræftet det.

Den foreslåede udvidelse af statsgældsafdelingen blev ikke til noget, idet det i slutningen af 1990 besluttedes at overveje at flytte gældsadministrationen ud af ministeriet, idet det ikke ansås for en departemental funktion. Som bekendt blev resultatet, at Danmarks Nationalbank overtog opgaverne og de fleste medarbejdere pr. 1 juli 1991.

## 2. Andre danske konsortier

Konsortiekonstruktionen havde ikke været populær blandt andre danske pengeinstitutter, herunder sparekasserne, efter at de ved bank- og sparekasseloven af 1975 var blevet ligestillede med banker. Utilfredsheden voksede i takt med, at institutterne i løbet af 1970'erne udvidede deres internationale engagementer. De anførte, at systemet gav konsortiebankerne en urimelig fordel internationalt, og hævdede, at *de* også havde deres internationale forbindelser, som kunne hjælpe med supplerende lånemuligheder.

Finansministeriet sagde hertil, at det ikke var på grund af placeringsevne, at konsortiet var sammensat, som det var, men fordi dets medlemmer havde et for Finansministeriet nyttigt markedskendskab, og at der ikke var grund til at tro, at andre kunne gøre det bedre.

I 1979 trak finansminister Knud Heinesen i et brev til Andelsbanken linjerne således op: "Vor ordning med konsortiet forbyder, at andre kan optræde over for udenlandske banker mv. som havende mandat for Staten til at fremskaffe lånetilbud. Ordningen indebærer også, at den normale fremgangsmå-

de for en udenlandsk bank, der ønsker at tilbyde et lån til Staten (og ikke henvender sig direkte til denne), er at gå via konsortiets ordførende bank fremfor et andet dansk pengeinstitut." Det blev derefter nævnt at der havde været undtagelser. Fx havde Gudme Raaschou i 1971 været co-manager for et Unit of Account-lån, fordi selskabet havde et særligt nært forhold til lead manager. Herefter hed det: "På tilsvarende måde vil der også i fremtiden kunne opstå situationer, hvor andre danske banker kan få en rolle sammen med konsortiet, eller hvor konsortiet slet ikke er indblandet, men det må forblive undtagelser, for ellers udhules konsortiets autoritet og dermed muligheden for med gennemslagskraft at optræde og forhandle på Statens vegne."

I juli 1983 udtalte finansminister H. Christophersen i et svarbrev til Jyske Bank, som havde ønsket at blive inkluderet i den kreds af pengeinstitutter, som rådgav og medvirkede ved Statens låntagning, at det var vigtigt at statens konsortiebanker havde en bred international kontaktflade, men havde de det, ville grænsenyttens af at inddrage en yderligere bank være beskeden. Ministeren skrev videre, at han ikke var i tvivl om, at arbejdet som Statens rådgivere gav prestige, men at han mente, at det ville få uoverskuelige konsekvenser og forringe konsortiets effektivitet, hvis Staten skulle dele sol og vind lige mellem et større antal danske banker og sparekasser. Derfor afviste han ændringer, men tilføjede, at Finansministeriet altid var villigt til at overveje tilbud, som fremkom uden om det etablerede konsortium, at man ville respektere et evt. ønske om, at konsortiet ikke fik kendskab til en henvendelse, men at man normalt ikke ville være villige til at føre en sag igennem til en egentlig lånetransaktion uden at have drøftet den med konsortiet.

Der blev etableret to andre danske konsortier, ikke kun i forsøg på at gøre rangen stridig for Statens konsortium, men bl.a. for at betjene andre offentlige låntagere. Således oprettede i oktober 1980 SDS, Andelsbanken, Provinsbanken og Fællesbanken et konsortium, kaldet "Dansk Projektfinansiering". Finansministeriet bestemte efter at det i november 1980 var besluttet, at de regionale gasselskaber skulle gå igennem Hypotekbanken, når de ville låne i udlandet, at "Dansk Projektfinansiering" skulle alternere med det hidtidige konsortium ved Hypotekbankens optagelse af lån til disse gasselskaber, "Gaskassen". Man antog, at "Dansk Projektfinansierings" medlemmer typisk havde nærmere forbindelse med gasselskaberne end hovedbankerne havde. Det første lån under denne overskrift, som "Dansk Projektfinansiering" stod for, blev arrangeret i august 1981.

Det viste sig at være lidt upraktisk at arbejde med to konsortier: En udenlandsk bank kunne have problemer med at finde ud af, hvilket konsortium den skulle kontakte med et givet lånetilbud, idet den ikke kunne vide, om det ville være af interesse som "gaslån" eller i øvrigt for Staten eller Hypotekbanken, og hvis den så henvendte sig til Statsgældskontoret, måtte dette bedømme tilbuddet forud for drøftelse med de danske rådgivere. Efter få år



bortfaldt problemet, idet gasselskabernes tvangsmæssige binding til Hypotekbanken blev ophævet med virkning fra 1. juli 1986. Ud over sit arbejde for Hypotekbanken medvirkede "Dansk Projektfinansiering" endvidere i 1984 ved et lån til staten, arrangeret af Bank der Bondsspaarbanken, Amsterdam (75 mio.NLG 1984-94).

Det andet konsortium var "Det regionale Lånekonsortium", stiftet i marts 1982 og bestående af 10 (oprindeligt 13) regionale sparekasser og banker samt Arbejdernes Landsbank Konsortiet skulle primært satse på regionale finansieringsopgaver, men henvendte sig også til Staten med låneforslag, og det kom til at stå for et variabelt forrentet banklån 1984-91 på 50 mio.GBP, arrangeret af Central Trustee Savings Bank og ydet af en lille gruppe britiske sparekasser. Konsortiet havde overbevist ministeriet om, at disse penge kom fra nye kilder. Det regionale konsortium fik 0,07% i provision for dette lån.

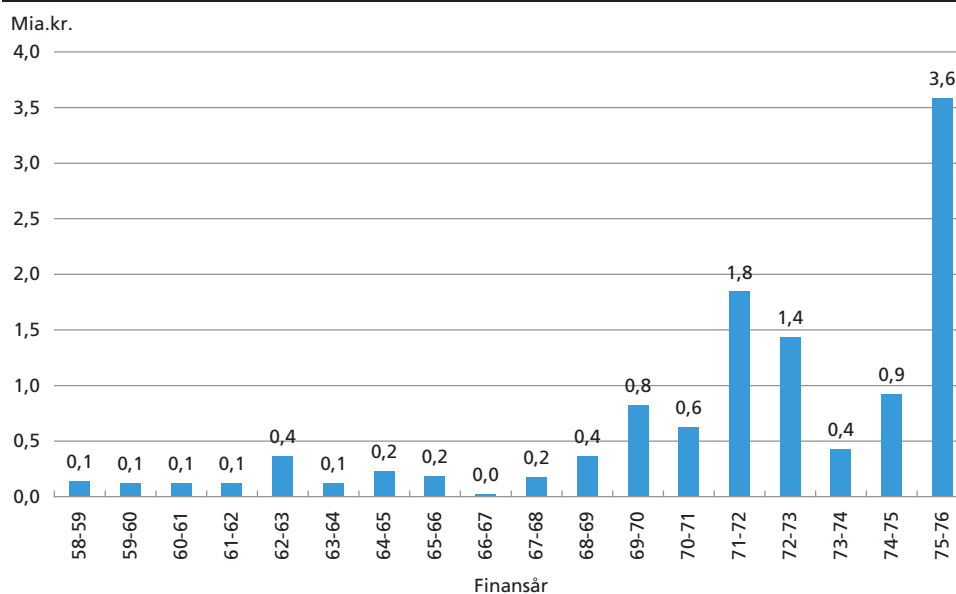
Jyske Bank var ikke med i nogen af de alternative konsortier.

## KAPITEL 3. LÅNTAGNINGEN

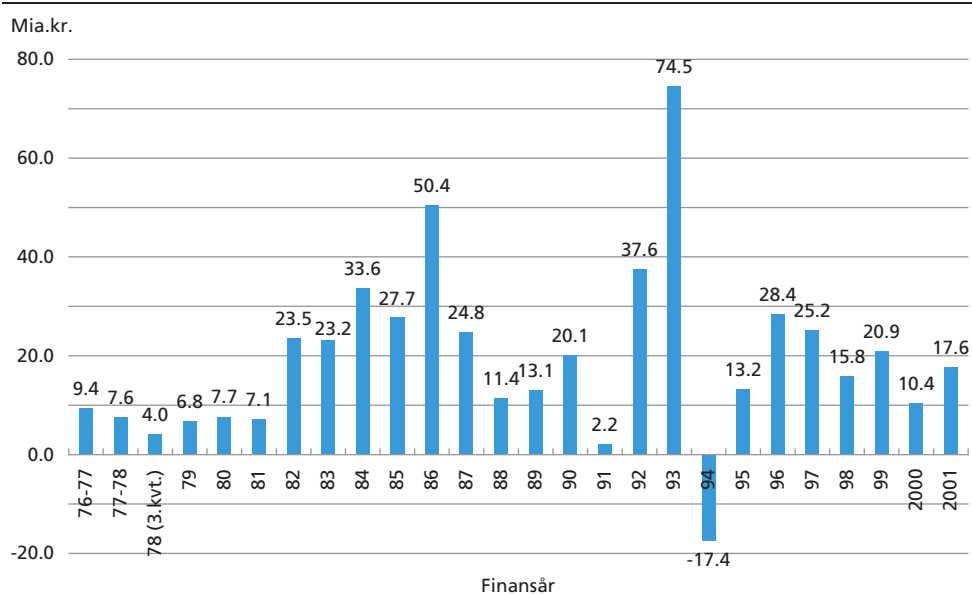
### 1. Låntagningen i de enkelte år

I figur 1 og 2 er vist Statens samlede udenlandske bruttolåntagning henholdsvis i perioden 1958/59-75/76 og perioden 1976/77 til og med 2001. Opdelingen i to figurer skyldes, at låntagningen i de første år med en senere tids målestok var så beskednen, at variationerne i den ikke ville blive synlige

STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING 1958/59-1975/76 Figur 1



STATENS UDENLANDSKE LÅNTAGNING 1976/77-2001 Figur 2



på én figur. Tallene er ikke helt konsistente, idet der i nogle år er anvendt hovedstolstal (det vil sige, at lånene er opgjort efter det beløb, som skal tilbagebetales), i andre er der tale om kursværdier. Forskellen er dog ikke stor.

Det negative lånetal i 1994 skyldes, at der i dette år var en stor nedbringelse af commercial paper-udestående, som regnes netto. Det "indenlandske" ecu-lån i 1992, som senere blev omklassificeret til udenlandsk gæld, er her hele vejen regnet for udenlandsk. Låntagningen kom i 1993 op på det største nogensinde som følge af de meget store interventioner op til indførelsen af de brede udsvingsgrænser i EMS 2 i august, og det manglende hurtige reflow derefter.

I resten af dette kapitel er der en mere eller mindre kronologisk oversigt over udviklingen i låneformer og til dels -metoder. De er beskrevet nogenlunde i den rækkefølge, hvor de første gang optræder, men der er derefter gjort vold på kronologien, idet beskrivelsen af et fænomen er samlet på et sted, selv om det tidsmæssigt overlapper andre.

## 2. Foreign Bonds og Eurobonds

I tiden fra den udenlandske låntagning blev genoptaget i 1959 og frem til og med 1963 blev der optaget to lån i Verdensbanken (i 1959 og 1963) og udstedt et antal "foreign bonds", (foreign bonds er obligationslån på et andet lands indenlandske marked) i Schweiz, Sverige og USA.

I 1963 indførtes en Interest Equalization Tax (IET) i USA, og derefter blev dollarlånene emitteret uden for USA, altså på Eurobondmarkedet (IET og den generelle udvikling i euromarkedet er omtalt i bilag 2). Det var en betydelig lettelse, idet dette marked ikke var reguleret, og formaliteterne derfor efterhånden blev reduceret. De amerikanske myndigheder havde ikke noget imod denne anvendelse af dollaren, men en henvendelse fra det amerikanske finansministerium lige efter det første USD-lån, som den danske stat optog uden amerikanske huses deltagelse (25 mio.USD 5,5% 1964-84), viser, at man i hvert fald til at begynde med mente, at der burde være en amerikansk investeringsbank med i emissionskonsortiet. Derimod tillod myndighederne for de andre lånevalutaer endnu i mange år ikke, at de brugtes på euromarkedet, og man fortsatte derfor med at udstede "foreign bonds" eller "private placements" (dvs. ikke børsnoterede obligationer eller anden form for gæld) på disse markeder. Til disse valutaer føjede sig i 1968 DEM (statens første DEM-lån var en privat placering på 150 mio.DEM til 6½% med 12 års løbetid, arrangeret af Dresdner Bank). Efterhånden kom offentligt emitterede obligationer i form af foreign bonds, eurobonds og "private placements" til i flere andre valutaer til (LUF, FRF og BEF fra 1972, NLG fra 1975, JPY fra 1976 – se herom nedenfor, sektion 12 - og GBP fra 1980).

DEM gjorde efter starten i 1968 hurtigt dollaren rangen stridig som den danske stats vigtigste lånevaluta, og i slutningen af 1970'erne blev gælden i DEM større end gælden i USD. Westdeutsche Landesbank Girozentrale, en halvoffentlig bank, kom til at spille en stor rolle i DEM-låntagningen. Forbindelsen med Westdeutsche Landesbank startede i 1969. I maj det år kom banken via den engelske Merchant Bank Hill Samuel med et tilbud om en

større DEM-lånepakke. Der var brug for pengene, da valutareserven var eroderet, og brug for dem hurtigt, så man kunne ikke afvente gennemførelse af en normal obligationsudstedelse. Westdeutsche tilbød derfor en "Überbrückungskredit" på 235 mio.DEM, som løb fra maj til juli og august, hvor den afløstes af et offentligt obligationslån på 150 mio.DEM (7% 1969-84) og to private placeringer (6,75% 60 mio.DEM 1969-89 og 6,75% 40 mio.DEM 1969-79). Det blev indledning til et langvarigt samarbejde med Westdeutsche, som blev lead manager på alle statens (og Hypotekbankens) offentlige DEM-obligationslån i mange år. Westdeutsche var vel nok den udenlandske bank, som den danske stat havde den tætteste forbindelse med.

Selv efter ophævelsen af IET i 1974 optog staten de fleste af sine dollarobligationslån på euromarkedet, men der blev dog efter adskillige års pause også tale om enkelte "Yankee"-lån. Det første i denne omgang var 14% 100 mio.USD 1981-88.

Til og med 1970 var alle statens udenlandske lån fast forrentede. I 1971 blev det første variabelt forrentede lån optaget. Det var et banklån (se sektion 9). Først i 1980 kom variabelt forrentede obligationslån til (se sektion 11).

Den måde man optog obligationslånene på ændredes en del i tidens løb. Langt den vigtigste ændring var overgangen fra den klassiske emissionsform til "bought deal"-systemet og "competitive bidding". Den er beskrevet i kapitel 4.

### 3. SAAB-lån

I forbindelse med regeringens kontrakt med SAAB om levering af "Draken"-fly til det danske forsvar blev det aftalt, at der fra svensk side skulle stilles lån til rådighed for den danske stat svarende til forsvarets betalinger under kontrakten. Det blev til følgende langfristede lån, som blev optaget af SAAB på det svenske marked (bortset fra lånet på 5,6 mio.SEK, som blev ydet af SAAB af egne midler) og genudlånt på samme betingelser:

1968	6,25%	1968-88	50 mio.SEK
1968	6,25%	1968-88	5,6 mio.SEK
1969	7%	1969-89	50 mio.SEK
1970	7,5%	1970-90	50 mio.SEK
1971	7,5%	1971-91	50 mio.SEK
1972	7,25%	1972-92	50 mio.SEK

Endvidere ydede SAAB i 1970 etårige kreditter i CHF, USD og NLG. Kreditterne blev senere forlænget og i 1972 erstattet af et 7,5% 1972-87 500 mio.BEF. Dette lån blev dog optaget direkte af den danske stat, og var således ikke et lån fra SAAB, men blot formidlet af selskabet. Det samme gjaldt det sidste "SAAB-lån" (28 mio.CHF 6,5% 1972-77). Lånene androg i alt 503 mio.kr., som meget nær svarede til det danske forsvars betalinger.

Det førstnævnte 1968-lån blev af staten genudlånt til danske elværker.

Fordelen ved SAAB-lånene har formentlig været beskeden. I det omfang der var tale om genudlån, har staten undgået at belaste markedet i eget navn, men det er næppe sandsynligt, at SAAB selv på det svenske marked har fået lånene billigere, end den danske stat kunne have fået dem. Derimod kan det være, at Danmark gennem denne ordning har fået flere SEK-lån, end man ellers kunne have fået.

#### **4. Sammensatte "valutaer"**

Ud over forskellige enkeltvalutaer har man også på euromarkedet anvendt en række sammensatte enheder (i form af simple valutakurve eller regningsenheder med særlige regler for værdiregulering). De vigtigste var SDR, EUA og ecu. Bortset fra ecu er ingen af dem dog blevet nogen succes. Det skyldes måske, at det efterhånden blev muligt på de nationale markeder og på euromarkedet at benytte et stort antal valutaer, således at investorer og større låntagere valutarisk kunne sammensætte deres portefølje nogenlunde som det passede dem. Mindre låntagere kunne have det problem, at de forhåndenværende standardvalutakurve ikke lige passede til deres risikoprofil.

##### **4.1. Units of Account**

Den første af disse enheder, som fremkom (den blev allerede i 1961 benyttet ved en obligationsudstedelse), var European Unit of Account (EUA eller blot UA – beskrevet nærmere i boks 1), der var baseret på valutaernes guld-værdier (dengang havde man et guldparivalutasystem), men som først kunne ændre værdi, udtrykt i guld, når alle 17 såkaldte referencevalutaer havde ændret deres guld-værdi, og da endda ikke i alle tilfælde. Dermed skulle både låntager og investor kunne regne med en mere stabil udvikling i gæld/tilgodehavende end ved lån i en enkelt valuta.

Det første danske EUA-lån var på 10 mio.EUA og blev optaget af en gruppe på 7 solidarisk hæftende københavnske forstadskommuner i 1964. I årene derefter foretog danske offentlige enheder yderligere 4 EUA-udstedelser. I juni 1971 optog den danske stat sit første og eneste lån af denne art (8% 1971-86 25 mio.EUA. 1 EUA var da lig 7,58 kr.)

Staten var uheldig med timingen af sit EUA-lån. Kort efter at det var blevet optaget, suspendede de amerikanske myndigheder dollarens guldindløselighed, og en lang række lande lod deres valutaer flyde. Efter Smithsonian agreement i december 1971 indførte IMF centrankurser i stedet for parikurser, og valutaernes udsvingsgrænser blev udvidet fra 1% til 2,25%. Det var dog fortsat meget mere almindeligt end før med flydende valutakurser. Hermed var forudsætningerne for definitionen af UA bristet, og da norske UA-låntagere tog initiativ til et forsøg på at få justeret definitionen for de udestående lån, sluttede det danske finansministerium og andre danske UA-låntagere sig til. De norske låntagere fik af professor, dr.jur. Carsten Smith,

Oslo Universitet, udarbejdet et responsum, som bl.a. mundede ud i, at centrale kurser burde erstatte parikurser, og at valutaer med flydende kurser ikke kunne anvendes som referencevalutaer. Dette responsum blev i marts

UNITS OF ACCOUNT	Boks 1
<p>European units of account (EUA) var baseret på den afregningsenhed, som blev brugt i den europæiske betalingsunion, European Payment Union (EPU). EPU blev grundlagt i 1950 som clearingmekanisme for de europæiske valutaer, og opløst i 1958. Afregningsenheden blev første gang brugt ved obligationsudstedelser i 1961 ved en eurobondemission for en portugisisk låntager (SACOR, 5 mio.EUA 5,75% 17 års lån) – i øvrigt den første euroemission i det hele taget. Dette hænger måske sammen med, at man frit kunne benytte EUA, som ikke var noget lands valuta, og altså ikke var afhængig af de enkelte landes modvilje mod emissioner uden for deres lokale kapitalmarked og ønsker om at kontrollere udstedelser i deres valuta.</p> <p>Det var først og fremmest de luxemburgske banker med Kredietbank i spidsen, som promoverede denne enhed. I Danmark fremkom især vekselererfirmaet Gudme Raaschou med forslag til forskellige offentlige låntagere om at benytte den. Det danske konsortium og Statsgældskontoret var, i hvert fald til at begynde med, ikke begejstret for EUA. Så sent som i 1968 hedder det i et af de årlige låneprogrammer, at enheden er kompliceret og at "i betragtning af markedets ringe omfang og ubefæstede karakter bør staten eller andre velindarbejdede danske debitorer ikke benytte det", og også i forbindelse med beslutningen i 1971 om at optage et sådant lån var der røster i Statsgældskontoret, som talte imod, men de blev altså overrulet. Også Nationalbanken advarede kraftigt mod den: Det var helt uoverskueligt, hvad lånene kunne komme til at koste, og man kunne risikere retssager af samme art som sagerne om guld Klausuler i 1930'erne.</p> <p>Ideen med at bruge EUA var at reducere valutakursrisikoen i forhold til anvendelsen af enkelte fremmede valutaer eller for den sags skyld en valutakurv. Værdien af EUR blev fastsat til 0,8887 gram guld, svarende til den daværende paritetsværdi for USD, og man beregnede dens paritetsværdi i hver af de 17 europæiske referencevalutaer (USD var altså ikke en referencevaluta) på basis af deres guldværdi. CHF var en af disse valutaer, selv om de schweiziske myndigheder havde protesteret mod denne anvendelse af deres valuta. Hvis en referencevaluta blev op- eller nedskrevet, blev værdien af EUA udtrykt i denne valuta blot formindsket eller forøget i samme omfang. Guldværdien af EUA blev med andre ord ikke ændret som følge af en sådan isoleret kursjustering. Først når alle referencevalutaer havde ændret paritet, heraf mindst to trediedele i samme retning, ville værdien af EUA blive ændret, og da kun i samme omfang som den valuta, der havde udvist mindst ændring.</p> <p>Selv uden ændring af guldværdien af UA kunne investor score en vis gevinst på valutakursudsving. Han kunne nemlig fra termin til termin vælge, hvilken af referencevalutaerne han ville have betaling i og derved udnytte de tilladte små udsving omkring pariteten (frem til begyndelsen af 1970'erne 1%) samt det forhold, at valutaerne undertiden blev gjort flydende uden paritetsændring.</p> <p>Efter en pause i EUA-emissioner som følge af ustabile valutaforhold reducerede man i 1973 (for nye lån) antallet af valutaer til de 9 EF-medlemslandes valutaer, men byggede fortsat på pariteter udtrykt i guld. Samtidig blev det bestemt, at flydende valutaer ikke kunne anvendes som referencevalutaer. Efter at valutafondenoverenskomsten pr. 1. april 1978 var blevet ændret, således at guld ikke mere var basis for det internationale valutasystem, og de til IMF anmeldte paritetskurser var bortfaldet, droppede man i 1979 også for EUA forbindelsen til guld, og EUA blev i stedet (igen kun for fremtidige låns vedkommende) knyttet til EFs ecu, som var en valutakurv, jf. nedenfor i afsnittet "ecu".</p> <p>I Danske Statslån 1970/71, side 6ff findes i anledning af Statens UA-lån i 1971 en grundlig beskrivelse af EUA.</p>	

1973 sendt til lead manager for lånene, Kredietbank i Luxembourg. Kredietbank og dens juridiske rådgivere var enige i, at centalkurserne burde erstatte parikurserne (som udtryk for valutaernes guldværdi), og det skete med

virkning for betalinger fra 19. marts 1973. Derimod godkendte de ikke, at flydende valutaer skulle udskydes. Det havde de nok juridisk set ret i. Initiativet løb ud i sandet, og det blev fatalt, at schweizerne – der ikke var medlem af IMF og først blev det 29. maj 1992 – ikke ophævede CHF's gamle guldværdi, men blot lod valutaen flyde i forhold til den. UA blev derfor ved med at have den oprindelige værdi, omregnet til CHF, nemlig 4,17, og CHF steg så meget i kurs, at investorerne som en selvfølge valgte den som betalingsvaluta.

Denne udvikling førte til, at statens UA-lån i realiteten blev til et 8% CHF-lån. UA-lånet kunne for første gang førtidsindfries pr. 25. juni 1979 (til kurs 101,75), og der skulle gives 90 dages varsel. Da fristen nærmede sig, kunne man optage et CHF-lån til ca. 4% rente, så der var kun den risiko, at schweizerne ajourførte guldværdien, så den kom til at svare til valutaens markedsværdi. Hvis de gjorde det, ville værdien i DKK af restgælden på 17 mio.UA falde fra 215 til ca. 145 mio. Man anså dog en sådan ændring for usandsynlig inden for en nærmere fremtid og besluttede at opsige lånet.

Det er måske skæbnens ironi, at et lån optaget i en enhed, som skulle være sikret imod ekscessive kursstigninger, netop blev til et lån i (nok) den valuta som steg mest. CHF-kursen i DKK steg i perioden fra Staten fik sit UA-lån og til det blev opsagt med ca. 70%, mens fx DEM kun steg med 31%. Man må indrømme, at den tidligere tilbageholdenhed og Nationalbankens advarsler mod at udstede obligationer, denomineret i EUA, havde været velbegrundede.

Staten benyttede som nævnt kun den ene gang UA-markedet, men andre offentlige, danske enheder brugte det adskillige gange siden, frem til og med 1980 – med den til enhver tid gældende definition. Blandt dem var Hypotekbanken (1979).

#### **4.2. Ecu**

Ecu er beskrevet i boks 2.

Den første obligationsemission, denomineret i ecu, fandt sted i 1981 (ifølge én kilde 30 ifølge en anden kilde 35 mio. 13% 6 års ecu for det italienske teleselskab SOFTE). Den danske stats første ecu-lån blev optaget på euro-markedet i 1984 (10,75% 75 mio.XEU 1984-91). Ecu-obligationer blev en betydelig større succes end nogen af de andre sammensatte valutaenheder.



Ecu (European Currency Unit) blev indført af EF i 1979 som afløser for – og med samme værdi som – EFs regningsenhed EUA (European Unit of Account, på dansk ERE), der havde eksisteret siden 1975. Både EUA og ecu var defineret som en kurv, dvs. en sum af bestemte mængder af de da 9 medlemslandes valutaer. Den ovenfor omtalte EUA, som blev brugt ved obligations-emissioner, var således ikke i tiden før 1979 identisk med EFs regningsenhed. Fx var værdien af obligations-EUAen ultimo marts 1978 12,19 kr. mens ERE stod i 7,01 kr.

Den officielle ecu – kurven – blev kun benyttet inden for EMS-samarbejdet og mellem EF-institutioner. På markedet for ecu-obligationer anvendtes den private ecu (markeds-ecuen), som udviklede sig til en selvstændig valuta: Når man skulle betale i ecu måtte man købe dem i markedet. Indtil midten af 1989 var et antal private banker dog villige til i stedet at modtage betaling i komponentvalutaerne, og derfor holdt kursen på de private ecu sig nær ved kursen på den officielle. Da der ikke var nogen myndighed, som sørgede for at afvigelserne ikke blev for store, kunne udsving i udbud og efterspørgsel efter midten af 1989 fremkalde større diskrepanser, og i midten af 1990'erne så man tilfælde, hvor den private ecu lå helt op til ca. 3 pct. under den officielle. Det var tidligt klart, at når den fælles valuta indførtes i ØMU, ville omvekslingsforholdet mellem den og den officielle ecu blive 1:1. Det står i Maastrichttraktaten, som trådte i kraft 1. nov. 1993. Der var også en forventning om, at den private ecu til sin tid ville smelte sammen med den fælles valuta (som i 1997 fik navnet "euro"), men så længe det var usikkert, om og hvornår den fælles valuta blev en realitet, kunne værdien af den private ecu svinge en del i forhold til den officielle.

Der var endvidere det problem, at definitionen af ecu i forskellige private kontrakter, herunder lånekontrakter, kunne være sådan, at kontrakterne ikke uden videre ville blive redefinieret i den fælles valuta. I nogle kontrakter benyttedes en definition, som ikke forudså den monetære unions komme og derfor ikke havde bestemmelser om, hvad der skulle ske til den tid. Det gjaldt fx den danske stats "københavnske" ecu-lån på 1,3 mia.XEU fra 1992. Under forhandlingerne med lead managers søgte Nationalbanken at få ajourført definitionen af ecu, men forgæves. Bankernes argument var, at ændring af definitionen, selv til det bedre, ville få det danske statslån til at skille sig ud fra andre og dermed skabe usikkerhed blandt investorerne. I 1997 fastlagde EU en formodning om, at hidtidige kontrakter i ecu ville blive til kontrakter i euro i forholdet 1:1, med mindre andet specifikt var aftalt. Man måtte nøjes med en formodning, idet man ikke kunne afskære domstolene fra at dømme anderledes på det for kontrakten gældende retsgrundlag.

Det viste sig, at der ikke var nævneværdige problemer ved overgangen til euro. Den private ecu blev til euro i forholdet 1:1 og det samme gjaldt ecuen ifølge de forskellige kontrakter.

#### 4.3. Andre sammensatte enheder

Da valutafondens SDR havde eksisteret i nogle år, begyndte man (i 1975) at bruge den som obligationsvaluta på euromarkedet. Den fik dog aldrig nogen stor udbredelse her, og den danske stat optog aldrig noget SDR-lån.

Et antal andre sammensatte eller kunstige valutaer så dagens lys, men de havde heller ikke stor succes og fristede ikke det danske finansministerium over evne.

#### 5. Den europæiske Investeringsbank (EIB)

Meget hurtigt efter at Danmark var kommet ind i fællesmarkedet, nemlig allerede i 1973, begyndte vi at optage lån i EIB. Denne låntagning blev dog ikke af væsentlig betydning for staten. Kun 3% af statens samlede låntagning i perioden 1973-2001 stammede fra EIB. EIB og den danske låntagning er omtalt i kapitel 9 og bilag 3.



## 6. Den nordiske Investeringsbank (NIB)

I 1976 blev NIB, efter at der havde været talrige tilløb i efterkrigstiden, oprettet. Bortset fra, at Staten i 1981 overtog et lån, som NIB oprindeligt havde ydet til Det danske Stålvalseværk, har Staten selv ikke lånt i NIB.

## 7. Recyclingfaciliteter

Det var naturligt, at der efter de store olieprisforhøjelser i 1973-74 (prisen firdobledes) i forskellige internationale fora (EF, OECD, IMF) påbegyndtes bestræbelser på at etablere officielle recyclingfaciliteter, dvs. ordninger, hvorefter OPEC-staternes overskud, helst direkte, uden om markederne, kunne stilles til rådighed for de ramte lande, som så i fællesskab skulle kautionere for hverandre. Nogle af disse faciliteter blev til noget, således *EFs fælleslåneordning* (under hvilken Frankrig Italien og Irland optog lån) og *IMFs "oliefacilitet"* (som især blev brugt af udviklingslande). Danmark undlod at udnytte disse ordninger, da der ville blive knyttet økonomisk-politiske betingelser til lånene, og det kunne svække vor kreditværdighed. Det viste sig også relativt hurtigt, at der for de udviklede lande ikke var brug for officielle recyclingfaciliteter: De finansielle markeder var fuldt ud i stand til at klare udfordringen, i første omgang ved udviklingen af syndikerede bankkreditter. I 1972 arrangeredes kreditter for 6,8 mia.USD. Efter den første oliekrise kom man op på 29,2 mia.USD i 1974 og efter at oliepriserne i 1979-80 var blevet mere end fordoblet blev det tilsvarende tal i 1981 181,0 mia.

## 8. Direkte lån fra olielande

Selv om recyclingprocessen efter 1973 gik ganske godt med de internationale banker som arrangører og (for de syndikerede kreditters vedkommende) egentlige mellemlid, var det nærliggende for statslige låntagere at søge at få lån direkte fra olielandene. I princippet skulle man kunne spare provisioner og rentemarginal. Danmark var ikke initiativtager på dette felt, men gik dog ret tidligt ind. Efter en del forhandlinger blev der den 4. december 1974 underskrevet et "memorandum of understanding" mellem den danske og den iranske regering, hvorefter den iranske regering (ved Finansministeriet) erklærede sig villig til over de næste to år at udlåne i alt 150 mio.USD, fordelt på tre trancher, til offentlige enheder i Danmark med Statens garanti. Fra dansk side havde man ønsket lån direkte til den danske stat, men det kunne man ikke komme igennem med. Lånene skulle være serielån, der løb 5 år efter udbetalingen og blev forrentet med LIBOR+1%. Låntager blev Hypotekbanken, og de tre trancher blev hjemtaget i 1975, 76 og 77. Lånene var på det tidspunkt, hvor betingelserne blev aftalt, nogenlunde på markedsvilkår, måske en anelse bedre, men arbejdet med at få aftalen på plads var betydeligt.

I juli 1980 indgik Finansministeriet aftale med Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) om fastforrentede 6-årige stående lån i CHF (100 mio. til

6,875%) og NLG (80 mio. til 10,875%). Udbetalingskursen var 100. Det var under forhandlingerne SAMA's mål, at man skulle lande på præcis de vilkår for Danmark, som vi skulle betale på markedet, og så vidt det kunne fastslås, blev det også resultatet. SAMA havde folk fra internationale banker (herunder vist Bank of England) ansat som rådgivere og optrådte yderst professionelt. Låneaftalen var med et i forbindelse med en aftale på et andet felt med Saudi Arabien – her med tvivlsom ret – anvendt udtryk klokkeren. På nævnte tidspunkt havde Sverige, Finland og Norge allerede taget lån fra SAMA, Norge vist så tidligt som i 1975. Ifølge oplysninger fra svensk side, havde det tidligere været sådan, at SAMA var villig til at videregive 25% af forskellen i markederne på "Cost to Borrower" og "Yield to Investor" til låntageren, men efterhånden tog SAMA det hele.

I 1981 kontaktede Finansministeriet atter SAMA med henblik på et yderligere lån på svarende til ca. 100 mio.USD. SAMA svarede henholdende, med en anmodning om, at vi henvendte os igen i begyndelsen af 1982. Det gjorde vi vist nok ikke, og i hvert fald blev det ikke til flere lån fra SAMA.

## **9. Eurobankkreditter.**

Alle lån, som staten optog frem til og med 1970 var fastforrentede, men i løbet af 1970'erne blev bankkreditter og herunder især syndikerede kreditter på euromarkedet den dominerende låneform i statens udlandslåntagning. Sådanne kreditter var variabelt forrentede lån, ydet af en gruppe banker med de andele, de havde tegnet sig for.

Syndikerede bankkreditter var kendt før den første oliekrise i 1973, men udviklede sig eksplosivt efter den. De var et effektivt instrument i recyclingen af olielandenes store betalingsbalanceoverskud, idet en stor del af disse overskud anbragtes som kortfristede indskud i internationale banker. I 1974 var således godt 50% af olielandenes samlede kasseoverskud placeret som bankindskud. I årene derefter faldt andelen, men i 1979 efter den anden oliekrise kom den op på hele 66% (kilde: IMF og Bank of England).

Teknikken indebar, at bankerne påtog sig kreditrisikoen og refinansieringsrisikoen, idet de ydede langfristede lån på basis af kortfristede indskud. Der var dog i aftalerne bestemmelser om, at de kunne komme ud af engagementet, hvis det blev gjort ulovligt for dem at fortsætte lånet. Bankerne havde stort set ingen renterisiko, og der var bestemmelser, som sikrede at de kunne overvælde øgede udgifter, fx hidrørende fra forøgede reservekrav eller deponeringsforpligtelser, på låntager.

Lånene blev enten udbetalt på én gang eller kunne trækkes over en periode. Efterhånden blev det også almindeligt, at man kunne tilbagebetale og trække igen i løbetiden, ligesom revolverende kreditter (lån, hvor udeståendet kunne køres op og ned i hele løbetiden) og egentlige "stand by"-kreditter, dvs. lån som kun skulle trækkes i nødsfald og for kortere perioder, blev al-

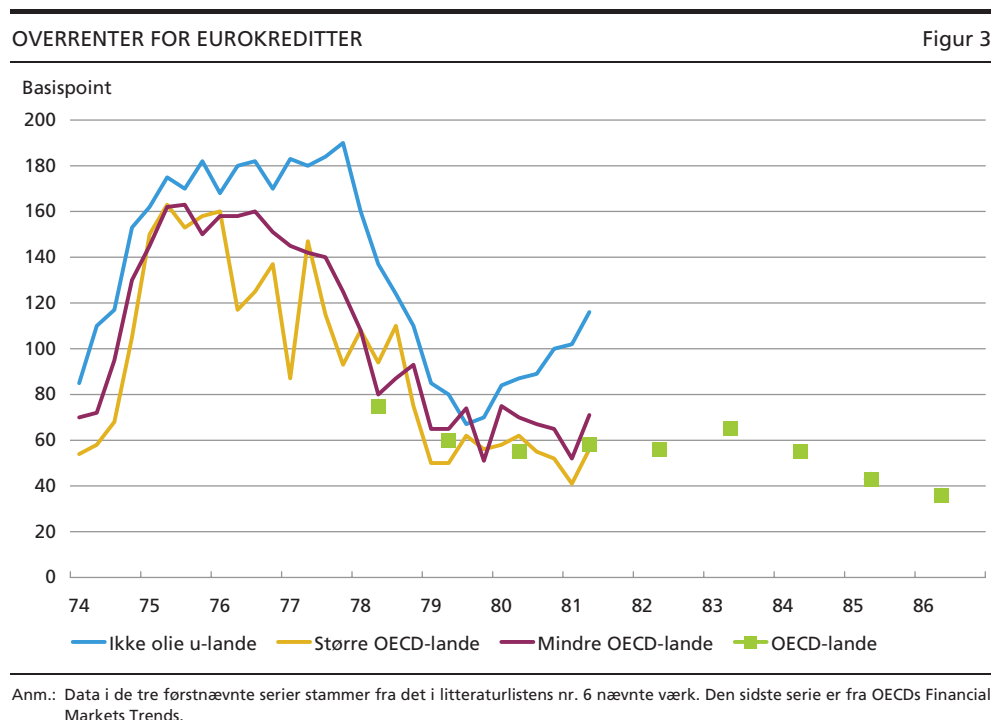
mindelige. Betalingen til bankerne faldt i tre dele: En "front end fee", en "commitment fee" af trukne beløb, og en overrente ("spread") over LIBOR (normalt kunne låntager fra periode til periode vælge 3, 6, 9 eller 12-måneders renten) af udestående gæld. Lånene blev næsten altid aftalt i USD, men der var i de allerfleste låneaftaler en "multicurrency option", dvs. en ret for låntager til på renteterminsdatoerne at vælge omlægning til en anden valuta for den følgende termin. Den danske stat benyttede ikke multicurrency-optionerne meget, fordi det var mere sandsynligt, at man blev kritiseret for "spekulation", hvis man havde foretaget en omlægning, som havde ført til tab, end hvis man var forblevet i dollars, selv om det efterfølgende kunne konstateres, at det havde været bedre at omlægge. Hertil kom i første halvdel af firserne det forhold, at dollaren næsten konstant steg i værdi, hvorfor der var stigende forventninger om, at den snart ville begynde at falde.

I perioden 1971-83 blev der i alt arrangeret 26 syndikerede banklån for den danske stat, adskillige af dem på 500 mio.USD eller mere. Derudover blev der i 1983 og 84 optaget 5 mere specielle kreditter. En oversigt over den danske stats bankkreditter findes i bilag 4.

Optagelsen af de to første kreditter skete i slutningen af 1971. Baggrunden var, at vekselerer Wimmelman-Larsen (Gudme Raaschou, der ikke var medlem af det danske bankkonsortium, men som stod på venskabelig fod med Statsgældskontoret og i øvrigt var vigtigste lånearrangør for bl.a. Københavns Amt), som i flere år i modsætning til det danske konsortium havde propageret for, at staten skulle låne på denne måde, under et besøg i oktober 1971 hos departementschef Erik Ib Schmidt blev bedt om at skrive en redegørelse for lånetypen. Så vidt erindres, havde han talt om et lån på 50 mio.USD, men havde fået at vide, at Finansministeriet fandt 100 mio. mere passende. Finansministeriet tvivlede på, at Gudme Raaschou magtede et så stort beløb, men vekselererfirmaet fremsendte kort efter to tilbud på i alt 100 mio.USD på meget rimelige betingelser. Finansministeriet fortalte det danske konsortium om tilbudene, dog uden at røbe de præcise betingelser. Konsortiet gav udtryk for, at det måtte kunne skaffe et mindst lige så godt tilbud. Efter et besøg i London fremkom konsortiet med et tilbud på 110 mio.USD (1971-79), som dog, så vidt forfatteren husker, måtte justeres for at blive godt nok. Finansministeriet besluttede at acceptere dette tilbud plus et af dem, som Gudme Raaschou var kommet med (50 mio.USD 1971-78).

De største af dollarkreditterne ("jumbolånene") blev arrangeret af følgende amerikanske banker på skift efter en ikke på forhånd fastlagt turnus: Chase Manhattan, Morgan Guaranty Trust og Citibank. I 1982 blev Bank of America optaget i kredsen, men nåede ikke at blive arrangør. Selv om de japanske banker efterhånden gjorde sig kraftigt gældende på markedet, var der kun én af de større kreditter, som havde japansk arrangør (nr. 21 i tabellen i bilag 4, 250 mio.USD 1981-91). Lånene nr. 22 og 23 på i alt 1,1 mia.USD

blev arrangeret sammen og underskrevet samme dag, og det samme gjaldt lånene nr. 24 og 25 på i alt ca. 1,3 mia.USD.



Overrenten over LIBOR var for de tidlige lån 0,5-0,75% men steg efter 1974 kraftigt. For lån, arrangeret i 1975-76 skulle den danske stat således betale 1,25-1,625% i overrente. Stigningen var en generel foreteelse, der især må antages at stå i forbindelse med den voksende kreditrisiko, som bankerne måtte påtage sig i forbindelse med de store betalingsbalanceunderskud, som oliekrisen førte med sig. nedenstående figur 3 viser udviklingen.

Da overrenten atter faldt efter 1977, udnyttede låntagerne, herunder Danmark, det forhold, at kreditterne kunne opsiges til enhver rentedato (uden ekstrabetaling), til at genforhandle de dyreste. Den mest spektakulære genforhandling omfattede 4 lån på i alt 1.235 mio.USD. Transaktionen blev underskrevet den 1. december 1978 i København. I underskrivelsen deltog 127 personer, heraf 6 fra Finansministeriet med ministeren i spidsen. Forhandlingerne mellem på den ene side de udenlandske banker, som havde været lead managers på de lån, som det nye lån skulle afløse, og på den anden side det danske konsortium og Finansministeriet, var startet i midten af august. Bankerne udtrykte til at begynde med tvivl om, hvorvidt det var klogt af Danmark at røre ved de gamle lån. Det kunne belaste forholdet til de delta-gende banker og føre til, at det i et strammere marked ville være sværere for landet at låne. Fra dansk side anførtes det, at det ville kunne skade landets kreditværdighed, hvis man ikke genforhandlede lånene, når andre lande i samme situation gjorde det. Det lykkedes forholdsvis hurtigt at nå til enighed. Fra dansk side var man heller ikke særlig aggressiv. I midten af sep-

tember omtalte det dengang udbredte finansielle nyhedsbrev "Agefi" den danske holdning rosede (noget, som vi ellers ikke har været forvænt med). Man sammenlignede med en samtidig svensk genforhandling, hvorunder svenskerne søgte at nøjes med en overrente på 0,625% (mod vores 0,75%) og prøvede at undgå at skulle betale front end fee (hvor vi accepterede 0,5625%). Danskerne blev kaldt klogere end svenskerne, og en amerikansk bankmand blev citeret for at have modstillet danskernes "equitable and intelligent approach" med "the unintelligent and unequitable Swedish attempt". Fra dansk side gik man også med til at indføre en overkurs ved førtidig indfrielse. Resultatet af genforhandlingen var formelt, at de gamle lån blev erstattet af et nyt, efterhånden som terminsdagene oprandt, og der måtte derfor en ny lov til (lov nr. 556 af 15. november 1978, se under denne i bilag 1). Først efter gennemførelsen af den kunne det nye lån underskrives. Det skete som nævnt 1. december.

Syndikerede kreditter var en meget smidig låneform. Staten fik dem normalt arrangeret i god tid før der var valutarisk lånebehov. Man trak så på dem hen ad vejen, efterhånden som behovet opstod. Det blev snart et led i lånepolitikken at have ganske store utrukne beløb som reserve til valutakrisesituationer og for at kunne tilrettelægge Statens låntagning på en sådan måde, at gunstige forhold på det internationale kapitalmarked kunne udnyttes. Man regnede med, at opbygningen af sådanne reserver var billigere end en forøgelse af de udviste valutaeserver med lånte penge, med andre ord med, at den commitment fee, som skulle betales af de utrukne kreditter, var mindre end renteforskellen mellem oplåningsrenten og den rente, som Nationalbanken indvandt ved sine anbringelser. Disse reserver er nærmere omtalt nedenfor i sektion 10.

De kreditter, som blev arrangeret fra 1980 og fremefter (fra og med nr. 17 i tabellen) var revolverende. Fra 1982, blev overrenten i nogle tilfælde baseret på Prime Rate (altså bankernes bedste udlånsrente i USA). Disse lån var vistnok normalt dyrere at trække på end de LIBOR-baserede. Rentespreadet var lavere, men Prime Rate var typisk højere end LIBOR. Der er i øvrigt den forskel, at mens LIBOR er en dagligt fastsat markedsrentesats, er Prime Rate en sats, som kun ændres fra tid til anden, og som kan være administreret i den forstand, at bankerne som alternativ til at ændre deres Prime Rate kan ændre i den overrente, de tilbyder forskellige kunder. Derfor var der også i de omhandlede syndikerede kreditter sat et renteloft i forhold til renten for bankernes Certificates of Deposit. Når den danske stat som andre store låntagere accepterede rentefastsættelse baseret på Prime Rate, var det fordi markedet for Eurokreditter var presset, og man derved fik mulighed for at låne i nye banker, nemlig de USA-banker, som ikke opererede på Euromarkedet.

## 10. Reserver af utrukne lån

Eurokreditterne kunne som nævnt normalt trækkes over en vis periode, i hvilken der betaltes en commitment fee, der var lavere end forskellen mellem den rente, som staten betalte for trækkene på kreditterne og den rente, hvortil Nationalbanken kunne anbringe provenuet. Staten kom derfor ind på at arrangere kreditterne forud for behovet, hvorved man skabte en ekstra reserve ud over den udviste valutalikviditet. Fleksibiliteten af disse reserver voksede, da de nye kreditter fra 1980 blev revolverende. Et yderligere skridt på vejen var anvendelse af beredskabskreditter. Den danske stat indgik den 31. juli 1984 aftale om en revolverende beredskabskredit på 1 mia.USD (1984-94), som var dyrere, jo mere den blev udnyttet, men var billigere end de tidligere kreditter, i det omfang den ikke var trukket. Den erstattede de på det tidspunkt værende utrukne kreditter (to kreditter på i alt 1.570 mio.USD).

I 1985 og 86 kom de to CP-programmer (se nedenfor, sektion 15) til og overtog rollen som ekstra reserver. De var helt fri for commitment fee, men til gengæld var der ikke nogen formel garanti for, at der kunne lånes når som helst.

Udviklingen i reserver af utrukne kreditter (og enkelte andre, ikke udbetalte lån) er vist i tabel 1.

RESERVER AF UTRUKNE LÅN ULTIMO ÅRET, MIA.KR.		Tabel 1
År	Reserve	
1974 .....	1,9	
1975 .....	3,8	
1976 .....	3,2	
1978 .....	3,1	
1979 .....	2,8	
1980 .....	5,9	
1981 .....	9,7	
1982 .....	13,3	
1983 .....	5,4	
1984 .....	14,8	
1985 .....	13,3	
(1984-beredskabskreditten på 1 mia.USD)		

Ultimo 1973 androg utrukne kreditter under 1 mia.kr., og før var der næppe tale om nævneværdige beløb.

Beredskabskreditten af 1984, som efter aftalen løb til 1994, blev opsagt i 1988, uden at der, så vidt det har kunnet konstateres, havde været trukket på den.

Reserverne var undertiden større end årsultimotallene i tabellen viser. Specielt var det tilfældet i første halvår 1982. Ved udgangen af andet kvartal var de oppe på 21,3 mia.kr., men i andet halvår blev størstedelen udnyttet på grund af valutauro og svigtende privat kapitalimport.

## 11. Floating Rate Notes (FRN)

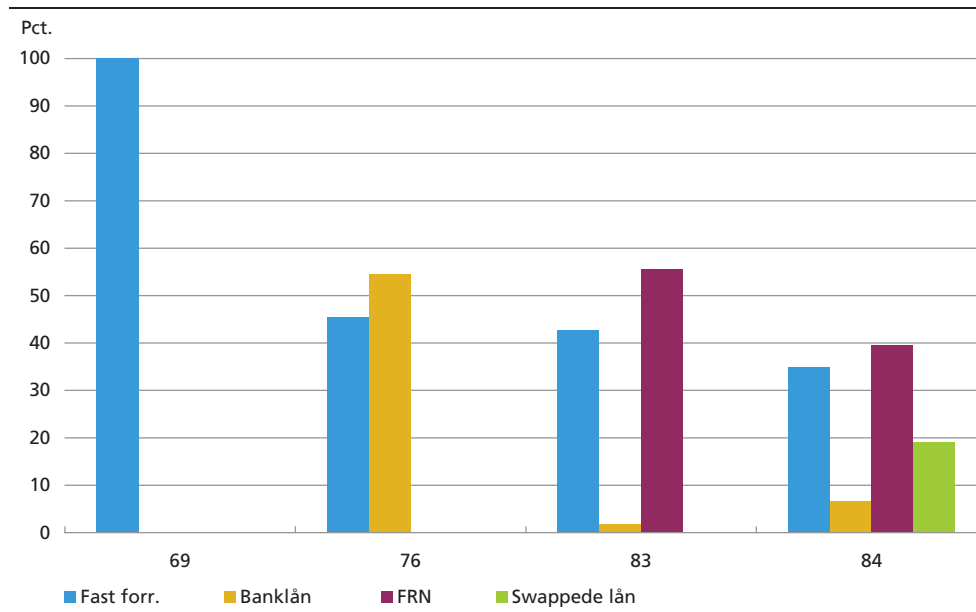
I 1980 optog staten på Euromarkedet sit første floating rate note-lån (40 mio.USD 1980-90, rentefod: LIBOR + 0,25%, stiftelsesprovision: 2%). Andelen af FRN-emissioner i de samlede obligationsudstedelser på Euromarkedet kom både i 1984 og 85 op på ca. 40 %. Den danske stat optog mange og store lån på dette marked, og provenuet blev til dels brugt til at førtids-indfri eksisterende lån, først og fremmest Eurokreditterne. Motiveringen var, at FRNs var billigere og også havde længere løbetid. Hertil kom, at den risiko for at arrangementet måtte afbrydes i utide, eller for at det blev meget dyrere på grund af myndighedskrav, som trods alt var til stede ved eurokreditter, ikke fandtes ved FRNs. På den anden side var der i modsætning til de syndikerede kreditter for FRNs fastsat en minimumsrente, normalt 5,25 %. Det indebar en vis risiko for låntager, men da renteniveauet var væsentligt højere end minimumsrenten ved lånenes optagelse, tillagde man den ikke stor vægt.

Efterhånden som man gik over til at optage FRNs i stedet for eurokreditter indskrænkedes muligheden for at holde reserver af utrukne kreditter som billigt supplement til Nationalbankens valutareserve. Denne rolle blev overtaget af Commercial Paper, se sektion 15.

Foruden variabelt forrentede lån i form af FRNs fremkom der variabelt forrentede lån derved, at man optog fastforrentede lån og knyttede en swap til variabel rente til. Det begyndte man på i 1983, og det var første år, hvor staten overhovedet gennemførte en swap. Figur 4 viser, hvor dramatisk sammensætningen af statens låntagning ændrede sig i perioden 1969-84.

UDLANDSLÅNTAGNING, UDVALGTE ÅR

Figur 4





## 12. Samurailån

I 1970 blev det første "samurailån" udstedt (af Asian Development Bank). Samurailån er udenlandske låntageres JPY-udstedelser på det indenlandske marked i Japan. Til at begynde med fik kun overstatslige låntagere adgang til markedet. Fra 1972 blev kredsen udvidet med stater mv. Den danske stat optog sit første samurailån (9% 10 mia.JPY 1976-88) i 1976. Forud var gået overvejelser om, hvem der skulle være lead manager. I Japan skulle managementgruppen for et offentligt obligationslån som i USA bestå af investment banks (i Japan kaldet Securities Companies), og der var i realiteten 4 at vælge imellem ("The Big Four", som var markant større end de mange andre, der fandtes). Man havde ikke stort kendskab til selskaberne og besluttede sig som Verdensbanken for en rotationsordning, startende med det største, Nomura, og fortsættende med de tre andre i størrelsesorden (Nikko, Daiwa og Yamaichi), dog således, at spørgsmålet skulle overvejes igen, når man havde været alle 4 igennem én gang. Det tidspunkt kom i sommeren 1979, hvor det blev besluttet at tage én runde til på samme måde. Sidste emission i denne runde gennemførtes i januar 1984. Alle disse 8 samurailån blev underskrevet i Tokyo. Derefter opgav man at give mandat for mere end ét samurailån ad gangen, men der blev i de følgende år (i hvert fald til og med 1989) ikke udstedt samurailån, idet JPY-gæld også kunne skabes via swaps, og euro-yenobligationsmarkedet var nemmere og billigere at gå til end samuraimarkedet. Den danske stats udstedte sit første obligationslån på euro-yenmarkedet (der var blevet åbnet i 1977) i 1982.

Der var i betingelserne for samurailånene såvel som de indenlandske japanske statslån (og sikkert også andre japanske obligationslån) adgang for låntager til førtidig indfrielse, men der var ikke tradition for at bruge den. Da den danske stat i 1985 ønskede at opsige et sådant lån, stødte man derfor på problemer. Se herom kap 5, sektion 4.

## 13. Warrants og andre optioner

I boks 3 er det forklaret, hvad optioner er.

OPTIONER	Boks 3
<p>En option er en kontrakt, der giver ejeren (køberen) ret, men ikke pligt, til at købe eller sælge et underliggende instrument (en vare, et finansielt instrument eller en valuta) til en aftalt pris (strike price) på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Sælgeren er forpligtet til at opfylde ejerens ret. Optioner inddeles i følgende typer:</p> <p>Call option: Købsoption. Put option: Salgsoption.</p> <p>Med udgangspunkt i, hvornår en option kan benyttes (exercises), inddeles optioner i følgende to kategorier:</p> <p>Europæisk option: Retten kan kun benyttes på udløbstidspunktet. Amerikansk option: Retten kan benyttes på ethvert tidspunkt frem til udløbsdatoen.</p> <p>Generelt vil ejeren af en call option have gevinst, når prisen på det underliggende instrument stiger, mens ejeren af en put option vil have gevinst, når prisen på det underliggende instrument falder.</p> <p>Optioner kan være helt selvstændige kontrakter, men de kan også være "imbedded", dvs. implicite. Hvis der fx for et struktureret lån (se herom i sektion 19) gælder, at indfrielseskursen er 100, hvis en valutakurs er mindre end et vist tal, men ellers 110, er der ikke tale om, at nogen skal "exercise" en option, men betingelsen virker helt på samme måde. De meget udbredte klausuler i lånekontrakterne, som giver låntager ret til førtidsindfrielse, er andre eksempler på optioner, som er snævert knyttet til et lån. Undertiden har forbindelsen mellem et lån og tilknyttede optioner eller lignende imidlertid været spinkel. Det gælder således udstedelsen af de såkaldte "detachable warrants", dvs. warrants, som var knyttet til en obligati- onsudstedelse, og som typisk gav ejeren ret til at købe yderligere obligationer med samme eller lignende betingelser, men som kunne handles selvstændigt. Lånet kunne principielt ligeså godt have været udstedt uden formel forbindelse med warrants, som så kunne have været solgt sideløbende.</p>	

I firserne kom warrant-lån, dvs. lån, hvortil der var knyttet "detachable warrants", som gav indehaveren ret til at købe yderligere obligationer, på mode. Det blev i Gældskontoret overvejet, om lånebemyndigelsen omfattede sådanne udstedelser. Konklusionen blev, at selve det forhold, at de omhandlede warrants i realiteten blev udstedt isoleret, ikke bragte dem uden for bemyndigelsen. Det ville være et naturligt led i låneforvaltningen, og dermed utvivlsomt tilladt, at købe fritstående optioner for at dække en risiko, fx risikoen for, at en vis gældsvaluta steg i værdi, og det kunne hævdes, at isoleret salg af optioner på samme måde skulle vurderes efter, om det var en naturlig ting at foretage sig. Det mente man det var ud fra den betragtning, at når det var tilladt, ja måske ønskeligt, at man udkød eller fremskyndede fast forrentet låntagning ud fra vurderinger af den fremtidige renteutvikling, selv om det konkret bagefter kunne vise sig, at det havde været bedre ikke at tage dette aspekt i betragtning, så kunne man også tillade sig at løbe en tilsvarende risiko ved at udstede warrants i en situation, hvor man fandt markedsprisen for høj. Man følte også, at det var tilladeligt at udnytte arbitragefordele i form af forskelle på den pris, man kunne sælge og købe en warrant eller anden option til, noget som blev uhyre udbredt, da strukturerede lån med tilknyttede swaps kom på mode. Ved bedømmelsen af tilbud var det dog antagelsen, at enten skulle optionselementer være en integrerende del af tilbuddet (som de nedenfor nævnte sølvwarrants, der var selve idegrundlaget

for det pågældende tilbud, om end de logisk set var en separat transaktion), eller også skulle de vedrøre gæld. Man kunne ganske vist tænke sig en situation, hvor det kunne betale sig samtidig at købe og sælge optioner på olieprisen eller prisen på gulerødder, men det kunne bare ikke gøres på basis af lånebemyndigelsesloven.

I 1983 optoges det første obligationslån (12,25% 100 mio.USD 1983-93, kontraheret 5/12 83) med detachable warrants. Til hver obligation på 1.000 USD ("host bond") var tilknyttet en warrant, som gav indehaveren ret til inden for de næste 5 år at købe en tilsvarende obligation med kupon 11,5% til kurs 100. Der var altså tale om en call-option. For hver warrant modtog staten ved udstedelsen 25 USD, dvs. 0,25% af obligationens pålydende.

Morgan Guaranty Ltd., som foreslog transaktionen, brugte det argument, at hvad enten warrants blev udnyttet eller ej, ville staten være bedre stillet end hvis man blot havde optaget et lån til den gængse rente (de 12,25%). Blev de ikke udnyttet, ville Statens lån være blevet billiggjort via provenuet ved salg af warrants. Blev de udnyttet, ville fordelagtigheden af den samlede transaktion yderligere vokse, fordi warrantobligationerne jo bar en lavere rente end den, som Staten var villig til at betale. Finansministeriet var klar over, at argumentationen var uholdbar. Man skulle skelne mellem, hvad Staten var villig til at betale for et lån på transaktionens starttidspunkt, og hvad man ville betale i en given senere situation. Hvis warrants blev udnyttet, ville det jo netop være fordi renteniveauet var faldet så meget, at den danske stat kunne udstede obligationer til lavere rente end 11,5%. Finansministeriet anså det dog for mindre sandsynligt, at renteniveauet ville falde så meget, at transaktionen blev ufordelagtig, og accepterede derfor.

I 1984 gennemførtes en tilsvarende transaktion (14% 100 mio.USD 1984-91, kontraheret 22/6 84, med warrants på 12,75%- obligationer). Stykprisen på disse warrants var 15 USD.

Der indtraf et betydeligt rentefald (i 1986 kunne staten således optage USD-lån med tilsvarende løbetider til under 8% i rente). Det førte til, at de 2 warrants i vidt omfang blev udnyttet med tab for staten til følge. Finansministeriet havde dog med henblik på at begrænse tabet købt op i disse warrants. I alt købtes 20% af den første og 43% af den anden. Resten blev udnyttet af investorerne.

Der blev sidenhen udstedt en række warrants, men man sørgede i alle tilfælde for at beskytte sig mod tab. En af metoderne var, at det aftaltes, at det underliggende lån kunne førtidsindfris i det omfang, warrants blev udnyttet, hvilket indebar, at udnyttelse af warrants førte til, at det oprindelige lån blev lidt billigere (fordi kuponen på warrantobligationer var lavere end kuponen på det oprindelige lån). SLOG 86 indeholder side 58-62 en redegørelse for de 7 warrants, som staten på det tidspunkt havde udstedt.

Ikke alle warrants drejede sig om ret til at købe yderligere obligationer. I 1987 udstedtes således i forbindelse med et CHF-lån (4,25% 100 mio.CHF 1987-92) 20.000 warrants, som var gyldige i knap 3 år, og som hver gav indehaveren ret til at købe 100 oz. sølv til 9 USD pr. oz. Der var dog ikke tale om pligt til fysiske sølvleverancer, kun til kontantbetaling af forskelsbeløb. Også her dækkede staten risikoen 100% ind.

Den lejlighed, hvor man strakte fortolkningen af lånebemyndigelsesloven længst, var, da der i begyndelsen af 1990 blev købt og solgt put optioner (kaldet warrants) på det japanske aktieindeks (Nikkei) i sammenhæng med et fast forrentet USD-lån (nr. 401, 7,875% 100 mio.USD 1990-95, udbudt 16. januar 1990). Tilbudsgiver, Goldman Sachs Intl. Ltd., fremsatte tilbuddet som en helhed, men påpegede, at det kunne være en fordel at emitte lånet på ét tidspunkt, hvor det var fordelagtigt, og udstede optionerne på et andet og for denne transaktion mere gunstigt. Det var dog ikke for Goldman Sachs en forudsætning for gennemførelsen af optionsudstedelsen, at lånet også blev til noget. Det lykkedes imidlertid at gennemføre transaktionerne så tæt på hinanden, at man følte at kunne præsentere dem som en helhed. Folketingets finansudvalg havde da heller ikke nogen bemærkninger.

Nikkei-optionerne var amerikanske optioner, som løb i tre år og gav indehaverne ret til at få differencen mellem en strikepris i USD, knyttet til starttidspunktets indekstal (37.517), og et senere, lavere dollarbeløb, beregnet ved at reducere dollarværdien forholdsmæssigt lige så meget, som Nikkei-indekset var faldet. En amerikansk køber havde altså ikke nogen valutakursrisiko, og disse warrants var også beregnet for det amerikanske marked. De blev børsnoteret i USA, og grunden til at der for den danske stat kunne være penge i at udstede dem og afdække risikoen, jf. nedenfor, var nok, at det var en bekvem og kreditrisikomæssig sikker måde at spekulere i et fald i det japanske marked på.

Strikeprisen var 51,63 USD pr. styk af de i alt 10.350.000 optioner, og hvis Nikkei fx faldt til det halve, ville optionsejerne kunne inkassere 25,815USD pr. option. Det ville blive til 267 mio.USD i alt. Risikoen for et sådant tab var selvfølgelig uacceptabel, og staten sørgede derfor for at dække sig ind ved fra Goldman Sachs at købe tilsvarende optioner. Bruttoprovenuet for Staten blev 43,8 mio.USD og nettoprovenuet var 1,5 mio.USD. Da kreditrisikoen på Goldman Sachs jo også kunne blive betydelig, indgik der i arrangementet en ordning, hvorefter Goldman Sachs skulle deponere værdipapirer, svarende til værdien af udestående optioner. Deponeringsordningen blev i høj grad aktuel, idet det japanske aktiemarked brød sammen kort efter udstedelsen. Nikkei-indekset faldt kraftigt og genvandt ikke sin styrke i optionernes løbetid. Køberne havde gjort en overordentlig god forretning, men Statens dækning af risikoen var effektiv, og den led derfor ikke noget tab.

Denne transaktion vakte nogen opmærksomhed, bl.a. i USA, hvor fx "Forbes" (19. februar 1990) skrev: "Of the \$45 million raised by the offering, Denmark will net less than \$2 million, about 30 cents for every Dane, including the queen" og "This seems an "odd" deal for Denmark. ... The profit certainly does not justify the investment (and eventual risk)".... "If this sort of deal was made in South America, or other parts of the world where ethics may be a bit ragged around the edges, one would smile a little and say that someone within the Ministry of Finance (having a good friend at Goldman, Sachs) deposited a fat "fee" in hers/his swiss bank account. But this is Denmark, and here no one does that sort of thing – or do they?"

## 14. Swaps

Principperne i swaps er beskrevet i boks 4.

SWAPS	Boks 4
<p>En swap er en aftale mellem to parter om at bytte betalinger over en nærmere fastlagt periode. En swap kan beskrives som et gensidigt udlån og udgør en selvstændig finansiel transaktion.</p> <p>En valutaswap (currency swap) er et bytte af betalinger svarende til lån i forskellige valutaer. Den ene part kan fx udlåne et beløb til fast eller variabel rente i euro, mens den anden udlåner et beløb i USD (normalt værdimæssigt svarende til eurobeløbet på starttidspunktet) til fast eller variabel rente med samme løbetid. Den første part skal så forrente og tilbagebetale USD-hovedstolen og modtager til gengæld betalinger på eurohovedstolen. Der er normalt udveksling af hovedstole både ved arrangementets start og afslutning.</p> <p>Ved en renteswap forstås en transaktion, hvorved to parter indgår en aftale om at udveksle betalinger i den samme valuta. Renteswaps er typisk mellem fast og variabel rente eller mellem ét variabelt renteindeks og et andet. I en såkaldt nul kuponswap udgøres den ene del af swappen af et nul kuponlån. I modsætning til en valutaswap bliver der ikke udvekslet hovedstol mellem parterne i en renteswap. Hovedstolen på en renteswap er syntetisk og anvendes kun til at bestemme størrelsen af betalingerne til de enkelte terminer. For at understrege at hovedstolen er syntetisk, bliver værdien af hovedstolen i en renteswap ofte betegnet som den notionelle værdi i stedet for den nominelle værdi.</p> <p>Den samlede værdi af en swap er som regel 0 ved indgåelsen, men swappen kan efterfølgende antage positiv eller negativ værdi afhængig af markedsudviklingen i renter og valutakurser.</p> <p>Efter motivet til indgåelse af en swap kan man skelne mellem porteføljeswaps, dvs. swaps uden tilknytning til konkrete lån eller aktiver og swaps der har en sådan tilknytning, men denne distinktion har ingen betydning for swappens juridiske indhold.</p> <p>Ovenstående beskrivelse er i det væsentlige taget fra SLOG 2001, side 184.</p>	

Låneswapmarkedet begyndte først rigtigt at udvikle sig i begyndelsen af 1980'erne. Det gælder både renteswaps og valutaswaps. For de sidstes vedkommende havde der været nogle tilløb. I 1960'erne og begyndelsen af 1970'erne forekom de såkaldte parallelle lån. Når restriktioner på kapitalbevægelser fx gjorde det vanskeligt for et engelsk firma direkte at finansiere et datterselskab i USA med USD og vice versa, kunne problemet klares ved, at det engelske firma optog et GBP-lån i UK og udlånte det til et amerikansk datterselskab der, mens det amerikanske moderselskab på tilsvarende måde genudlånte dollars (til samme værdi og med samme løbetid) til det engelske

firmas datterselskab. Man forsøgte at gøre det ene datterselskabs betalingsforpligtelse betinget af, at det andet også betalte sine ydelser, og resultatet kom dermed til at svare til optagelse af lån i én valuta og swap til en anden. Som milepæle på vej til egentlige valutaswaps kan nævnes et tilfælde, hvor Royalease, et datterselskab af Royal Bank of Canada, i 1979 lånte 5-års DEM og via valutaterminsmarkedet transformerede dem til CAD, og IBM og IBRDs udveksling af lån i 1981, hvorved IBM transformerede forpligtelser i DEM til USD og vice versa.

Den danske stat var nok en af de "sovereign borrowers", som først og mest konsekvent benyttede swapmarkederne. I november 1983 gennemførtes den første renteswap i forbindelse med et nyt lån. I maj 1984 kom den første valutaswap af et nyt lån til, og i april 1986 begyndte man at lave swaps uden forbindelse med konkrete, nye lån (de såkaldte porteføljeswaps eller isolerede swaps). Udviklingen i brugen af disse instrumenter i de første 5 år er vist i tabel 2.

Siden har swaps fortsat været det vigtigste redskab i statsgældspolitikken. Man kan optage lån der, hvor man har en *relativ fordel*, selv om det ikke er den type lån, man ønsker, og så ved swaps ændre forpligtelsen til det ønskede. Resultatet kunne allerede ses i 1983, hvor man i flere tilfælde via swaps opnåede at komme under LIBOR. Den relative fordel vil oftest kun gøre sig gældende midlertidigt, og netop den beskrevne udnyttelse af den vil have karakter af arbitrage, som efterhånden vil fjerne den (se herom det i det i appendiks til kapitel 7 gengivne notat fra 1986). Swapteknikken har også

STATENS SWAPS 1983-86					Tabel 2
År	Swaps af nye lån		Isolerede swaps		Låntagning i alt mia.kr.
	Antal	Mia.kr.	Antal	Mia.kr.	
1983.....	2	1,5	-	-	23,3
1984.....	13	12,1	-	-	35,4
1985.....	15	14,9	-	-	27,7
1986.....	18	16,8	20	9,3	50,4
1987.....	7	4,8	31	15,4	24,8

gjort det muligt løbende og næsten uden grænser at tilpasse gælden i overensstemmelse med ændrede målsætninger for valutasammensætning og renterisiko. Dette er i skarp modsætning til årene op til slutningen af halvfjerserne, hvor kombinationen af stort lånebehov og begrænsede markeder indskrænkede valgfriheden: Man måtte låne, hvor man kunne, og resultatet blev en valutasammensætning, som måske ikke ansås for hensigtsmæssig, men som kun langsomt kunne ændres. Eksempelvis følte man i slutningen af halvfjerserne, at DEM-gælden var større end ønskeligt (i 1979 udgjorde den 40% af gælden), men det var en funktion af, at det var på obligationsmarkedet for DEM, at de fleste penge havde været til rådighed. De syndike-



rede kreditter, som blev det væsentligste element i låntagningen fra midten af 1970'erne, var ganske vist forsynet med multicurrencyklausuler, men de var overvejende denomineret i USD. Kun de to, som var optaget i DEM kunne altså bruges til at reducere DEM-andelen, og det gjorde man da også i 1980, hvor de omlagdes til USD.

Det var og er ikke bare rente- og valutaforhold, der kan ændres via swaps. Det blev også muligt via swaps at neutralisere optionselementer i de optagne lån, og det førte igen til, at bankerne konstruerede mere og mere komplicerede lån ("strukturerede lån"). Ved at skræddersy lån til grupper af investorer kunne man billiggøre dem for låntager, som man så hjalp med at swappe de uønskede elementer væk. Strukturerede lån er omtalt nedenfor i sektion 19.

Lige fra man begyndte at bruge swaps var man klar over, at man skulle tage risikoen for, at modparten ikke kunne opfylde sine forpligtelser, i betragtning, men den blev i de tidlige år ikke tillagt så stor betydning, at man følte behov for systematisk at kvantificere og registrere disse risici. Det kom først i halvfemserne. Man var dog lige fra først af kræsen i valget af modparter (kun modparter med samme eller højere kreditværdighed end den danske stat) og søgte at sprede swapaftalerne mellem mange forskellige modparter. På dette felt var udviklingen i Danmark parallel med udviklingen hos andre store agenter i markedet.

### **15. Commercial Paper (CP)**

Commercial Paper er kortfristede gældsbeviser (løbetid fra én dag til et år), som kan blive til længerevarende låntagning ved at nye beviser udstedes, når de gamle forfalder. Markedet har eksisteret i USA siden det 19. århundrede og er især blevet benyttet af virksomheder. Den danske stat var blandt de første stater, som etablerede et CP-program ("sovereign notes"). Det skete i august 1985, og der blev allerede samme år lånt under programmet. På det tidspunkt havde allerede danske banker og fx Dansk Olie og Naturgas CP-programmer. I december 1986 etablerede Staten et tilsvarende program (kaldet ECP-program) på det marked, som var opstået i Europa. Første udstedelse under ECP-programmet skete i februar 1987.

Man kunne ikke være helt sikker på, at låntagning på denne måde kunne betragtes som langfristet, da hverken de udpegede "dealers" eller andre havde nogen commitment. Erfaringerne i markedet, som var enormt og veletableret, viste imidlertid, at der normalt ikke var problemer med at "rulle de udstedte gældsbeviser over", dvs. erstatte dem med nye, når de forfaldt. Endvidere var det næsten sikkert, at man hurtigt kunne forøge det udestående med betydelige beløb. Man skulle blot sørge for at udstede CP for mindre beløb regelmæssigt, således at den danske stat var med på listen over godkendte låntagere hos tilstrækkelig mange investorer. Disse egenskaber gjorde også CP til et prismæssigt fordelagtigt alternativ til at operere med utruk-



ne kreditter eller stand by-arrangementer og i det hele taget tilpasse netto-låntagningen bedre til det valutariske behov.

### **16. EMTN-program**

Ligesom CP-programmer opstod Medium Term Note- programmer først i USA, men blev senere overført til Euromarkedet. Ideen var den samme som for CP, altså at man udstedte gældsbeviser løbende på basis af en standard-dokumentation indeholdende en ramme, blot var løbetiderne længere. Den danske stat oprettede aldrig noget MTN-program i USA, men etablerede i begyndelsen af 1994 et i Europa. Siden er dette blevet videreført og udviklet, og det har dannet basis for en stor del af Statens udenlandske låntagning.

Til MTN-programmer var (og er) der lige som for CP-programmer knyttet en gruppe dealere, og tanken var oprindelig, at disse skulle træde til, når låntager ønskede at låne, eventuelt kunne han fra tid til anden fastsætte en rente, som han var villig til at låne til for forskellige løbetider ("post prices"), og dealerne kunne så forsøge at matche disse. Allerede fra begyndelsen var der i Statens program åbnet mulighed for, at en bank kunne blive "dealer for a day", dvs. at de udpegede dealere i realiteten ikke havde nogen præferencstilling, og hurtigt blev det også sådan, at EMTN-programmet blot er en standarddokumentation, som bruges til alle lån, som den passer til (og det er mange), uanset hvilke banker der kommer med tilbuddet.

### **17. Auktionslån**

Et af argumenterne for at undlade competitive bidding og i stedet gennemføre en negotiated deal (se herom i kapitel 4) var, at når de valgte managers og underwriters har været med til drøftelserne af betingelserne og erklæret sig tilfreds med dem, vil de også være beredt til at bakke emissionen op. I diskussionerne med de mange banker, som Statsgældskontoret løbende talte med, bragte kontoret i slutningen af firserne i forslag, at man, lige som mange stater gjorde ved den indenlandske låntagning, arrangerede en auktion. Så ville bankerne automatisk få obligationer i mængder og til priser, som de frivilligt havde erklæret sig indforstået med. Auktionsmetoden havde nogle år før været benyttet ved to variabelt forrentede lån for Sverige og også en enkelt gang derudover, men metoden var ikke slået an på Euromarkedet af grunde, som ingen ordentligt kunne forklare.

I 1990, hvor man i et par år havde set en mindre skarp konkurrence mellem bankerne og mindre villighed til at påtage sig risikoen ved en bought deal, kom JPMorgan med forslag om et USD-lån (9,25% 1990-95, lån nr. 414 og 428), som skulle udbydes på euromarkedet ved en auktion mellem de 69 medlemmer af International Primary Market Association (IPMA). Der skulle bydes på en overrente over tilsvarende amerikanske statsobligationer, og den absolutte rente ville så blive fastsat nogle timer senere, når markedet i USA åbnede. Der blev holdt en auktion den 1. marts 1990 af maksimalt 1 mia.USD. Til den skæringsoverrente, som Finansministeriet fandt rimelig,

0,65%, blev der tegnet 771 mio.USD. Konventionelt ville man have beskåret lånet til et rundt tal, men Finansministeriet besluttede som det mest rimelige at lade byderne få det beløb, som de havde budt på. Emissionskursen blev 99,76. Resultatet vurderedes at være et par basis points (hundrededele af én pct.) dyrere, end hvad man samme dag ville have kunnet opnå ved en anden emissionsteknik, og var dermed lidt skuffende. Auktionen blev boycottet af flere af de store banker, som normalt deltog i USD-emissioner, og det blev konstateret, at de ligefrem havde opfordret andre banker til også at undlade at deltage. Der var endvidere nogen negativ presseomtale, formentlig inspireret af de samme banker. Det blev påstået, at et auktionslån ville blive dyrere for låntager, bl.a. fordi mange banker i modsætning til, hvad der gjaldt for en negotiated deal, ville undlade at deltage i auktionen i håbet om at kunne købe obligationerne billigere i markedet efter auktionen, som andre banker ville deltage i af prestige Grunde. Bankerne bakkede dette op med angivelser af, at de ville have kunnet lave lånet på traditionel facon et par basis points bedre, noget som jo var let at sige bagefter, men som nævnt nok var rigtigt. I den givne situation beviste det imidlertid ikke noget. Finansministeriet syntes i det hele taget ikke, at disse og andre fremførte modargumenter var overbevisende. Man fik det bestemte indtryk, at bankerne frygtede for, at metoden ville skærpe konkurrencen, og at de så en udvikling for sig, hvor også investorer ville kunne byde på auktioner, således at bankerne blev squeezed ud. Dette indrømmede i hvert fald et par banker da også over for Statsgældskontoret.

Da de udstedte obligationer i den følgende tid blev handlet tilfredsstillende, besluttedes det at afholde en ny auktion i det samme obligationslån. Her satte man et maksimum på 600 mio.USD, hvortil kom, at det var aftalt, at Nationalbanken til den kurs, som blev fastsat ved auktionen, ville købe yderligere 200 mio.USD, en såkaldt "non competitive tranche", for hvilken der ikke blev betalt kommissioner. Formålet var at kunne sælge denne mængde til markedet, hvis låntagning på denne måde var fordelagtig, eller hvis det var ønskeligt for at opretholde likviditeten i papiret. Nationalbanken solgte obligationerne i marts 1992. Denne anden auktion afholdtes den 21. juni 1990. Den gik betydeligt bedre end den første, bl.a. fordi der nu var en markedskurs på obligationerne som rettesnor. Maksimumbeløbet på de 600 mio.USD blev tildelt efter en pro rata beskæring af de bud, som lå på skæringsoverrenten, 0,578%. Kursen var denne gang 99,839.

Det var vistnok sidste gang, at auktionsmetoden blev anvendt på euromarkedet. Lånet var med 1.571 mio.USD på det tidspunkt det største euroobligationslån. En nærmere beskrivelse af det findes i SLOG 90 side 76-79. JPMorgan talte meget overbevisende for deres forslag, men det er nok usikkert, om firmaet i virkeligheden var så overbevist, eller om forslaget blev fremsat, fordi man vidste, at det ville falde i god jord.

Det kan tilføjes, at det danske konsortium i forbindelse med disse emissioner fik en provision på 0,1 promille, altså væsentlig mindre end det normalt oppebar. Konsortiet havde ønsket 0,2-0,3 promille, men man følte ikke, at det ville være rimeligt, idet Morgan Guaranty kun fik 0,5 promille for den meget større arbejdsbyrde med at arrangere lånet. Provisionen til konsortiet betaltes direkte af Finansministeriet. Sædvanen var ellers, at de udenlandske arrangører betalte et ukendt beløb direkte til konsortiet ud af de samlede kommissioner (se herom kapitel 2, sektion 1).

### **18. Tilbud om mindre lån**

Teknikken med tilbudskonkurrencer (se kapitel 4) er især velegnet, når det drejer sig om større, almindelige obligationsudstedelser, hvor låntager typisk tager initiativet, fordi han har et aktuelt lånebehov. Bankerne henvender sig imidlertid også ofte til en låntager med tilbud om mindre (eventuelt mindre traditionelle) lån, som de kan sælge til en enkelt investor eller en lille kreds af investorer, der er villige til at acceptere lidt lavere rente for at opnå en placering med netop de karakteristika de ønsker. Fra en gang i firserne og op til for relativt nyligt har den danske stat og andre lignende låntagere derfor supplerende brugt den teknik løbende at angive retningslinjer til bankerne for, hvad man var interesseret i, således at bankerne var klar over, hvilke tilbud det kunne betale sig at forelægge for denne låntager. Typisk har rentemålsætningen været angivet i forhold til USD-LIBOR. Måske var man ikke interesseret i variabelt forrentede lån i USD, men via swaps kunne man ændre forpligtelsen til anden valuta og eventuelt til fast rente.

Med mindre det var specielt aftalt, bandt man sig ikke på forhånd til at acceptere et tilbud, som opfyldte retningslinjerne, og man forbeholdt sig også ret til uden varsel at ændre dem. Det kunne fx komme på tale, hvis der kom for mange tilbud, som opfyldte betingelserne, eller markedet ændrede sig. Målsætningen varierede over tid, efter hvad man troede muligt og efter behovet, men blev altid sat ret ambitiøst, selv om det førte til, at lånene blev små, og kun en mindre del af lånebehovet blev dækket på den måde. Derfor måtte man fra tid til anden supplere med markedslån (normalt udbudt efter competitive bidding). Man havde den opfattelse, at den gennemsnitlige lånerente derved blev lavere, end hvis man sænkede ambitionsniveauet for de fordelagtige lån, og derved fik flere af dem eller større beløb i hvert.

Den nok vigtigste, men heterogene gruppe henhørende under "mindre lån" er de strukturerede lån, som især kom til at spille en rolle i midten af 1990'erne. Dette emne er behandlet straks nedenfor i sektion 19.

Bankernes opfindsomhed, når det drejede sig om utraditionelle lån var betydelig, antagelig fordi de herved kunne undgå at skulle ud i en tilbudskonkurrence. Lige så vigtigt som det efter Gældskontorets opfattelse var ved competitive bidding at tildele mandatet til den bank, som havde været billigst, var det at respektere et fortrolighedskrav, når man fik tilbud om lån af speci-

el karakter. Man fulgte derfor ufravigeligt det princip aldrig at fortælle andre banker om et sådant tilbud før efter, at en transaktion var gennemført og en eventuel embargoperiode var udløbet.

### 19. Strukturerede lån

I SLOG 94 (kapitel 6) er strukturerede lån defineret som lån, hvis hovedstol/kupon afhænger af en formel, hvori for eksempel en swaprente, en valutakurs, et aktieindeks eller guldprisen kan indgå. Et eksempel er et etårigt lån på 15 mio.DEM, som optoges i 1994 (nr. 584, omtalt i nævnte kapitel i SLOG 94), emissionskurs: 100, indfrielseskurs: 80, rente: 39,25%, hvis der ved udløb går højst 1.000 LIT på én DEM, ellers nul. Andre lidt specielle lån som nul-kuponlån, dual currency-lån eller konvertible lån regnes ikke for strukturerede lån: Nul-kuponlån er blot fastforrentede lån med en særlig lav pålydende rente. De dual currency-lån, som var på mode i halvfemserne, var lån, hvor renterne skulle erlægges i én valuta og afdrag af hovedstolen ved udløb i en anden, dvs. det var analytisk set to lån, nemlig en annuitet i den første valuta og et nul-kuponlån i den anden. Det var altså ikke flermøntede lån som dem, Staten udstedte omkring århundredskiftet mellem 18' hundredtallet og 19' hundredtallet. Ydelser på disse kunne kræves betalt i givne valutaer efter en fast omregningskurs, noget som i dag ville påføre låntager en stor risiko, men som dengang, hvor guldmøntfoden herskede, sikkert blot ansås for en praktisk foranstaltning, der sikrede investor betaling i hans egen valuta. Når konvertible lån ikke anses for strukturerede, selv om de indeholder en option, er det fordi det i mange år snarere var reglen end undtagelsen, at låntager kunne førtidsindfri sine lån.

Den danske stats gældskontor var sikkert en af de låntagere, som i højest grad udstedte strukturerede lån. Det var de udenlandske banker, og ikke Gældskontoret, som udtænkte dem, men kontoret tog imod tilbuddene med kyshånd, når de gav et tilstrækkeligt fordelagtigt resultat, efter at de strukturelle elementer var swappet bort. Dette sørgede man altid for. Besparelsen er svær at kvantificere, bl.a. på grund af usikkerheden ved vurderingen af kreditrisikoen på swapmodparten. I 1994 skønnede man, at renten på de strukturerede 1-3 års lån var ca. 30 basis points (0,3%) lavere end på normal låntagning. Det var dog kun en mindre del af lånebehovet, som dækkedes på denne måde. Lånene var nok mange, men normalt små. Ovenstående eksempel er størrelsesmæssigt typisk. I tabel 3 er givet tal for omfanget af struktureret låntagning i årene 1993-96.

STRUKTUREREDE LÅN I PERIODEN 1993-96

Tabel 3

År	Antal strukturerede lån	Samlet beløb, mia.kr.	Bruttolåntagning i alt, mia.kr. (ekskl. CP)	Strukturerede låntagning i pct.
1993 .....	3	1,8	68,6	2,6
1994 .....	15	2,1	7,5	28,0
1995 .....	3	0,4	13,7	2,8
1996 .....	7	1,5	16,7	9,0

I tallene for 1995 er medregnet 2 etårige JPY-lån (nr. 622 og 623, i alt på knap 300 mio.kr.), som egentlig ikke er strukturerede: De bar en høj rente (mellem 4 og 5%), blev udstedt til overkurs og indfriet til pari. Den effektive rente var omkring 0,7%. Investorer var formentlig japanske livsforsikringsselskaber, som ønskede den høje direkte rente, fordi de ikke kunne udbetale dividende til policeejerne af kursgevinster, men kun af direkte rente. I 1994 var omvendt udstedt et etårigt JPY-lån (nr. 595, svarende til 54 mio.kr.) med lav nominel rente og udstedelseskurs på 99. Investor var en tysk institution, som udnyttede, at en kursgevinst op til én pct. pr. år var skattefri. For 1996 indgår tre swappede JPY-lån (nr. 709, 731 og 755) på i alt knap 600 mio.kr., som havde følgende struktur: De optagne lån var fastforrentede JPY-lån, som løb i ti år, men med en engangsret for låntager til opsigelse efter få måneder. Lånene blev swappet til variabelt forrentede DEM-lån med samme ret til opsigelse på samme tidspunkt for swapmodparten. Swapmodparten udnyttede denne ret i alle tre tilfælde, og staten udnyttede også sin opsigelsesret. Disse konstruktioner er eksempler på, at selv om swapmodpartens opsigelsesret modsvares af statens opsigelsesret, er konstruktionen ikke helt risikoneutral, for nettoresultatet er, at der er optaget et tiårigt variabelt forrentet lån, som kan opsiges efter få måneder af "investor". Risikoen var dog ikke stor, idet en sådan put option på et variabelt forrentet lån er langt mindre risikabel, end hvis der havde været tale om et fastforrentet lån. Man var også på optagelsestidspunktet klar over, at arrangementet ville blive termineret på opsigelsestidspunktet, og betragtede det derfor som et kortfristet lån.

Tabellen viser, at kun i 1994, hvor den samlede låntagning var beskedent, udgjorde strukturerede lån en nævneværdig andel af den. Det hænger sammen med, at det da var blevet en slags sport for bankerne at finde på nye konstruktioner, som kunne interessere både investorer og låntagere, og det blev også en sport for Gældskontoret at kunne reagere hurtigt og sikre sig de fordelagtige lån før andre. Analyserne af de komplicerede konstruktioner var en spændende intellektuel udfordring. Når analyserne blev gennemført, selv om de strukturelle elementer jo blev neutraliseret via swaps, var det dog ikke bare derfor, men også fordi det var nødvendigt for at kunne vurdere risikoen på swapmodparten. Når det var overkommeligt at gennemføre de mange optagelser af små lån, var det også fordi etableringen af statens EMTN-program i januar 1994 havde gjort det muligt på meget lettere måde end før at klare papirarbejdet.

I SLOG 94 fortælles om investorernes mulige motiver til at indgå i strukturerede lånekonstruktioner. Der nævnes bl.a. spekulation, risikoafdækning, skattemæssige forhold og begrænset adgang til markeder for afledte instrumenter. Ovenfor er nævnt et par eksempler på transaktioner, hvor skattemæssige forhold har spillet en rolle. Med "begrænset adgang til markeder for afledte instrumenter" tænkte man på det forhold, at visse institutioner

kan være underkastet restriktioner m.h.t. køb eller salg af optioner mv., men gerne må købe obligationer, hvor sådanne instrumenter er indbygget.

Til at begynde med indtog Gældskontoret den holdning, at investorernes motiver var låntager uvedkommende, al den stund låntager ikke havde haft kontakt med investor og ofte ikke kendte hans nationalitet eller vidste, hvilken type investor der var tale om. Man måtte i øvrigt skelne mellem udnyttelse af skatteregler og egentlig skatteundragelse, men selv overtrædelse af lovgivning måtte være en sag mellem investor og de myndigheder, han hørte under. Efterhånden blev man dog mere bevidst om, at det kunne blive kritiseret, hvis man udstedte papirer, som åbenlyst hjalp investor til fx skatteundragelse, og som beskrevet i SLOG 94 (side 72) var man i 1994 begyndt at sørge for i tvivlstilfælde at få bekræftet fra arrangører, at arrangementet ikke stred mod andre landes love eller regler. En typisk sådan erklæring, udstedt af arrangøren (Nikko Securities) af de to etårige JPY-lån fra 1995 lyder således: "We hereby confirm that the above-mentioned issue does not violate with any of the Japanese Ministry of Finance guidelines, rules or regulations or any of the laws of Japan (inclusive those relating to tax and accounting)." Når det var arrangøren og ikke de relevante myndigheder, som blev bedt om at udstede en erklæring, var det især fordi det næppe havde været muligt at få en erklæring fra et ministerium eller en styrelse med den nødvendige hast, men man kunne vel også tænke sig, at investorernes interesse i den art finansieringer ville blive mindre, hvis de konkrete transaktioner ligefrem blev forelagt for de relevante myndigheder, også selv om de i og for sig lå inden for lovens rammer. Under alle omstændigheder måtte en låntager kunne forlade sig på en så ubetinget erklæring fra arrangøren som ovenciterede.

Det kunne måske også give anledning til kritik, hvis en transaktion udviklede sig meget ufordelagtigt for usofistikerede investorer, men også her følte Gældskontoret i de første år, at den manglende direkte kontakt med investorerne måtte være diskulperende: Det var ikke den danske stat, men de arrangerende banker, som havde forledt investorerne til den tabsgivende disposition. Senere blev der lagt vægt på, at der skulle være grænser for investors tab.

Det skal ikke benægtes, at den befrygtede kritik for at have hjulpet investorer til at omgå regulatoriske eller skattemæssige bestemmelser, eller for at have profiteret på investorers naivitet, kunne være kommet, men så vidt erindres har der ikke været nogen sådan kritik af den danske stat, hverken fra andre landes myndigheder, fra investorer eller fra journalistisk side. Ugebrevet "Mandag Morgen" omtalte (29. maj, 1995) udførligt, men ikke kritisk, redegørelsen i SLOG 94 for de strukturerede lån. Det nævntes, at Nationalbanken var "åben om, at nogle af udstedelserne har til formål at give markante skattebesparelser i udlandet" og at andre kunne "bruges til at omgå udenlandske regler om investeringsbegrænsninger og udbyttebeta-



ling". Det anførtes, at i usikret stand var nogle af konstruktionerne at sammenligne med terningkast eller casinospil, men det refereredes, at Nationalbanken havde sørget for at eliminere risikoen gennem swaps.

Strukturerede lån (og swaps) er foruden som nævnt i SLOG 94 bl.a. omtalt i SLOG 86, kapitel 5, SLOG 88, kapitel 5 og SLOG 89, kapitel 8.

## **20. Ecu-obligationer i København**

I modsætning til fx DEM og FRF var XEU (altså ecuen) lige så meget vores valuta som den var andres, og der var derfor ikke nogen der kunne tage det ilde op, hvis vi udstedte XEU-obligationer i Danmark. Da man gerne ville slå et slag for København som finanscentrum og ydermere mente, at det danske system med løbende emissioner var mere fornuftigt end de internationale blokemissioner, opstod tanken om en sådan udstedelse, børsnoteret i København. Man kunne spørge, om det ikke kunne hæmme salget, at noteringen ikke skete på en af de for sådanne obligationer sædvanlige børser (London eller Luxembourg), men det var en kendt sag, at handelen med internationale obligationer i alt væsentligt foregik uden for børserne. På grund af visse investorers placeringsregler, burde obligationerne være optaget til notering på en børs, og Københavns børs skulle være lige så god som andre, måske bedre, på grund af traditionen her for aktiv obligationshandel. Det danske konsortium var skeptisk over for ideen. Det mente, at de udenlandske banker, som var aktive i XEU-markedet næppe ville være interesseret i at gøre en salgsindsats for et sådant lån, som de ikke havde været med til at arrangere, og at der kun ville blive tale om en beskedent ekstra kundekreds. Finansministeriet gik dog videre med planerne, og resultatet blev en 5-årig 9,25%-udstedelse på 100 mio.XEU i maj 1985 (lån nr. 240). Obligationerne blev solgt gennem Nationalbanken over en 6-måneders periode til de til enhver tid værende markedskurser. Konsortiets skepsis viste sig at være berettiget. Lånet var ikke nogen stor succes, og der gik 7 år før noget lignende blev prøvet igen.

Den 18. marts 1992 udbød man et 8,5% tiårigt lån på 1,3 mia.XEU, noteret på Københavns Fondsbørs (lån nr. 249). Formålet var atter bl.a. at fremme København som regionalt finansielt center forud for den forventede monetære union og at vænne danske investorer til at købe ecu-obligationer. På dette tidspunkt optog en række andre EF-lande allerede ecu-lån på deres indenlandske markeder. Forud for den danske emission var gået adskillige ugers forberedelser og forhandlinger med den designerede lead-management gruppe, bestående af Den Danske Bank, Unibank og Morgan Stanley International. Af den initiale udstedelse købte Nationalbanken 300 mio.ecu og resten overtog et syndikat med lead managers i spidsen til en aftalt pris. Et diskussionspunkt havde været, hvordan senere forøgelser af lånet, som der i lighed med, hvad der generelt gjaldt i markedet, skulle være adgang til, og som man håbede ville blive aktuelle, skulle ske. Fra udsteders



side havde man ønsket, at yderligere obligationer skulle kunne sælges i markedet løbende ("on tap"), således som det skete for de andre indenlandske lån. Det satte bankerne sig imidlertid imod. De hævdede, at selve det, at det danske lån derved blev forskelligt fra andre, ville skade salget af den første tranche. Desuden ville en sådan mulighed gøre investorerne nervøse for, at de ikke ville nyde godt af en stigning i prisen, fordi den kunne inspirere den danske stat til at vælte obligationer ud i markedet. Derfor skulle yderligere trancher enten syndikeres som den første eller sælges ved auktion. Selv den af Nationalbanken overtagne del af lånet måtte kun afhændes på disse måder. Vi indvendte, at investorerne ikke derved blev fri for angsten for, at låntager overbelastede markedet, og at de måske endda var bedre tjent med, at obligationer blev solgt i roligt tempo, når markedet kunne bære det, end at fx en investor som lige havde købt en post kunne opleve, at der straks efter blev annonceret en auktion af et så stort beløb, at markedet gav efter. Bankerne gik af med sejren, ligesom de gjorde i diskussionen om definitionen af ecuen (omtalt i boks 2 i nærværende kapitel).

Denne udstedelse og erfaringerne med den er detaljeret beskrevet i SLOG 1991 og 1992.

Forøgelse af det omhandlede lån blev ikke aktuelt, og den danske stat har først i april 2002 igen udstedt obligationer i EU-valutaen (nu euro) i København (4,875% 1,5 mia. EUR 2002-07). Også denne gang skete udstedelsen gennem et banksyndikat uden competitive bidding.

Det skal bemærkes, at den danske stat ud over disse københavnske emissioner i hele perioden fra 1984, hvor man udstedte sit første euro-eculån flittigt har benyttet sig af dette marked.

## **21. Euro-kronelån**

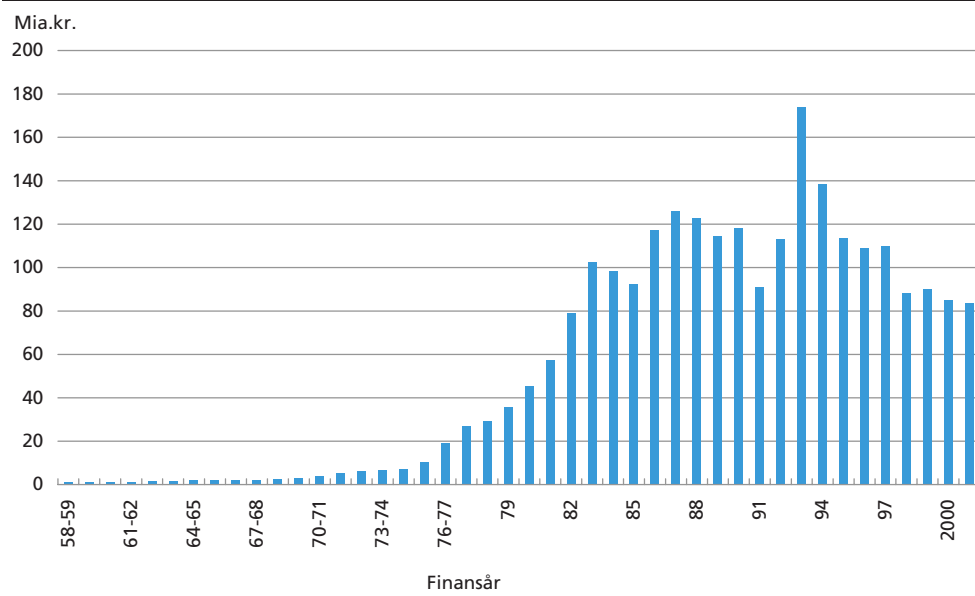
Markedet for euro-kroneobligationer, altså lån, som blev emitteret i udlandet og noteret på en udenlandsk børs, startede i 1985. Staten optog en række lån på dette marked, de første to i 1986 (nr. 264, 8,63% 500 mio.kr. 1986-91 og nr. 275, 9,75% 500 mio.kr. 1986-91, begge med Privatbanken som lead manager). Hovedmotivet var at forhindre, at andre markedsdeltagere kunne bedrive arbitrage, når renten på euro-kroneobligationer var lavere end den indenlandske obligationsrente (hvad den af flere grunde tenderede mod at være). I sådanne situationer kunne man tjene på at udstede euroobligationer og anbringe provenuet i højere forrentede statsobligationer. Hvis Staten selv optog euro-kronelånet, kunne den i princippet undgå at udstede indenlandske obligationer for dette beløb. Emnet er belyst i SLOG 86, kapitel 8.

## **22. Statens samlede udenlandske gæld**

I figur 5 er vist udviklingen i statens samlede udenlandske gæld.

STATENS UDENLANDSKE GÆLD ULTIMO FINANSÅRENE, 1958-2001

Figur 5



## KAPITEL 4. FRA KLASSISKE EMISSIONSFORMER TIL BOUGHT DEALS

Det var typisk for perioden frem til midten af 1970'erne, at staten som låntager på obligationsmarkederne arbejdede med mere eller mindre faste emissionskonsortier på de forskellige obligationsmarkeder, og at man, når lån var aktuelt, drøftede det med samme lead manager som sidst (ofte var det denne som henvendte sig og pegede på en gunstig situation, eller for så vidt angik sådanne markeder som det tyske meddelte, at nu kunne man få tilladelse til en emission). På DEM-markedet var det Westdeutsche Landesbank (undertiden forkortet til WestLB), der var fast lead manager. På dollarmarkederne brugte man fra begyndelsen og mange år frem den amerikanske investment bank Kuhn Loeb (se herom i afsnittet om det danske bankkonsortium, kapitel 2, sektion 1).

Med lead manager aftaltes eventuelle ændringer i konsortiet, emissionstidspunkt, tilstræbt størrelse af og indikative betingelser for det nye lån. På den basis blev lånet udbudt til tegning (man talte om "launching") og der blev fra syndikatet, bestående af lead manager, co-managers, underwriters og selling group over en periode på nogle dage indhentet foreløbige købsordrer, som tilsammen udgjorde "bogen". Det kunne være en kunst for lead manager at bedømme realiteten i buddene, fx kunne erfaringer med at få tildelt mindre end ønsket få banker til at puste buddene op, men naturligvis indobar en overtegning typisk, at der var god efterspørgsel efter de udbudte obligationer, mens det ikke bådede godt, hvis det indikerede beløb ikke var nået. Herefter blev lead manager enig med co-managers om, hvilke endelige betingelser man skulle tilbyde låntager. Typisk kunne der blive tale om små justeringer i emissionskursen den ene eller den anden vej eller ændring af størrelsen af emissionen. De endelige betingelser blev drøftet med låntager på et møde, hvor låntager havde en vis forhandlingsposition, idet han kunne aflyse lånet, ifald han ikke var tilfreds. En sådan handling ansås dog for dårlig smag og belastende for låntager. Den danske stats erfaringer var, at det var meget svært at flytte managers, som jo også sad med en overlegen viden om markedssituationen og investorernes reaktion på netop dette lån. Specielt gjaldt det ved CHF-lån, hvor de tre store schweiziske banker havde en meget stærk position i markedet og kunne tillade sig at optræde diktatorisk, en mulighed de også udnyttede. Ganske ofte fik man også at høre, at markedet netop den morgen udviste en svag undertone.

Umiddelbart efter at man var nået til enighed, skred man til underskrivelse af lånet. Operationen afsluttedes to til tre uger senere med udbetaling af låneprovenuet til låntager mod udlevering af obligationerne ("closing").

Dokumentationen var omfattende. Bl.a. skulle der udfærdiges et prospekt, indeholdende økonomisk statistik og andre oplysninger (herunder oplysning-

ger om den økonomiske politik). Især ved emissioner på markedet i USA stilledes der store krav. Det samme gjaldt samurailånene i Japan, som efter anden verdenskrig havde fået trukket det amerikanske emissionssystem ned over hovedet og loyalt levede op til det. Her kunne prospektet godt komme op på 40 sider eller mere. Ved tyske lån, og efterhånden også eurolån, kunne man nøjes med en hel del mindre, og til sidst ophørte man med at kræve økonomiske prospekter i forbindelse med euroemissioner.

De betydelige dokumentationskrav i forbindelse med udlandslåntagningen står i skærende kontrast til de næsten ikke eksisterende formaliteter forbindelse med statens indenlandske obligationsudstedelser. Det er selvfølgelig klart, at der må være en forskel på, om staten opererer på sin hjemmebane, eller der er tale om transaktioner i andre lande, men der gør sig også det forhold gældende, at det danske retssystem er enklere end især det angelsaksiske. Lovgivningen har lavet standardløsninger på problemer, som der må klares ved udpindet aftaletekst. Hertil kommer, at den danske stat (og andre "sovereign borrowers") som udgangspunkt er blevet behandlet efter regler, som er udformet med erhvervsvirksomheder for øje.

Efterhånden er som nævnt kravene på de internationale markeder mindsket, og der er foretaget rationaliseringer såsom indførelsen af "Medium Term Note"-programmerne, som har gjort papirarbejdet mindre byrdefuldt. Det gik imidlertid langsomt, og man kan ikke frigøre sig fra den tanke, at konservatismen til dels skyldes, at de der på begge sider traf beslutningerne havde folk (underordnede jurister og økonomer) til det besværlige papirarbejde, og ikke var stærkt motiverede til at presse på for at få det reduceret, især ikke, hvis der var en risiko for negativ omtale af typen: "Med den dårlige økonomi er det meget forståeligt, at danskerne har strøget de økonomiske afsnit fra prospektet".

I 1976 indtraf en begivenhed, som lagde kimen til en radikal ændring i den måde, hvorpå staten benyttede euroobligationsmarkedet. Man var interesseret i at optage et fastforrentet dollarlån og havde indledt drøftelser med den sædvanlige arrangør, Kuhn Loeb, der havde angivet forventede betingelser, men som det var sædvanen tog forbehold, både med hensyn til lånets størrelse og effektive rente: Man måtte først se, hvordan markedet reagerede, når lånet blev udbudt. Da henvendte Union Bank of Switzerland (UBS) (Securities), et londonbaseret datterselskab af Schweizerische Bankgesellschaft, sig og afgav et fast tilbud på et lån, som beløbsmæssigt lå i den høje ende og rentemæssigt i den lave ende af Kuhn Loeb's skøn. Finansministeriet overvejede, om man etisk set kunne tillade sig at svigte en god, gammel bankforbindelse, især da man havde på fornemmelsen, at der var tale om et dumpingtilbud, eller måske snarere et introduktionstilbud. Beslutningen blev, at man accepterede UBS's tilbud, dog således at Kuhn Loeb kom med som Co-lead Manager. De øvrige bankhuse (Smith Barney, SGWarburg og White Weld), som havde været med i managementgruppen for det seneste

lån af denne art (30 mio.USD 7,5% 1972-90) kom også med i det nye lån, men gruppen blev udvidet med et par europæiske banker (nemlig foruden UBS Swiss Bank Corporation og WestLB).

Lånet emitteredes i september 1976 (100 mio.USD, 8,5% rente, 8 års løbetid). Emissionskursen var 99 og samlede kommissioner var 2,25%, således at nettoprovenuet til staten var 96,75% (derudover skulle Staten betale omkostninger på 75.000 USD. Emissionen blev ikke nogen succes. Da subscription period var forbi, var der kun tegnet 65 mio.USD). UBS tog det skridt skriftligt at kræve af underwriters, at de skulle tegne 50% af deres underwriting, hvad der forøgede tegningen til 85 mio. Dette krav var uhørt i markedet, selv om det var det de fik deres penge (her 0,375%) for, og UBS kunne have krævet, at de overtog hele deres underwriting. Kursen på obligationerne faldt imidlertid lige efter at man var gået i markedet til 96,75-96,625. Andre banker kritiserede ikke bare UBS for kravet om at de skulle leve op til deres underwritingforpligtelse, men også for at have prissat lånet for aggressivt og for at have ladet prisen falde så meget. Låntageren, altså den danske stat kom også i skudlinien for at have accepteret et for gunstigt tilbud. Med det store lånebehov skulle man snarere have fejlet til den anden side. Kritikken blev gengivet af den internationale finanspresse, hvis artikler gav anledning til negativ omtale af Finansministeriets rolle i dansk presse, med overskrifter som: "Vi overvurderede os selv, da vi skulle låne" (Berlingske Tidende den 16. september 1976) og "lidet smigrende omtale af Danmarks kreditværdighed" (Børsen den 15. september 1976). For at dæmpe kritikken i markedet tilbød UBS dog at købe obligationerne tilbage til kurs 97,5.

Var kritikken af Finansministeriet ikke berettiget, al den stund man jo som nævnt havde på fornemmelsen, at UBS's tilbud var særlig fordelagtigt? Det følte man ikke. UBS var en af verdens største forretningsbanker. Man havde hørt, at den havde en særlig stor placeringsevne, fordi den som de andre store schweiziske banker administrerede en række investeringsporteføljer, hvor den kunne afsætte obligationer, som ellers ikke gik som varmt brød. Dette gav den en fordel fremfor de traditionelle amerikanske managers, der var investment banks og efter lovgivningen ikke havde de samme muligheder for at blande forretningerne sammen (disse regler var bevidst gennemført i USA på baggrund af erfaringerne under Wall Street-krakket i 1929). Som både før og – især – senere mente man også, at selv med det danske bankkonsortium som rådgiver havde man ikke de samme muligheder for på sidste kvarte eller ottendedel pct. på renten at kunne vide, hvilke betingelser som var gennemførlige, som en professionel international bank. Ved bedømmelsen af, hvor stor sandhedsværdi man skulle tillægge kritikken, måtte man også have i erindring, at den ikke stammede fra uvildige iagttagere, men fra folk, som havde en direkte interesse i at fremsætte den: Når en anden bank har fået mandatet, er det mere nærliggende at kritisere den for

dens håndtering af emissionen end at rose den. Hertil kommer, at mange banker utvivlsomt var af den opfattelse, at det var lettere at klare sig i konkurrencen, hvis man verbalt skulle overtale låntageren til at vælge én som lead manager på en best effort-basis eller i hvert fald på gunstigere vilkår for investorerne, end hvis man skulle deltage i en tilbudskonkurrence, hvor man blev målt på den effektive rente man tilbød. Disse betragtninger indelbar ikke, at man i Finansministeriet mente, at kritikerne var løgnagtige, men blot, at man var opmærksom på, at folk normalt ikke vejer argumenterne for et synspunkt, som er til deres fordel, på samme guldvægt som de argumenter, der går i modsat retning. Erfaringerne ved denne lejlighed og ved andre har da også gennemgående været, at det ikke har skadet senere låntagning, at man har valgt billigste tilbud med risiko for, at vedkommende lån ikke "går godt" i markedet.

Finansministeriet opfattede denne begivenhed som et tegn på, at de store europæiske banker var blevet så stærke, at de delvis måtte erstatte de amerikanske investment banks på euroobligationsmarkedet. Man fortsatte i nogle år med at gå på markedet på den ovenfor beskrevne måde, altså med et fast konsortium. Det næste regulære offentligt emitterede, fast forrentede euro-dollarobligationslån (100 mio.USD 11,75% 1980-90) havde helt samme managementgruppe som 1976-lånet, men nu var UBS alene i spidsen som lead manager. Så sent som i 1983, hvor et nyt lån af denne art var på tale (der havde ikke været noget i mellemtiden), overvejede man, om man skulle fortsætte med et på forhånd udpeget, fast konsortium, men undlod at fastlægge et sådant og i stedet vente og se, hvad der kom af tilbud og forslag. Det viste sig hurtigt, at de store banker blev villige til at afgive faste tilbud på bestemte betingelser, dvs. de var i realiteten beredt til at løbe hele risikoen for, at lånet ikke kunne placeres til den aftalte pris. Man talte om "bought deals". Dette stod i modsætning til det hidtidige system, hvor bankernes risiko som underwriters havde været begrænset, fordi de endelige betingelser ikke blev fastsat, før investorernes interesse var konstateret. Der blev fortsat dannet underwriting og selling groups, men det var altså ikke mere låntagers problem, hvis de meldte tilbage, at det var svært at sælge lånet på de angivne betingelser. Denne udvikling muliggjorde, at låntagere kunne arrangere en tilbudskonkurrence, når de ønskede at låne. Metoden blev den hyppigst benyttede af den danske stat gennem firserne og halvfemserne i forbindelse med større lån. Typisk var fremgangsmåden følgende:

Man fulgte, bl.a. gennem kontakt med et større antal banker, løbende med i markedssituationen. Når den var gunstig, og når der i øvrigt var grund til at låne, tilkendegav man over for bankforbindelserne, at man kunne være interesseret i et lån. Det førte til mere konkrete drøftelser af vilkårene for forskellige løbetider og lånestørrelser. På basis heraf kunne man dels træffe beslutning om, hvad man skulle bede bankerne byde på (fx 500 mio.USD, løbetid 5 år), dels udvælge de banker, som skulle anmodes om at byde på lå-

net. Hensigten var, at tilbudskonkurrencen skulle omfatte 4 eller 5 banker, men ofte blev det flere, fordi konkurrencen for at komme med i kredsen var intens. Fristen for afgivelse af tilbud var normalt fra en eftermiddag til næste dags formiddag. I de fleste tilfælde var parameteren den absolutte effektive rente, men undertiden skulle der bydes på en overrente over den relevante stats indenlandske lån, således at den vindende banks renterisiko i syndikeringsperioden blev elimineret. Mandatet blev i den danske stats tilfælde altid givet til den bank, som var fremkommet med det billigste tilbud.

Denne fremgangsmåde blev efterhånden også i vidt omfang anvendt af andre låntagere, men den danske stat var formentlig den statslige låntager, som brugte den mest konsekvent.

En næsten nødvendig forudsætning for, at man på et marked kan benytte sig af competitive bidding, er, at der ikke forud for et konkret lån stilles krav om udarbejdelse og godkendelse af et prospekt, skræddersyet til det bestemte lån. Det handicappede i en periode markederne i lande som Japan og USA, hvor henholdsvis Finansministeriet og Securities and Exchange Commission skal godkende prospekterne, men begge steder er der indført en "Shelf Registration"-ordning, hvorefter låntager får godkendt et generelt prospekt, gældende låntagning op til et samlet beløb inden for en vis periode. "Medium Term Note"-programmerne (se herom i kapitel 3, sektion 16) med deres rationalisering af papirarbejdet forbedrede yderligere mulighederne for at benytte competitive bidding.

En slags mellemting mellem den oprindelige emissionsteknik og bought deal-metoden introduceredes i oktober 1989 under navnet "fixed price reoffer". Det gik ud på, at der forud for en emission sammensattes en managementgruppe, med hvilken der aftales en overrente over den relevante toneangivende obligation (fx en USA-treasury note). Den absolutte rente blev så fastsat i forbindelse med launch af emissionen. Derved fik bankerne dækket deres renterisiko i tiden for tilbudsafgivelse og launching, men låntager var måske endnu mere end ved den oprindelige metode handicappet af at have mindre kendskab til markedssituationen end bankerne.

Bought deal-metoden blev kritiseret i den finansielle presse og i diskussioner mellem banker og låntagere. Det blev hævdet, at den førte til for "snævert" prissatte lån, som var vanskelige at afsætte til investorerne med den yderligere konsekvens, at lånene faldt i pris i eftermarkedet, og at dette ville gøre investorerne mindre villige til en anden gang at købe obligationer, udstedt af denne låntager. På længere sigt ville det altså gøre hans låntagning dyrere. Låntager skulle i det hele taget ikke presse citronen for hårdt. "The borrower should leave something on the table". Den rigtige fremgangsmåde var, som tidligere, at vælge en arrangør, som man havde tillid til, typisk en traditionel forbindelse på det pågældende marked, drøfte lånet med ham og en underwritinggruppe, som man havde sammensat i samarbejde med ham.



Når der var opnået konsensus, og lånet blev udbudt på de aftalte betingelser, ville alle deltagerne være indstillet på at gøre deres bedste. Dette betegnedes som en "negotiated deal". Det blev også fremhævet, at man på denne måde fik opbygget et netværk af venner blandt bankerne, som derfor ville gøre en større indsats, mens den "shopping around", som blev bedrevet af bl.a. den danske stat førte til, at ingen banker følte sig forpligtede til at hjælpe, hvis det virkelig gjaldt.

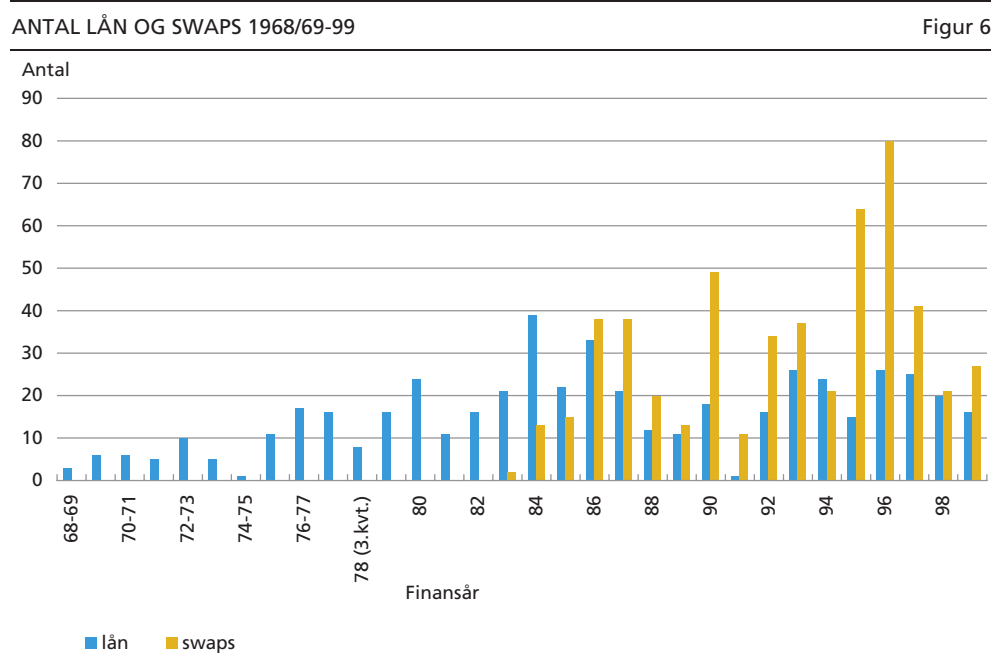
Heroverfor fremførte det danske Finansministerium og Nationalbanken, at den iver, som mange banker lagde for dagen for at få lov til at deltage i tilbudskonkurrencen, ikke tydede på, at det var svært at sælge obligationerne. Man var heller ikke overbevist om visdommen i at efterlade penge på bordet, dvs. betale højere rente for et givet lån end højst nødvendigt. Det kunne af investorerne tages som udtryk for, at den højere rente var den rette for låntager. Først og fremmest så man imidlertid en stor fordel i at kunne bruge den direkte konkurrence til at skaffe billigst mulige lån. Idealbilledet af en negotiated deal havde den skavank, at parterne ikke stod på lige fod. Låntager fulgte nok med i markedsudviklingen, men som tidligere påpeget var han jo ikke i markedet dagligt sådan som bankerne, og hans forhandlingsposition var derfor dårlig, når det kom til finjusteringen af betingelserne. Til argumentet om, at man svigtede gamle venner blandt bankerne, svarede man, at låntagningen var så betydelig, at der var behov for at arbejde med flere arrangører, og det understregedes, at man kun indbød banker, som var store og professionelle på markedet, til at deltage i en tilbudskonkurrence. Dette skulle forhindre, at et lån blev urimeligt snævert prissat, og i hvert fald, at arrangører ikke havde styrke til at håndtere en situation, hvor han var kommet til at afgive et lidt for godt tilbud (eller markedet måske bare var gået imod ham).

Nogle låntagere, herunder statslige, lod sig overbevise af bankernes argumentation og foretrak "negotiated deals". I visse tilfælde kunne man dog have mistanke om, at der i realiteten havde været en tilbudskonkurrence, men at låntager havde givet sin foretrukne bankforbindelse en ekstra chance for at forbedre sit tilbud. Det danske statsgældskontor optrådte aldrig på denne måde, idet man følte, at det var uærligt, og i øvrigt forestillede sig, at det kunne virke skadeligt i det lange løb. Der var også eksempler på, at låntagere under indflydelse af "leave something on the table"-filosofien nok arrangerede en tilbudskonkurrence, men ikke forpligtede sig til at tage det laveste tilbud. Når buddene var kommet ind, vurderede låntager, om det eller de billigste bud kunne befrygtes at være så billige, at lånet ikke ville gå godt i markedet, og ofte blev et dyrere tilbud valgt. Det danske Finansministerium og Nationalbanken følte, og fik bekræftet af nogle banker, at dette svækkede effektiviteten af tilbudskonkurrencer. I sådanne situationer skulle bankerne jo ikke give det bedst mulige tilbud, som de mente at kunne leve med, men gætte på, hvor det næstlaveste tilbud ville ligge.

## KAPITEL 5. ANTAL LÅN, STØRRELSER, LØBETIDER, AF-DRAGSFORMER

### 1. Antal lån

I perioden 1958/59 til 1967/68 blev der kun optaget ét eller to lån pr. år. Derefter har udviklingen været som vist på figur 6.



Swaps omfatter både isolerede swaps og sådanne, som er indgået i forbindelse med en lånoptagelse. I nogle år er næsten alle nye lån blevet swappet. I hvert af årene 1991, 96, 98 og 99 har der således været knyttet swaps til alle lån på nær ét.

Det skal bemærkes, at antallet af transaktioner ikke siger meget om omfanget af arbejdet med lånoptagelsen, især fordi der i tidens løb er sket en dramatisk forenkling i procedurerne. I de senere år har en almindelig obligationsemission groft sagt kun kostet Statsgældskontoret en tiendedel af de anstrengelser, som en enkelt lånoptagelse medførte tilbage i 1960'erne og 1970'erne.

### 2. Lånestørrelser

Udviklingen i typiske størrelser af internationale lån på de forskellige markeder har været dramatisk, også selv om det tages i betragtning, at prisniveauet i perioden fra 1959 til år 2000 er mangedoblet (målt ved de danske forbrugerpriser er der tale om en stigning til nogenlunde præcist det tidobbelte). Statens første fast forrentede USD-obligationslån (1959) var på 20 mio.dollars. Endnu i 1970 var 20-30 mio.USD en normal størrelse for så-

danne lån, i hvert fald til den danske stat. I 1976 kom man helt op på 100 mio.USD. I firserne var de største af statens fast forrentede USD-lån på 300-600 mio.USD. I 1990 slog man euromarkedsrekorden med auktionslånet på  $771+600+200=1.571$  mio.USD (se kapitel 2, sektion 17), men med mere almindelige lån nåede man først i 1993 op på en milliard.

Det var typisk, at de *variabelt* forrentede lån hurtigere voksede sig store. Det gjaldt både eurokreditter (se bilag 4) og Floating Rate Notes, hvor man allerede ved en emission i 1986 nåede op på en milliard USD.

Der er set en nogenlunde tilsvarende udvikling i andre valutaer.

I modsætning til de indenlandske lån, som bliver solgt i løbende emission ("on tap"), således at det samlede udestående kan blive et skævt beløb tal, har der for de udenlandske lån normalt været tale om runde beløb. I de første mange år blev i hvert fald dollarlånene udbudt med forventede runde beløb. De kunne så i lyset af efterspørgslen i udbudsperioden justeres op eller ned til andre forholdsvis runde beløb. Efter at man gik bort fra denne udbudsform har det været reglen, at der straks fastsattes et rundt beløb for emissionen. En undtagelse var det ovennævnte lån på 1.571 mio.USD, som blev solgt ved auktioner i marts og juni 1990. Her besluttede Finansministeriet sig ved første auktion til ikke at underkaste sig de runde tals lov, men til arrangørens og andres forbavselse at give fuld tildeling til de købere, som havde budt til skæringskursen. Ved den anden auktion oversteg buddene til skæringsrenten det fastsatte maksimalbeløb, og derfor måtte der ske en reduktion til dette.

I hele perioden har der dog også været lån, især mindre, privat placerede lån, på skæve beløb. Det skyldes typisk, at der har været tale om én eller nogle få investorer, som altså netop har ønsket en investering af den størrelse.

I tidens løb har der undertiden været diskussion af, om staten skulle fastsætte en undergrænse for størrelsen af sine lån i markedet. En begrundelse skulle være, at det var under statens værdighed og kunne give indtryk af desperation, hvis man støvsugede markedet for små beløb. I visse situationer kan dette synspunkt måske have haft sin berettigelse, men Gældskontoret har stedse afvist det som generelt princip: Når man – som det heldigvis normalt har været tilfældet – var i stand til at emittere lån af rimelig stor størrelse, burde det ikke kunne reflektere negativt på kreditværdigheden, at man samtidig optog små lån, fordi de var særlig fordelagtige. Man har derfor meldt ud, at ingen lån i og for sig var for små til at man kunne være interesseret. Jo mindre et lån var, jo mere omfattende dokumentationsarbejdet ville være, og jo mere travlt man i øvrigt havde med anden låntagning, desto mere fordelagtigt skulle lånet også være. Nogle af de mindste lån, som staten har optaget, var et etårigt 5 mio.USD-lån (33 mio.kr. – nr. 583) optaget i marts 1994 og swappet til LIBOR minus 40 basis points, og et 10-årigt lån på 500

mio.JPY (29 mio.kr. – nr. 853) optaget i oktober 1997 og swappet til DEM-LIBOR minus 28 basis points.

### 3. Udvikling i løbetider

Op til midten af halvfjerserne havde obligationslånene typisk løbetider på 15, undertiden 20 år, men (med nogle undtagelser, herunder nogle af de tidlige CHF-lån) med afdrag undervejs. Finansministeriet var godt tilfreds med de lange løbetider, og i situationer, hvor markederne var tunge, men det dog var muligt at udstede 10-års lån, afstod man fra det, fordi man var nervøs for, at det ville blive opfattet som udtryk for, at staten var i større nød, end tilfældet var. I 1974 måtte man dog acceptere et drastisk fald i låntagningens gennemsnitlige løbetid, idet det viste sig praktisk talt umuligt at optage fastforrentede langfristede lån, men det gjaldt alle og var derfor ikke så bekymrende. Årsagerne mentes at være OPEC-landenes præference for kortere placeringer og det forhold, at pengepolitikken i de toneangivende lande havde ført til at rentekurven var invers.

I årene efter blev det igen muligt at optage forholdsvis lange lån, 10-15 år, og efterhånden blev stående lån ("bullet-lån") det mest almindelige, så den gennemsnitlige løbetid på de fastforrentede lån er ikke faldet så meget fra begyndelsen til slutningen af halvfjerserne, som det umiddelbart kunne se ud til. Derimod skete der et markant fald i varigheden ("varighed" var dog et ord, som man ikke brugte dengang) af statens låntagning, idet variabelt forrentede lån kom til at dominere, jf. kapitel 3 fig. 4. De fastforrentede JPY-obligationer, som blev udstedt fra 1976 i Tokyo ("Samurai-lån"), havde løbetider på 10 eller 12 år, med afdrag i løbetiden. Som en undtagelse fra tendensen mod kortere løbetider kan nævnes det "indenlandske" såkaldte "bulldog-lån" (nr. 120, beløb: 75 mio.GBP, rentefod: 13%), som den danske stat som den første udenlandske låntager efter 2. Verdenskrig emitterede i 1980 på det engelske marked, og som forfalder i sin helhed i 2005.

Man kan spekulere på, hvorfor der er sket en så markant ændring i markedspraksis fra serielån til bullet-lån: Hvor det fx i 1968 ville have været næsten (eller måske helt) umuligt at emittere et DEM-lån uden afdrag undervejs, er det nu sådan, at investorerne kun med uvilje ville aftage sådanne obligationslån.

Løbetiderne for lånene er efterhånden blevet standardiseret: 5, 7 og 10 år dominerer. Undertiden har vi ligefrem fået at vide, at fx et 8 års lån ville blive dyrere end den interpolerede rente mellem 7- og 10-års lån, fordi løbetiden var usædvanlig. Der har dog også været tilfælde, hvor en bank har foreslået en sådan løbetid, fordi dette segment af løbetidspektret ikke var så "crowded". Det forekom os også sært, hvis de institutionelle investorer, som dominerer markedet, ikke skulle være i stand til at tilfredsstille deres målsætninger m.h.t. varighed eller løbetidsspredning lige så vel med 6-, 8- eller 11,75-års obligationer som med de traditionelle.

#### 4. Afdragsformer

I de sidste mange år har "bullet"-lån, dvs. stående lån, været det sædvanlige for almindelige markedslåns vedkommende, men tidligere var det det normale, at der var afdrag undervejs. Der har været forskellige afdragsformer. USD-lånene havde normalt en "*sinking fund*", startende nogle år efter udstedelsen. "Sinking fund" betyder bare, at der er afdrag, men det var typisk sådan, at afdragene kunne præsteres med opkøbte obligationer af lånet. Kun i det omfang der ikke var købt nok obligationer til en termin, skulle der ske udtrækning. Det samme gjaldt DEM-lånene. SEK-lånene amortiseredes ved udtrækninger. Undertiden benyttede man sig af en "*purchase fund*", dvs. en ordning, hvorefter låntager er forpligtet til inden for visse grænser at opkøbe og amortisere obligationer, hvis det kan ske til en bestemt kurs (sædvanligvis 100) eller billigere. I det omfang det ikke er muligt, bliver lånet et stående lån. Eksempler er 5,5% 80 mio.CHF-lån 1972-87, hvor der skulle købes op til 16 mio.CHF hvert år i perioden 1983 til 87, hvis de i en periode på 60 dage før afdragstidspunktet blev tilbudt til kurs 100 eller derunder, og 8,5% 100 mio.USD-lån 1976-84, hvor arrangøren, Union Bank of Switzerland (Securities) London var bemyndiget til i de første tre år for den danske stats regning at købe henholdsvis 4, 3 og 3 mio.USD og i hvert af årene 1980-83 2 mio.USD til kurser på 100 eller derunder. Hvis afdraget ikke var blevet dækket i løbet af etårsperioden, kunne de manglende obligationer købes i det næste halve år. Staten havde også ret til selv at købe obligationer til formålet.

Ideen med en purchase fund er at stabilisere kursen på lånet. Det er især tydeligt for USD-lånet, hvor opkøbsforpligtelsen var så relativt lille, at der ikke kan tales om en egentlig afdragsordning.

For det schweiziske låns vedkommende var der ikke meget, om noget, råderum for at afslå at købe obligationer, som inden for den korte periode blev tilbudt til kurs 100, men for dollarlånets vedkommende opstod spørgsmålet, hvordan Union Bank ville håndtere sin bemyndigelse. Ville man automatisk købe, så snart kursen faldt til under 100, eller kunne man tage det roligt og måske drøfte sagen med Finansministeriet, hvis der var forventning om et yderligere kursfald. Det sidste var tilfældet forsikrede UBS, og erfaringerne tyder også på det. Renteudviklingen var sådan, at purchasefonden blev fuldt udnyttet, dels ved UBSs opkøb, dels ved statslige opkøb fra anden side, foretaget af Gældskontoret.

Det ovenfor om afdragsform sagte gælder først og fremmest de offentligt emitterede obligationslån. Afdragsformen for de – typisk mindre – private placeringer kunne afvige fra trenden, idet de ofte var skræddersyede til bestemte grupper af investorer.

## 5. Førtdige indfrielse

De obligationslån, som blev optaget frem til omkring 1980, indeholdt for størstedelens vedkommende bestemmelser om, at *låntager* efter en vis år-række kunne opsig dem helt eller delvis til førtdig indfrielse, normalt til faldende overkurser (eksempelvis kunne 7% 150 mio.DEM-lån 1969-84 opsiges i sin helhed til terminer fra og med 1975 til overkurser faldende fra 104 til 100,5). Dette var normen på markederne og ikke noget, som man fra Finansministeriets side forhandlede frem. I en lang periode var finansieringsbehovet stort, set i forhold til lånemulighederne, og man tænkte ikke på førtdindsindfrielsesretten som en værdifuld *købt option*. Med den kvalitativt og kvantitativt voldsomme udvikling på kapitalmarkederne, og den stigende rentevolatilitet kom retten i fokus, og Finansministeriet begyndte systematisk at benytte den, når det kunne betale sig.

Et særligt tilfælde var *samurailånene* (altså JPY-emissioner i Tokyo). Her var der også ret til førtdig indfrielse efter nogle år. Fx kunne det første af disse lån (9% 10 mia.JPY-lån 1976-88) med 75 dages varsel opsiges helt eller delvis fra terminen i november 1982 til overkurser, faldende fra 103 ved den termin til 100,5 ved terminen i november 1987. I begyndelsen af 1985 var det klart, at det ville være fordelagtigt at opsig dette lån til fuld indfrielse ved førstkomende termin (30. maj 1985). Finansministeriet henvendte sig til lead manager (Nomura Securities i Tokyo) og orienterede om, at man var til sinds at gøre det. Nomura oplyste i et telex af 15. februar, at hidtil havde kun én samurailåntager, nemlig Singapore, førtdigt indfriet et sådant lån. Det var i december 1983, og Singapore havde i den forbindelse tilkendegivet, at man ikke havde tænkt sig at gå på det japanske marked igen. Det ville dog være acceptabelt for markedet, at Danmark opsagde sit lån, hvis man gik forsigtigt til værks og blandt andet udtalte, at der var tale om en isoleret begivenhed, ligesom Danmark burde vente mindst 6 måneder før man atter gik på samuraimarkedet, og også lade nogen tid gå før man optog et euro-yenlån. Finansministeriet besluttede herefter at gennemføre opsigelsen (men man var ikke indstillet på at afgive den foreslåede erklæring). Man bad derfor i et telex af 7. marts Bank of Tokyo (BoT), som var såkaldt "Commissioned Company" for lånet og dermed stod for administration af dette efter udstedelsen, om at foretage det fornødne. Dagen efter svarede BoT, at de var beredt til at efterkomme vore ønsker, men stærkt ville fraråde noget sådant. Der var tradition i markedet for en opsigelsesklausul, men der var også tradition for, at man ikke brugte den, og det kunne skade låntagers renommé at gøre det. Nomura fulgte den 13. marts op med en telefonsamtale, hvorunder man var mere negativ end før. Det oplystes, at New Zealand for kort tid siden også havde taget skridt til at førtdindsindfri et lån, men havde afstået efter kontakter mellem deres ambassade og det japanske finansministerium, som bl.a. havde udtalt, at det ikke var klogt af New Zealand at førtdindsindfri, hvis man ønskede at gå på markedet i en nærmere fremtid. Finansministeriet skulle yderligere have henvist til, at der også gjaldt sådanne



klausuler for den meget store japanske statsgæld, og ministeriet ville være meget bekymret for markedsreaktionen, hvis en anden låntager udnyttede sin formelle ret. Endvidere kom der besked fra BoT(London) om, at BoT (Tokyo) den 13. havde haft en samtale med en højerestående embedsmand i det japanske finansministerium, som havde tilkendegivet, at man ikke ville være glad for at se en opsigelse fra den danske stat, og havde bedt om, at denne besked blev viderebragt til denne. BoT (London) aflagde også (den 14. marts) besøg hos det danske finansministerium for at tale imod ideen og gentage oplysningerne om det japanske finansministeriums holdning.

Da disse oplysninger var kommet mundtligt, og altså på anden hånd via BoT i London, og det i øvrigt fra vore møder med det japanske finansministerium i forbindelse med låneoptagelserne var erfaringen, at dette ministerium ikke over for låntageren ville tilkendegive nogen mening om, hvordan lånebetingelserne skulle være eller skulle forstås, besluttede det danske finansministerium via Den Danske Ambassade at forelægge spørgsmålet for det japanske finansministerium i håbet om, at henvendelsen til ministeriet i sagen ville blive besvaret med, at ministeriet tog en eventuel opsigelse til efterretning. Ambassaden havde den 15. marts et møde med bl.a. samme embedsmand i Finansministeriet som havde talt med BoT, og her gentog denne, at man ikke ville være glad en opsigelse og anførte nogle af de samme argumenter som Nomura og BoT. Endvidere bekræftedes det, at en anden låntager for nyligt efter kontakt mellem det japanske finansministerium og landets ambassade havde afstået fra en planlagt førtidsindfrielse. Det danske Finansministerium besluttede derefter at undlade opsigelsen.

I tiden frem til næste mulighed for at opsiges lånet (det skulle ske senest 13. september 1985 med henblik på terminen 30. november) havde et antal besøgende fra japanske bankhuse, herunder i hvert fald et af de store securities companies, udtalt, at der ikke var noget galt i at opsiges samurailånene. Det var nyt, men de store japanske institutionelle investorer, som også opererede i andre markeder og her var vant til opsigelser, ville kunne forstå det. Da tiden nærmede sig, var det endnu mere fordelagtigt at opsiges lånet. Den effektive rente, som man fik ved på denne måde at købe sine egne obligationer var ca. 8,5%. Et nyt samurailån ville koste omkring 7% og et euro-yenlån ville antagelig være billigere. Det måtte anses for kritisabelt, hvis man ikke indhøstede denne besparelse for de danske skatteborgere, og vanskeligt forståeligt for den danske offentlighed, at der skulle tages særligt hensyn til interne japanske problemer i en situation, hvor resten af verden var udsat for voldsom konkurrence fra japansk industrier og finansielle institutioner og specielt på det finansielle felt led under mangel på reciprocitet fra japansk side. Efter nogle overvejelser traf Finansministeriet den 6. september beslutning om at sige lånet op og bad ambassaden i Tokyo om at underrette det japanske finansministerium herom. Ambassaden afgav under et møde den 9. september i det japanske finansministerium havde meddelelsen. Mi-



nisteriet oplyste, at et andet lands ambassade havde henvendt sig i lignende ærinde, og at ministeriet ville tage en drøftelse med investorrepræsentanter. Det danske Finansministerium besluttede at udskyde selve opsigelseshandlingen i afventning af resultatet af denne drøftelse, og bad samtidig ambassaden om at søge at identificere det andet land (det viste sig at være Australien) og give det besked om den danske opsigelsesbeslutning. Den 12. september havde ambassaden en ny samtale med det japanske finansministerium, som oplyste, at en diskussion med underwriters og commissioned companies var mundet ud i, at en opsigelse var "very much undesirable" på grund af de forventelige reperkussioner (kursfald) på det japanske marked, som følge af, at investorerne ikke var forberedt på noget sådant. Der var dog efter de australske følere startet en diskussion, en slags "educational process", og konklusionen var derfor, at førtidig indfrielse ikke var "desirable" på indeværende tidspunkt, men man kunne regne med, at situationen i begyndelsen af næste år ville være "less difficult". Medarbejderen i Finansministeriet havde også oplyst, at "det andet land" (altså Australien) havde besluttet sig for "at this particular stage" at afstå fra at bruge opsigelsesmuligheden. Finansministeriet hørte også fra Nomura både i Tokyo og London. En engelsk medarbejder hos Nomura i London sagde bl.a., at det ikke kunne udelukkes, at de fire store securities companies ville boycotte Danmark. På trods af disse oplysninger traf det danske Finansministerium den 12. september endelige beslutning om at fastholde opsigelsen af lånet. Efter meddelelsen herom fik vi ikke nogen besked om, at opsigelsen ville have konsekvenser (men regnede vel nærmest med det). I april 1986 berettede imidlertid et af de store securities companies (Daiwa) gennem selskabets London-datterselskab, at Finansministeriet i Tokyo hidtil ikke havde tilladt en låntager, som havde opsagt et samurailån, at gå på dette marked igen før der var gået et år, men at denne regel nu var ophævet. Det fremgik ikke, hvornår den var indført.

Efter at Danmark havde brudt isen, fulgte andre stater efter. Først kom Finland, som opsagde et lån til indfrielse i marts 1986, og i perioden herfra og frem til og med juli 1986 blev yderligere 7 lån (fra Finland, Sverige, Australien og Thailand) indfriet førtidigt. Herefter var der ingen tvivl om, at det var acceptabelt at førtidsindfri disse lån. Danmark afstod godt nok fra at førtidsindfri sit samurailån nr. 2 (20 mia.JPY 6,7% 1978-90) ved terminen 23. juli 1986, men det var udelukkende, fordi det ikke kunne betale sig.

Det kunne være nærliggende at tro, at det var varetagelse af snævre japanske interesser, som lå bag den japanske modstand mod opsigelserne, der jo førte til, at nogle japanske investorer mistede indtægt. På den anden side kunne den japanske stat ved på forsigtig måde at følge i vore fodspor reducere sine renteudgifter, og opsigelserne ville give securities companies m.fl. mulighed for at tjene ekstra på erstatningsemissioner. Måske er det mere sandsynligt, at man i Japan, hvor sædvane og uskrevne regler synes at spille

en stor rolle, faktisk har følt, at det ikke var comme il faut at udnytte opsigelsesklausulerne, med mindre man ikke mere havde brug for penge, sådan som det var tilfældet med Singapore. Singapores førtidsindfrielse gav da heller ikke umiddelbart anledning til, at call-optionerne forsvandt i nye samurailån. I hvert fald var der en førtidsindfrielsesklausul i den danske stats 8. samurailån, som emitteredes i januar 1984, flere måneder efter at Singapore var skredet til opsigelse.

Den stærke tradition på de fleste markeder for, at lånebetingelserne indeholdt ret til førtidig indfrielse, har formentlig haft den konsekvens, at låntager fik den for billigt. Efter at låntagerne var blevet mere opmærksomme på mulighederne, er flere og flere fastforrentede lån blevet uopsigelige.

Et særligt kapitel udgør de syndikerede Eurokreditter. De kunne typisk opsiges til pari helt eller delvis til en hvilken som helst termin, og det benyttede man sig af, da FRN og swappede fastforrentede lån i begyndelsen af 1980'erne viste sig at være pris- og løbetidsmæssigt konkurrencedygtige alternativer. På grund af de store beløb, det drejede sig om, skete disse opsigelser i hvert tilfælde efter aftale med Nationalbanken.

Udviklingen i statens førtidsindfrielser i perioden med de "store" år er vist i tabel 1. Til sammenligning er anført bruttolåntagningen.

STATENS FØRTIDSINDFRIELSER		Tabel 1
År	Førtidsindfrielser, mia.kr.	Bruttolåntagning, mia.kr.
1982 .....	-	23,3
1983 .....	2,6	23,3
1984 .....	37,3	35,4
1985 .....	18,9	28,2
1986 .....	11,5	52,2
1987 .....	7,5	24,8
1988 .....	11,2	11,4
1989 .....	5,6	13,1
1990 .....	1,9	20,1
1991 .....	0,8	2,2

Det var ikke sådan, at man altid låste gevinsten ved at førtidsindfri et lån fast ved samtidig at optage et billigere. Man anlagde den betragtning, at hvis et lån kunne erstattes med et billigere, burde det opsiges. Om og hvornår det billigere lån eventuelt skulle optages, måtte afhænge af det valutariske behov. Hvis valutareserven var stor nok, var der ingen grund til at optage erstatningslån, da Nationalbanken ville tabe en rentemarginal ved anbringelsen af provenuet. Hvis fx staten havde et lån til LIBOR plus 0,6% og kunne erstatte det med et til 0,3% overrente, men Nationalbanken på valutareserven kun indtjente LIBOR uden tillæg, ville nettogevinsten for staten og Nationalbanken under ét være 0,6%, ifald valutareserven var stor nok til, at

man kunne bruge af den, men kun 0,3 % ved en refinansiering med et nyt lån.

Disse betragtninger var aktuelle i forbindelse med Folketingets behandling af et lånebemyndigelsesforslag (vist det, som blev til lov nr. 156 af 24. september 1985). I 1984 var der sket førtidsindfrielse på i alt 37,3 mia.kr., og 11,5 mia. blev ikke dækket ved nye lån, idet salg af indenlandske (statslige) kroneobligationer til udlandet havde tilført Nationalbanken den fornødne valuta. Finansudvalget stillede spørgsmål omkring disse transaktioner, og Finansministeriet anførte ovennævnte argumentation for ikke at have optaget udlandslån, men det måtte indrømmes, at når alt kom til alt var den omhandlede del af førtidsindfrielse logisk set blevet finansieret ved salg af højt forrentede indenlandske obligationer. Finansudvalget udbad sig oplysninger til bedømmelse af "tabet" herved. Ministeriet anførte i svaret, at der var begrænset adgang til optagelse af fastforrentede lån i de valutaer, hvor renten var lavere. For optagelse af variabelt forrentede lån var der ikke samme begrænsninger, men her var bedømmelsen af omkostningerne set i forhold til de fastforrentede kroneobligationer vanskelig. Det bemærkedes endvidere, at der trods regeringens fastkurspolitik var en vis valutarisiko ved udlandslån, især i de lavt forrentede valutaer. Et spørgsmål fra udvalget tyder på, at det var inde på den tanke, at det var ærgerligt at skulle se danske obligationer, hvis kurser og dermed afkast til en vis grad var bestemt af skattepligtige danske investorer, blive solgt til skattefrie (eller bare ikke-skattebetalende) udenlandske investorer. Udvalget bad nemlig om at få en belysning af de økonomiske virkninger af at dele indenlandske lån op i to dele: Skattefrie obligationer med halv (variabel) markedsrente, og normalt forrentede obligationer, som kun kunne købes og besiddes af danske institutionelle investorer. Ministeriet afviste i sit svar tanken: Noget sådant ville kunne ødelægge det velfungerende danske obligationsmarked og måtte antages at være i modstrid med Danmarks liberaliseringsforpligtelser over for OECD og EF.

Det anførte problem må vel anses for reelt, især i perioder med høj inflation og rente. En anden måde at løse det på ville have været indførelse af en kuponkat, og det er da også i tidens løb blevet foreslået nogle gange. Da en sådan skat antagelig ville have lagt en betydelig dæmper på salget af danske kroneobligationer til udlandet, ville det have nødvendiggjort større direkte låntagning i udlandet, og det ville kun have hjulpet, i det omfang renten dør var bestemt af skattefrie investorer. Det ville selvfølgelig yderligere have været en betingelse, at sådanne obligationskøbere ikke kunne kræve kupon-skatten refunderet.

Den vigtigste undtagelse fra reglen om, at de syndikerede lån kunne opsiges til pari, var det lån på 1.235 mio.USD, som blev resultatet af genforhandlingen i 1978 af en række dyrere lån. Her var der fastlagt en overkurs på 0,25%

gange antallet af år, der var tilbage til den endelige ordinære indfrielse af lånet (1985).

FRN-lånene kunne typisk ligesom kreditterne opsiges til pari, dog ofte først efter en vis periode.

De særlige regler for førtidig indfrielse som gjaldt for EIB-lån og den danske stats udnyttelse af dem er beskrevet i afsnittet om EIB (kapitel 9).

Mens en ret for debitor til førtidig indfrielse ( en "call option") var det almindeligste, forekom ret for *kreditor* til førtidig opsigelse af lån ( en "put option") relativt sjældent. I en del af FRN-lånene forekommer dog sådanne optioner. Et 500 mio.USD-lån (1984-2004 (nr. 187)) kunne således opsiges af den enkelte kreditor til indfrielse til pari i februar 1999, og for et evigtløbende 600 mio.USD-lån fra juli 1984 gjaldt, at investorerne hen ad vejen kunne forlange obligationerne erstattet med fireårs FRN (og i øvrigt også omvendt). I sådanne tilfælde registrerede man i opgørelserne af statsgælden lånene som forfaldende på det tidligst mulige opsigelsestidspunkt. Man var opmærksom på, at optionerne havde en vis, men begrænset værdi (begrænset, fordi der var tale om variabelt forrentede lån) for investor, men fandt ved en samlet vurdering, at lånene var fordelagtige for låntager.

Det kan tilføjes, at de strukturerede lån, som kom på mode i firserne og halvfemserne, ofte forekom putoptioner for investor, men i modsætning til ovennævnte optioner blev de altid neutraliseret (eller næsten neutraliseret) via swaps.

## KAPITEL 6. KURSPLEJE OG LIKVIDITET

Som nævnt (kapitel 5, sektion 4) har man tidligere søgt ved hjælp af sinking og purchase funds at tilvejebringe en vis likviditet i markedet for de udstedte obligationer. I de sidste ca. 20 år er der blevet lagt stigende vægt på størrelsen af udstedelserne. De arrangerende banker har talt for, at udstederen skulle gennemføre få store emissioner i stedet for at dække sit behov gennem en række mindre, tilsyneladende billigere, transaktioner. De store issues ville være mere likvide, og når investorerne fandt ud af, at de i givet fald let ville kunne komme af med obligationerne til en rimelig kurs, ville de i første instans være villige til at betale en højere pris. I Statsgældskontoret var man ikke så overbevist. De samme banker havde ofte fremholdt betydningen af, at et obligationslån blev fast placeret, så der ikke flød for mange obligationer rundt i markedet. Man følte også, byggende på mange års erfaring med udstedelser, som på grund af begrænset efterspørgsel ikke måtte være for store, at statens låntagning var billigere, når man ved at sprede den på mindre emissioner undgik at skulle bevæge sig for langt ud ad en (rentemæssigt set) stigende efterspørgselskurve. Især gjaldt det, når emissionerne kunne målrettes til en bestemt gruppe investorer. Man kunne heller ikke frigøre sig fra den tanke, at den enkelte banks ønske om at arrangere et stort lån havde noget med fortjeneste og prestige at gøre.

Andre låntagere var ikke så skeptiske, og nogle lod sig endda overtale til at gennemføre konsolideringsoperationer, hvor indehaverne af obligationer fra flere tidligere lån kunne ombytte dem med obligationer af et nyt, stort lån. Det har fx den finske stat gjort. Så vidt det kunne konstateres, var denne måde at indfri gamle lån med nylånte penge ikke i sig selv særlig fordelagtig (man måtte lokke investorerne med gunstig rente på de nye obligationer), og det var ikke helt klart, hvordan et nyt, stort, likvidt lån skulle kunne billiggøre senere, mindre lån (hvis senere lån var store, ville de vel i sig selv være likvide og billige, således at konsolideringsoperationen var overflødig).

Det viste sig, at bankernes interesse for likviditet gjaldt de første måneder af en emissions løbetid. I den periode var de interesseret i at kunne tjene kommissioner på at handle med obligationerne, og de anførte så, at der var større chancer for, at givne investorer ville tegne sig for andele af et lån, når det blev udbudt, hvis de vidste, at der var en fortrydelsesret. Efter et halvt års tid var lånet faldet på plads hos investorer, der betragtede det som "core investment".

Statsgældskontoret mente dog, at hvis likviditet var så vigtig, måtte investorerne også, og måske netop, være interesseret i at kunne omlægge de "gamle" obligationer i deres portefølje. Jo længere tid der var gået siden købet, jo større var vel sandsynligheden for, at en ændret investeringsstrategi gjorde det ønskeligt at sælge givne obligationer. Samtidig måtte staten være inte-

resseret i at købe obligationer, som var kommet for langt ned i kurs, og sælge obligationer, som lå for højt.

Disse betragtninger førte i flere omgange til tanker om at etablere en form for systematisk kurspleje, som kunne gøre alle lån, også små lån, likvide. Det burde være bedre end at koncentrere låntagningen om store lån, som alligevel kun ville være likvide i kort tid. I 1984 havde man bl.a. overvejelser om at lade Nationalbanken tage sig af en mere effektiv kurspleje, og Nationalbanken tilkendegav, at den var beredt dertil. Det blev dog ikke til noget, men Statsgældskontoret, der tidligere som hovedregel kun havde købt op til sinking eller purchase funds, udvidede i 1985 opkøbsaktiviteten til også at omfatte de af statens obligationer, der omsattes til for lave kurser (se herom i SLOG 86). Dette var tænkt som en forløber for en egentlig kurspleje: Gældskontoret skulle offentligt erklære sig villig til både at købe og sælge egne obligationer "til rimelige priser". Det var ikke ambitionen at bedrive egentlig market making, dvs. handle med et snævert spread med kunder, som ikke på forhånd skulle fortælle, om de ville købe eller sælge. Det blev man advaret imod (bl.a. af det danske konsortium), idet man ikke inden for ministeriets lønmæssige rammer havde mulighed for at ansætte de nødvendige professionelle dealers, og hvis man ikke gjorde det, men selv forsøgte sig, ville man blive "kørt over" af markedet. I Gældskontoret mente man imidlertid, at mindre også kunne gøre det. Hvis det i markedet blev kendt, at ministeriet altid var villigt til at handle, om end ikke til helt så snævert et spread som en professionel market maker for en likvid obligation, eller rettere uden på forhånd at angive en tovejspris, men til en pris som blev fastsat ved en konkret drøftelse, burde det være nok for bankerne til at prøve systemet, og forhåbentlig finde erfaringerne opmuntrende.

Man mente også at have en fordel fremfor andre obligationshandlere: Hvis en bank vil bedrive market maker virksomhed må den undertiden gå short, altså sælge obligationer, som den ikke har. Det er ikke alvorligt, hvis der er tale om likvide obligationer, som enten umiddelbart kan købes eller kan lånes. Er obligationerne imidlertid illikvide kan banken få et problem. Et tilsvarende problem vil låntageren ikke have, da han normalt kan udstede flere af de pågældende obligationer (i mange år har det endda været sådan, at han har kunnet gøre det under den eksisterende dokumentation og altså ikke har behøvet formelt at skride til en ny emission). En anden mulighed for at sikre sig en arbejdsbeholdning ville være at lade den oprindelige emission være større end det beløb, som umiddelbart sendtes på markedet. Det overskydende beløb kunne så bruges i forbindelse med kurspleje. Noget sådant har Svensk Exportkredit (der har været en væsentlig og sofistikeret international låntager) gjort, men at dømme efter udtalelser af direktøren for nogle år siden er muligheden for kurspleje med disse ekstra obligationer ikke eller kun sparsomt blevet udnyttet. Den danske stat har også et par gange ladet udstedelser være større end det beløb, som umiddelbart blev solgt i markedet,



nemlig i forbindelse med den anden USD-obligationsauktion i 1990 (se kapitel 3, sektion 17) og i 1992 ved udstedelsen af ecu-obligationer i København (kapitel 3, sektion 20), hvor Nationalbanken overtog henholdsvis 200 mio. USD og 300 mio. XEU af lånene.

På et tidspunkt kom man så vidt, at man traf aftale med en udenlandsk bank om at den som indledning til, at Gældskontoret gik ind i pseudo market makerrollen, i al stilhed skulle købe obligationer, som handledes til for lave priser, op. Det ville jo være dumt ikke at sikre sig gevinsten herved, før man offentligt erklærede sine hensigter og derved hidførte en kursstigning på disse obligationer. Der blev dog ikke på denne måde købt ret meget, og de store planer gennemførtes ikke dengang. Senere udkastede Gældskontoret, som nu lå i Nationalbanken, den tanke, at bankens investeringskontor, der jo var aktivt i obligationsmarkederne, også kunne købe og sælge statens obligationer, når de stod for lavt eller for højt, og der udarbejdedes et system med dagligt opdaterede rentekurveark, som skulle vise, hvornår og i hvilken retning man skulle interessere sig for papirerne. Også disse planer led skibbrud. Hovedårsagen til planernes kranke skæbne ved de to lejligheder var sikkert, at bankverdenens interesse for at handle "gamle" obligationer som nævnt ovenfor var beskednen.

Det kan godt være, at Gældskontorets filosofier omkring begrebet likviditet var noget lægmandsagtige. Det er jo en kendsgerning, at markedet mere og mere fokuserer på likviditet, og at det anses for en nødvendig (men måske ikke tilstrækkelig) forudsætning for likviditet, at der er tale om en stor udstedelse. Ud fra den betragtning, at markedet altid har ret, skulle der ikke være mere at diskutere. Man kan imidlertid have en fornemmelse af, at markedet er ufuldkomment, fordi deltagerne ikke lader sig lede af, hvad de logisk kan regne sig frem til som det rigtige, men af, hvordan de mener, at andre agerer. Det fører til, at en given investor afslår at købe obligationer af et lille lån, fordi han ved, at det på grund af den ringe størrelse vil blive opfattet som illikvidt, og netop den manglende efterspørgsel gør det så illikvidt.

I de fleste tilfælde er der også andre forskelle end størrelsen mellem to lån, men selv i tilfælde, hvor der er tale om eksakt samme vare, er en lille emission mindre attraktiv for investorerne. Et eksempel er kortløbende US-Treasury Notes og Treasury Bills. Sammenligning af priser på disse er netop blevet brugt til at måle værdien af likviditet (se fx Slog 97, side 155). Her er det i hvert fald svært at se nogen anden forklaring end den nævnte. Man hører ofte, at store investorer ikke er købere af obligationer fra mindre emissioner, fordi disse investorer handler i større portioner, end man kan få af dem uden at påvirke kursen. Med vore dages relativt veludviklede edb-teknik skulle det dog være muligt at fordele et køb på to eller flere papirer, hvis det var fordelagtigt. Hvis selve størrelsen af en emission er så vigtig, kan man også undre sig over, at flere løbetider ikke slås sammen, så man fx i stedet



for nogenlunde samtidig at udbyde et 5-års lån og et 10-års lån, udbyder ét 10-års lån med afdrag undervejs.

Beskatning af fortjeneste på værdipapirer er de fleste steder inkonsekvent. I Danmark er den inkonsekvent på to måder. For det første beskattes forskellige elementer i fortjenesten hos nogle skatteydere ikke ens: Private betaler således skat af den direkte rente (det, som udbyderne har valgt at kalde rente), men ikke af kapitalgevinst ved salg eller indfrielse. For det andet beskattes ikke alle investorer ens (fx beskattes fortjeneste i pensionskasser anderledes end enkeltpersoner). Disse faktorer bidrager til at opdele markedet i mange lån, som faktisk er forskellige (særlig slem er mindsterentereglen, som ofte har ført til, at lån måtte lukkes, før de nåede en størrelse, som kunne gøre dem rigtigt likvide). Hvis det ikke var for de ulogiske skatteregler, ville det være snublende nær for en væsentlig låntager, som den danske stat, at låne (især på det indenlandske marked) i form af en serie af nul-kupon lån med løbetider fra den korteste til den længste, man ønskede at bruge. Når der var gået et år (eller hvilken frekvens man nu ønskede), ville det korteste lån falde væk, og det næstkorteste overtage dets plads, samtidig med, at der typisk ville blive åbnet et nyt med den længste løbetid, idet det hidtil længste lån jo nu var blevet et år kortere. Der ville ikke være nogen rationel grund til at betragte sådan en række som lige så mange forskellige lån, som der var løbetider, og bedømme hvert enkelts likviditet isoleret. Hele rækken kunne betragtes som ét lån, helt ligesom fx et tiårslån, der forrentes hen ad vejen, ses under ét, selvom det i virkeligheden består af 10 nul-kuponlån. I en sådan verden ville såvel investorer som låntagere kunne stykke deres portefølje sammen præcis som de ønskede det under hensyn til afkast i de enkelte løbetidssegmenter. De forsøg med "strips", som man har set i en række lande, dog ikke i Danmark, kan ses som en kompliceret måde at opnå det samme på.

## KAPITEL 7. BEDØMMELSE AF LÅNS FORDELAGTIGHED

Når der blev optaget et lån, som blev swappet til LIBOR minus et så betragteligt antal basispoints, at det måtte siges at være fordelagtigt, opstod spørgsmålet, om det var lånet eller swappen, som gav det gunstige enderesultat. Normalt er antagelig det største bidrag kommet fra lånet, men undertiden skete der en subsidiering af swappen. Den arrangerende bank kan have haft den interesse at beregne sig en betydelig provision (betalt af låntager) af lånet og så give noget tilbage i swappen, hvis betingelser ikke umiddelbart blev offentligt kendt. Når et lån var så fordelagtigt, at provenuet ville kunne anbringes med en sikker gevinst til følge, kaldtes det et "profitlån".

Der var stor usikkerhed knyttet til bedømmelsen. Nationalbanken var tilbøjelig til at afvise berettigelsen af at tale om profit: Den tilsyneladende gevinst skyldtes, at man løb en markeds- og/eller en kreditrisiko. I Gældskontoret mente man, at der var tilfælde, hvor man kunne tale om en sikker gevinst. Den kunne skyldes, at man havde udnyttet en arbitragemulighed (den danske stat havde en beslutningsproces, som var hurtigere end de fleste andre låntageres), eller at nogle långivere var villige til at betale for at få en skræddersyet investering. Det sidste kunne eksempelvis være, fordi en bestemt udformning af betingelserne kunne være skattemæssig gunstig for dem. Egentlig var sådanne tilfælde, hvor andre landes statskasser subsidierede lånene, de klareste eksempler på profitlån, og i princippet havde den danske stat, som ikke havde haft nogen forbindelse med investorerne, ikke noget ansvar for, hvad disse foretog sig.

Man kom undertiden ud for det argument, at man kunne parallellisere med teorien for komparative fordele i udenrigshandelen, hvorefter alle parter vinder ved at satse på det, som de relativt set er bedst til. Det ville indebære, at alle kunne have en "sikker gevinst" uden at der heroverfor stod et sikkert tab. Statsgældskontoret gjorde sig nogle overvejelser herom. Nogle er nedfældet i et notat fra 1986, hvor teorien afvises. Notatet er gengivet som appendiks til dette kapitel.

Hvis et lån var så fordelagtigt, at der kunne opnås en sikker gevinst ved at optage det og derefter anbringe det til samme form for forrentning, burde det efter Gældskontorets filosofi optages, også selv om valutareserven var stor nok i forvejen, men det var ikke nødvendigt, at man låste gevinsten fast. I et enkelt tilfælde besluttede man sig dog til at gøre det for at synliggøre, hvad der kunne opnås. Det var vistnok i juli 1988, hvor man optog et fastforrentet USD-obligationslån (8,75% 600 mio.USD 1988-91, lån nr. 374), der ved to swaps (1. fra fast rente i USD til variabel rente i samme valuta, og 2. fra variabel rente i USD til variabel rente i DEM – en såkaldt basiswap) blev lavet om til et variabelt forrentet lån i DEM. Resultatet var DEM-LIBOR minus 45 basis points (0,45%). Man havde i øvrigt først fået tilbudt LIBOR minus 40, men havde på fornemmelsen, at vilkårene kunne

blive lidt bedre, og det lykkedes altså. Man aftalte med Nationalbanken, at provenuet skulle anbringes på samme terminer. Nationalbanken opnåede en rente på LIBOR minus ca. 0,2%. Der var således en gevinst på omkring 0,25% p.a., men det måtte indrømmes, at den ikke var helt sikker. For det første havde staten risici på swapmodparterne, og for det andet løb Nationalbanken en risiko på den bank eller de banker, hvor pengene blev anbragt. Selv om man trak så mange basis points fra, at de nævnte risici utvivlsomt var dækket, var der dog – mente man i Gældskontoret – en pæn, sikker gevinst tilbage.

Når dette lån var så fordelagtigt, selv om det ikke var struktureret, havde det antagelig forbindelse med et andet lån, som arrangøren, Crédit Suisse First Boston, samtidig havde arrangeret for den italienske stat. Det var et 5-årigt fastforrentet lån på 1 mia.USD, hvoraf 400 mio. blev swappet til variabelt forrentede dollars i hele løbetiden, og de resterende 600 til variabelt forrentede dollars i 2½ år, hvorefter der skulle betales variabel rente af modværdien i DEM. I alle tilfælde var den variable rente LIBOR minus 40 basis points. Det var svært at se, at det skulle være muligt at give Italien et nedslag i LIBOR-renten på 40 basis points og samtidig Danmark et på 45. Der opstod rygter om, at CSFB havde taget det italienske finansministerium ved næsen ved at få det til at gå med til at omlægningen til DEM efter 2½ år skulle ske til kursen på lånets starttidspunkt, selv om renteforholdene indikerede, at der ville ske en styrkelse af DEM frem til omlægningstidspunktet. Dette kunne banken (der for nemheds skyld her betragtes som långiver) drage fordel af på følgende måde: Den sørger for at skaffe sig 2½ års passiv i USD svarende til Italiens lån, så længe det er denomineret i dollars. Dermed svarer det, som banken skal præstere på sit lån, til det, som Italien skal betale i den periode. Endvidere optager den et 5-års variabelt forrentet DEM-lån på modværdien af 600 mio.USD. Da kursen på starttidspunktet var ca. 1,82, bliver det til 1.092 mio.DEM. Udgifterne til betjening heraf i de første 2½ år svarer nogenlunde til det, som banken får fra Danmark. På valutaomlægnings-tidspunktet skal Italien ikke tilbagebetale dollarlånet, men får det omregnet til 1.092 mio.DEM, som skal forrentes variabelt og til sin tid afdrages. Banken skal imidlertid efter 2½ år tilbagebetale sit dollarlån, uden at den får penge hertil fra Italien. Derimod får den fra Danmark 1.092 mio.DEM, hvorfor den kan købe USD. Hvor mange den ville få ved en handel til den tid var selvsagt uvist, men den kan dække sig ved at købe de nødvendige USD på termin for DEM på transaktionernes starttidspunkt. Den relevante terminkurs var ca. 1,70, hvilket betød, at 600 mio.USD kunne fås for 1.020 mio.DEM. Det ville give et overskud på 2½ årsdagen på ca. 70 mio.DEM. Disse transaktioner er illustreret nedenfor (långivers udbetalinger er anført med minus, UL og DL betyder hhv. USD- og DEM-LIBOR. Der er ikke taget hensyn til underrenterne på 40 og 45 basis points):

LÅNGIVERS INDDÆKNING VED LÅN PÅ 1.092 MIO.DEM TIL DANMARK OG 600 MIO.USD TIL ITALIEN					Tabel 1
Tidspunkt i år	Lån til Danmark	Lån til Italien	USD-lån	DEM-lån	I alt
0	-1.092 DEM	-600USD	600USD	1.092 DEM	0
½	DL	UL	-UL	-DL	0
1, 1½ og 2	DL	UL	-UL	-DL	0
2½	DL+1.092 DEM	UL	-UL-600USD	-DL	0
3		DL		-DL	0
3½, 4 og 4½		DL		-DL	0
5		DL+1.092 DEM		-DL-1.092 DEM	0

Diskonterer man gevinsten på ca. 72 mio.DEM tilbage til starttidspunktet, svarer det til ca. 35 mio.USD. Antages det (som man gjorde på det tidspunkt), at både Danmark og Italien normalt kunne låne til LIBOR minus 10 basispoints i begge valutaer, svarede fordelene ved at få penge til hhv. LIBOR minus 45 (for 600 mio.USD i 2½ år) og 40 (for 1 mia.USD i 5 år) basis points til et subsidie på omkring 4,5 mio.USD og ca. 13 mio.USD. Dette var altså udtryk for hvad CSFB havde afgivet af sin fortjeneste til de to låntagere, og det betød, at der var ca. 17½ mio.USD tilbage til CSFB. "The Economist", som skrev om sagen et par måneder senere (3. september), opgav med "swapeksperter" som kilde, at bruttofortjenesten som følge af kursforskellen mellem spot- og terminskurs var 38,3 mio.USD, hvoraf 13,4 blev afgivet til Italien og 4,4 til Danmark.

I finansielle kredse var den overvejende opfattelse, at den ovenfor givne beskrivelse var rigtig, og at det der herefter skete var, at det italienske finansministerium beklagede sig til CSFB, da det af andre banker venligt var blevet gjort opmærksom på sammenhængen, og pressede CSFB til at gå med til benyttelse af forwardkursen. Det indebar så vidt man kan forstå, at CSFB gik glip af sin bruttofortjeneste, men måtte stå ved de til både Italien og Danmark givne renterabatter, med andre ord, at man i stedet for en nettogevinst på 15-20 mio.dollars på denne konto fik et tab af samme størrelsesorden.

Fra italiensk side hævdede man, at man havde været opmærksom på forholdet og havde sikret sig, at kursen i omvekslingen blev fastsat på den rigtige måde. Det danske gældskontor forsøgte at trænge ind i sagen. Man skaffede sig bl.a. de officielle meddelelser (dekreter), som det italienske finansministerium offentliggjorde i "Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana", men uden at fuld klarhed opnåedes. I en første meddelelse, dateret 8. juli og angiveligt registreret i "Corte dei conti" (Regnskabsretten) den 12. juli, men først offentliggjort den 22., stod der, at omregningskursen efter de 2½ år skulle være terminskursen på lånets udbudstidspunkt ("lancio"). Et senere dekret (af 25. juli) meddelte, at kursen blev 1,688. Den danske accept af CSFBs tilbud skete den 5. juli, og den italienske accept må have fundet sted nogenlunde samtidig, måske én eller to dage før. Det kan tænkes, at opdagelsen af problemet med vekselkursen skete så hurtigt, at man kunne nå at

ændre i dekretet af 8. juli, i hvert fald før registreringen i regnskabsretten eller muligvis i perioden frem til offentliggørelsen (hvilket ganske vist indebærer snyd med datoerne). Det skal understreges, at man i Danmark ikke vidste noget om den formentlige baggrund for det billige lån, da man accepterede det. Man kan spekulere på, om det danske Finansministerium ville have ladet sig tage ved næsen, hvis man havde fået tilbudt et arrangement som det italienske. Svaret er med nogenlunde sikkerhed nej. Når et lån ikke var helt straightforward, foretog man altid en analyse som ovenstående, hvor man forsøgte at finde ud af, hvordan "den anden side" kunne dække sig ind ved hjælp af simple lån og anbringelser. Desuden var det jo her og i andre tilfælde en betryggelse at have det danske bankkonsortium som professionel hjælper. Det analyserede selvstændigt alle tilbud, og dermed var man nogenlunde sikker på ikke at blive "snydt".

## APPENDIKS: NOTAT OM FORDELAGTIGE SWAPS

STATSGÆLDSKONTORET

Den 26. maj 1986

*J.nr. SC 86-2706-1*

I hvilket omfang er fordelagtige swaps udtryk for markedsuligevægt.

1. Hvis man isoleret betragter fx en 5-års swap, hvor A modtager fast USD-rente på 8% p.a. i 5 år og betaler 6 mdr. LIBOR, kan både A og modparten B på kontraktstids-punktet føle; at transaktionen er fordelagtig, nemlig hvis A og B har forskellig forventning om renteutviklingen. Når de 5 år er gået, kan man konstatere, hvem der havde ret, og hvis A har tjent et bestemt beløb, må B have tabt et tilsvarende beløb.

2. Kan A optage et 5-årigt fastforrentet USD-lån til effektiv rente 7,50%, og antages det, at man altid kan anbringe penge i London-interbankmarkedet til LIBOR -10 b.p. uden kreditrisiko (i hvert fald skulle risikoen ved successive kortfristede anbringelser i til enhver tid værende prime-banks eller andre låntageres kortfristede notes være væsentlig lavere end ved køb af 5-års FRN), kan A opnå en sikker gevinst ved obligations-emission + swap + anbringelse i London-markedet. Gevinsten kan opgøres som følger:

A betaler rente af obl.lånet:	7,5%
modtager under swap	8,0%
betaler under swap	LIBOR
modtager v. anbringelse i London	<u>LIBOR -0,1%</u>
Nettogeinst	ca. 0,4%

("ca." fordi der ikke er korrigeret for 365/360 beregning og halv/helårs-betaling, og fordi der ikke er beregnet fradrag for dækning af kreditrisikoen på swapparten B, hvilken risiko imidlertid kun kan være en brøkdel af risikoen ved at låne B hovedstolen i 5 år).

A behøver altså ikke at vente 5 år på at få klarlagt, om han har gjort en god eller dårlig forretning. Resultatet af transaktionen er kendt allerede på nul-tidspunktet.

Det er nærliggende, at antage, at når een kan opnå en sikker fortjeneste; må andre lide et sikkert tab, og sådanne forretninger skulle altså ikke kunne være fordelagtige for alle parter. Det må følgelig være galt; når nogle bankfolk mener; at når man udnytter forskelle i to låntageres indbyrdes status på forskellige markeder og gennem swaps skaffer begge låntagere billigere lån, end de kunne have fået ved at gå direkte til det ønskede marked, så kan mindst een af dem få sikker profit uden at nogen lider derunder.

3. Nedenstående eksempel skal belyse fordelene med udnyttelse af komparative fordele på to markeder.

Effektiv rente for fast forrentet issue:

A 7,50%

B 8,50%

Effektiv rente for variabelt forrentet lån:

A LIBOR -0,1%

B LIBOR +0,1%

Det er antaget, at A besidder højst mulige kreditværdighed på begge markeder (dvs. at køb af hans gældsbeviser repræsenterer sikker anbringelse).

Hvis A ønsker variabelt forrentet gæld og B fast forrentet, kan det betale sig for dem hver for sig at gå til det "modsatte" marked (de to markeder er i det følgende personificeret som långiverne C og D) og derefter swappe. Sker swappen til 8,2% mod LIBOR -0,1%, bliver resultatet som følger:

A betaler til C	7,5%
modtager fra B	8,2%
betaler til B	<u>L -0,1%</u>
Nettorenteudgift	L -0,8%

B betaler til D	L +0,1%
modtager fra A	L -0,1%
betaler til A	<u>8,2%</u>
Nettorenteudgift	8,4%

A kan nu anbringe sine penge hos E sikkert, dvs. til L-0,1%, og får en sikker fortjeneste på 0,7%.

Da B har fået det ønskede fast forrentede lån 0,1% billigere end hvis han direkte var gået til det fast forrentede marked, dvs. havde lånt af C, kan man



ikke sige, at B får et sikkert tab (derimod nok, at han er en dårlig forhandler, idet han burde have kunnet opnå en mere ligelig fordeling mellem sig og A af fordelene ved udnyttelse af de komparative fordele).

4. Hvor ligger da det sikre tab? Ja, D er jo af den opfattelse, at B nok er mindre kreditværdig end A, men ikke mere end at risikoen kan dækkes ved betaling af 0,2% p.a., hvorimod C mener at forskellen skal honoreres med 1,0%. Hvis B er villig til at betale 8,4% for et fast forrentet lån, må D se sådan på det, at hvis han låner B pengene til denne faste rente, vil han have gjort en god forretning, idet han får en rente der ligger  $8,4 - (7,5 + 0,2) = 0,7\%$  p.a. over, hvad han mener, at B burde betale. Nu er D ikke interesseret i at have et fast forrentet aktiv, så han laver en swap til variabel rente. Vi får alt i alt:

B betaler til D	8,4%
D modtager fra B	8,4%
betaler til C	7,5%
modtager fra C	<u>L -0,1</u>
Nettorenteindtægt	L +0,8

C modtager fra E	L -0,1
betaler til D	L -0,1
modtager fra D	<u>7,5%</u>
Nettorenteindtægt	7,5%

D får altså 0,7% mere i rente end han fik i den i pkt. 3 omhandlede konstruktion (hvor han følgelig led et "sikkert" tab) mens B, C og E er stillet som før. A, der ikke var "rigtig" låntager eller investor, men blot ude på at tjene penge, er overflødig og er derfor ude af billedet.

5. Når nogle kan opnå sikre gevinster på andres bekostning, må der være tale om uligevægt på markedet, og det må antages at der - afhængig af den grad at effektivitet, hvormed markedsmekanismen virker - vil være en mere eller mindre stærk tendens mod en ligevægtssituation, hvor de sikre gevinster ikke bliver mulige. Da markederne med tiden formentlig vil blive mere effektive, må det formodes, at fremtidige uligevægtssituationer typisk ikke vil vare så længe og ikke vil muliggøre så store gevinster som i dag.

## KAPITEL 8. KREDITVÆRDIGHED

På intet tidspunkt siden låntagningen i udlandet blev genoptaget har staten haft større vanskeligheder ved at gennemføre den nødvendige låntagning, selv ikke da finansminister Knud Heinesen (og nationalbankdirektør Erik Hoffmeyer) i 1979 talte om, at Danmark nærmede sig afgrundens rand eller var på vej ned i den. I begyndelsen af 1980, da man forhandlede om et syndikeret banklån (lån nr. 17 i tabellen i bilag 4), havde man sat næsen op efter et noget større lån end de 225 mio.USD, som blev resultatet, men der var usikkerhed om Danmarks situation (det var året efter den anden kraftige forhøjelse af oliepriserne i 1979 og efter de nævnte udtalelser), og markedet var også vanskeligt. Situationen var dog ikke sværere, end at man kunne have fået det tilsigtede beløb, mod at acceptere en højere rente. I marts 1981, da staten blev ratet første gang af de to store amerikanske ratingbureauer, Standard & Poor's og Moody's, fik man da også højeste karakter, AAA, fra førstnævnte (Moody's nøjedes med Aa). Betydningen af ratingbetegnelserne er forklaret i forskellige udgaver af SLOG, se fx 1997-udgaven, side 273.

I september 1982 satte Standard & Poor's den danske stat på "credit watch" med negativ pil, og i januar 1983 blev statens rating sænket til AA+. Selv om den oprindelige rating og ændringen deri formelt ikke var ratings af staten som sådan, men af konkrete obligationslån, smittede de naturligvis af på betingelserne for al låntagning, og timingen for nedsættelsen var uheldig, idet man netop på det tidspunkt forhandlede om en lånepakke på i alt ca. 1.300 mio.USD (lån nr. 24 og 25 i tabellen i bilag 4). Det lykkedes dog at komme igennem med lånene, men betingelserne blev lidt dårligere end ellers. Nedenfor er betingelserne for den senest foregående store kredit (nr. 22 og 23 fra april 1982), det man var nået frem til lige før S&Ps nedgradering af Danmark og det endelige resultat sammenstillet, for så vidt angår LIBOR-delene.

LÅNEBETINGELSER			
Tabel			
Pct.	Kredit april 1982	Kredit februar 1983, før nedgradering	Kredit februar 1983, efter
Front end fee	0,5	0,53	0,625
Commitment fee	0,25	0,25	0,375
Margin over LIBOR			
første 2 år	0,375	0,5	0,5
3. år	0,375	0,5	0,625
4. og 5. år	0,375	0,625	0,625
Restløbetid	0,5	0,625	0,635

Markedet var nok blevet lidt dårligere siden 1982-kreditten blev arrangeret, men Danmarks kreditværdighed var også faldet og havde påvirket betingelserne før den formelle nedgradering. Fordelingen på de to faktorer kan ikke foretages med stor præcision. Finansministeriet fandt ikke de yderligere

stramninger, som krævedes af de arrangerende banker efter nedgraderingen, lige så nødvendige som bankerne, men var i en dårlig forhandlingsposition og accepterede dem.

Problemerne var dog kortvarige. Allerede samme år var det muligt at låne så meget, at der var råd til at påbegynde det, der blev til en bølge af førtidsindfrielse med henblik på at erstatte dyrere lån (især syndikerede bankkreditter) med billigere (først og fremmest floating rate notes). De førtidige indfrielse er behandlet i kapitel 5, sektion 4.

I marts 1987 blev Danmark nedgraderet til AA af S&P (udviklingen i ratings er beskrevet i SLOG, se fx SLOG 2001, side 173), og i en periode måtte den danske stat betale mere i hvert fald for sine obligationslån end fx den svenske stat (i SLOG 86, side 19, er det skønnet, at danske USD-obligationer handles til en merrente på fra 0,1 til 0,3 % i forhold til de svenske). Senere er Danmarks rating igen blevet bedre. Den er nu (siden februar 2001) triple-A fra begge institutter. Til sammenligning kan nævnes, at Sverige, som også, men senere, oplevede en nedgradering fra begge institutter, først i april 2002 fik sin Aaa-status tilbage af Moody's og stadig (primo 2002) er ratet AA+ hos S&P.

De i det foregående omtalte ratings vedrører udlandsgæld. Staternes indenlandske gæld rates særskilt, og normalt om muligt lidt bedre ud fra den betragtning, at staten i kraft af sin skattopkrævningsret altid vil være i stand til at betjene gæld i sin egen valuta, og at en udenlandsk investor altid kan få penge i den, selv om der måtte være indført valutakonverteringsbegrænsninger. Det forekom os, at den udenlandske investor med rimelighed kunne føle, at ratingen burde gå på, om han kunne få penge, som han kunne bruge til noget, altså sin egen valuta. I forbindelse med overvejelser om rating af indenlandske obligationer har et af de to store ratingselskaber engang udtalt, at om ikke andet kan staten lette byrden ved at lade inflationen tage til. Det vil gennem devalueringer føre til, at udenlandske obligationsejere får mindre i deres egen valuta, men, som ratingselskabet siger: Formelt vil forpligtelsen blive overholdt, og det er det der rates.

Der har været situationer, hvor dette eller hint marked har oplevet en vanskelig periode. Det var fx tilfældet med eurobondmarkedet i 1974, hvor emissionerne faldt til 35% af det foregående års udstedelser. Der var det problem, at den korte rente var højere end den lange (hvilket betød at bankerne oplevede en "negative carry", altså fik tab, når de midlertidig skulle finansiere obligationsbeholdninger i forbindelse med nye udstedelser). Her til føjede der sig uro i forbindelse med sammenbruddene i Herstatt og Franklin National Bank. Til gengæld voksede udstedelserne på Yankeebondmarkedet beløbsmæssigt endnu mere, og låntagningen på euromarkedet i form af syndikerede kreditter steg meget kraftigt. Når man som Danmark var villig til at låne der, hvor midlerne var til rådighed, nød man godt af, at

"demand creates its own supply", dvs. at de underskud, som Danmark og andre lande oplevede, modsvarede af overskud andetsteds, og at disse overskud skulle anbringes på en eller anden måde.

Når Danmark ikke havde større vanskeligheder ved at låne på rimelige betingelser, selv i slutningen af halvfjernerne og begyndelsen af firserne, hvor statens nettolåntagning var meget stor, hænger det formentlig yderligere sammen med, at en væsentlig del af de overskud, som skulle placeres, hidrørte fra lande (u-lande, latinamerikanske lande etc.), som var mindre kreditværdige end Danmark og derfor stod efter Danmark i lånekøen.

## KAPITEL 9. DEN EUROPÆISKE INVESTERINGSBANK (EIB)

Danmarks medlemskab af EF åbnede mulighed for låntagning i EIB. De første lån blev optaget i 1973. Som nævnt i kapitel 1, sektion 1 skal EIB-lån være knyttet til bestemte investeringsprojekter. De skal naturligvis ligge inden for de områder, som banken kan finansiere, og projekterne skal konkret godkendes af banken. I de første år var der især tale om projekter i Grønland og lån til egnsudvikling i Syddanmark. Efterhånden er transportforbindelser (motorveje og elektrificering af jernbaner) blevet de største områder for Statens låntagning i banken.

De lån, som den danske stat har optaget i EIB, er ikke i statsregnskabet blevet konteret som finansiering af projekterne, og lånene har ikke været en forudsætning for gennemførelse af dem.

EIB har heller ikke på nogen måde sikkerhed i projekterne.

Den danske låntagning i EIB er vist i bilag 3. Det fremgår, at staten kun har tegnet sig for ca. en sjettedel af den samlede låntagning (inkluderer man de statsgaranteredes lån, bliver andelen højere), og at statens egen låntagning i EIB kun har andraget en ringe del – nemlig 3% – af statens samlede udlånslåntagning i perioden 1973-2001. Det år, hvor det kom højest, var 1989 med 15%.

EIBs vedtægter kræver ved lån til ikke-statslige låntagere enten statsgaranti eller tilsvarende god garanti. Enheder, der ikke som bl.a. broelskaberne var statsgaranterede, kunne derfor støde på problemer. De regionale naturgas-selskaber kunne låne i EIB, fordi de involverede kommuner hæftede solidarisk. Efterhånden blev fortolkningen af bestemmelsen mere fleksibel. Man åbnede for andre offentlige enheder med skatteudskrivningsret, altså især kommuner. Derimod måtte fx KTAS oprette et fuldt ejet datterselskab, KTAS Finans AS, som stod for låntagning i EIB med garanti fra moderselskabet. Denne sære konstruktion er man dog nu kommet ud over, og har i de sidste ca. 5 år kunnet yde såkaldte "single signature"-lån til enheder – også private selskaber med høj kreditværdighed.

EIB lagde gennem mange år mekanisk en rentemarginal på 0,15% til sine egne aktuelle oplåningsomkostninger, dvs. ikke, hvad den faktisk havde lånt til, men det som den på "udlånstidspunktet" kunne låne til. Når "udlånstidspunktet" er sat i gåseøjne, er det fordi bankens satser kun ændredes en gang om ugen. Derfor kunne låntagere, der som den danske stat havde en hurtig beslutningsproces, undertiden få særlig fordelagtige lån. Bankens udlånsafdeling var behjælpelig med at gøre opmærksom på sådanne muligheder. For nogle år siden er EIBs rentefastsættelse blevet mere fleksibel, idet man nu tager hensyn til bankens administrative omkostninger ved de enkelte lån og til en vis grad også til forskelle i låntagers kreditværdighed. Det sidste behøvede man ikke at tænke på tidligere, hvor lånene som beskrevet alle

sammen i princippet skulle have samme sikkerhed som lån til staterne (og alle EFs medlemsstater ansås – i modstrid med kendsgerningerne – for at have lige høj kreditværdighed).

I de første år blev EIB-lån i Danmark anset for et nyttigt supplement til den øvrige låntagning, idet de kunne lette belastningen af markederne. Efterhånden er fokus skiftet, især fordi der ikke var vanskeligheder ved at finansiere sig andetsteds, og i en årrække har man fulgt den politik kun at låne i EIB, hvis der ikke kunne optages billigere lån på anden måde.

Førtidig indfrielse af EIB-lån kunne i princippet kun ske mod en godtgørelse til Investeringsbanken, hvis den led tab ved at måtte anbringe de frigjorte midler til lavere rente. I forkortet udgave lyder bestemmelsen herom i et lån fra 1988 som følger:

"Låntager skal have ret til at tilbagebetale hele eller en del af lånet førtidigt, forudsat der er givet to måneders varsel. For hvert førtidigt afdrag skal låntageren betale banken et beløb, svarende til 75% af det beløb, hvormed den rente, som skulle have været betalt, overstiger den rente, som skulle have været betalt, såfremt den var blevet beregnet på grundlag af den rente, som banken anvendte for et lån, der bevilgedes tre måneder før datoen for den førtidige tilbagebetaling ("det fiktive lån").

Hver del af det beregnede beløb skal betales til banken med sin nutidsværdi på datoen for den førtidige tilbagebetaling, idet kalkulationsrente(n) skal svare til den nominelle rente for det fiktive lån."

Denne bestemmelse er formentlig benyttet gennem en årrække.

I begyndelsen af 1990'erne blev Gældskontoret opmærksom på, at bestemmelsen kunne udnyttes til førtidsindfrielse og nyoplåning med fortjeneste, dels fordi det kun var tre fjerdedele af bankens tab der skulle erstattes, dels fordi renteniveauet undertiden var faldet fra 3-månedersdagen før indfrielsen og til 2-månedersdagen, hvor opsigelsen skulle finde sted. Man var umiddelbart lidt betænkelig ved at benytte sig af muligheden, da man regnede med, at det kunne skabe vanskeligheder for bevilling af nye lån fra banken. Det viste sig, at man bekymrede sig unødigt: Bankens udlånsafdeling blev nærmest endnu ivrigere for at få nye lån i stand til Danmark og brugte bl.a. det argument, at når den danske stat havde brugt valuta til at indfri tidligere lån, måtte behovet for at låne nye penge være vokset. Efter en forsigtig begyndelse førtidsindfrie man derfor konsekvent alle lån, hvor det kunne betale sig. I 1993, 1994 og 1995 blev det således til henholdsvis til 1,1 ca. 2 og 2,8 mia.kr. Låntagernes massive førtidsindfrielsesaktivitet førte til, at EIB strammede reglerne, så denne form for arbitrage bortfaldt.

EIB havde som en del af sit formål at kanalisere investeringsmidler til de fattigere dele af fællesskabet, og dens gennemgang og vurdering af projek-

terne har muligvis spillet en positiv rolle der. I princippet kan en sådan bank også derudover være nyttig: Medlemslandenes solidariske garanti betyder, at banken er mere kreditværdig end noget enkelt medlemsland og derfor skulle kunne låne billigere. For så vidt angår de højt udviklede industrilande såsom Danmark er forskellen dog så lille, at den stort set sluges af bankens omkostninger. Det forekommer derfor temmelig overflødigt, at banken også låner ud til lande som Danmark, ja endda gør sig store anstrengelser for at overtale os til at låne mere. EIBs grundige – og vistnok udmærkede – evalueringer af projekterne må for vores vedkommende siges at være spild af ressourcer, idet de (så vidt vides) ikke spiller nogen rolle for, om projekterne skal gennemføres eller ej og hvordan de skal udformes.

Da Den Nordiske Investeringsbank (NIB) efter flere gange at have været på tale endelig blev oprettet i 1976, havde man ved udarbejdelse af den nordiske aftale om banken og statutterne for den støttet sig en hel del til regelsættet for EIB, men smidiggjorde det meget. Fx undlod man at kræve formel sikkerhed for udlånene. Det skulle være nok, at der efter en fri vurdering i hvert enkelt tilfælde "forelå betryggende sikkerhed". EIB opererede som nævnt med en fast rentemarginal, men der blev ikke fastsat nogen regel herom for NIBs vedkommende. NIBs marginal varierer lidt efter låntagers alternative låneomkostninger, og ellers efter hans kreditværdighed eller boniteten af eventuel sikkerhed.

NIBs rentemarginal blev større end EIBs og det kunne ikke betale sig for den danske stat selv at optage lån i NIB.



## KAPITEL 10. GENUDLÅN

### 1. Genudlån til elværker 1959-72

De i beretningsperioden optagne Verdensbanklån (20 mio.USD 5,75% 59-78 og 25 mio.USD 5,5% 63-83) blev genudlånt i DKK til danske elværker. Genudlånene af det første var også i realiteten kronelån, idet de skulle forrentes "med en rente, der svarer til den på det danske kapitalmarked på udbetalingstidspunktet gældende rente for tilsvarende lån til kommuner, elværker og andre offentlige institutioner", og der var ingen klausul om dækning af valutakurstab. For det andet låns vedkommende bar elværkerne valutakursrisikoen, idet de skulle refundere staten alle udgifter til renter, afdrag og omkostninger, hvilket inkluderede valutakursjusteringer. Træk på lånene og udbetalinger til elværkerne fandt sted over en årrække (sidste træk var i 1966). Også nogle af de andre lån, som optoges frem til og med 1963, blev helt eller delvis genudlånt i medfør af selve statslånelovbemyndigelsen eller med finansudvalgets samtykke. De endelige låntagere bar også her valutakursrisikoen. Et af disse lån var 5,25% 50 mio.SEK 1963-83, emitteret på det svenske marked. Det blev genudlånt til Elsam til delvis finansiering af den danske del af Kontiskan-kabelforbindelsen Sverige-Jylland-Tyskland. Det var dette aspekt, som gjorde det muligt at opnå tilladelse fra de svenske myndigheder, som dengang normalt ikke accepterede udenlandske emissioner. I 1968 genudlåntes i medfør af et finansudvalgsaktstykke et SAAB-lån på 50 mio.SEK i Sverige til elværker på samme betingelser, som staten havde fået, dvs. at værkerne også her bar valutakursrisikoen. Det samme gjaldt en etårig kredit på 30 mio.CHF, som de tre store schweiziske banker ydede i 1969 (hvor det ikke havde været muligt at emittere et langfristet lån). Kreditten blev forlænget to gange og derefter indfriet med en del af proventet af 5,5% 80 mio.CHF-lån 1972-87.

Af overvejelserne for det første genudlånte CHF-lån (60 mio. 4,5% CHF 1962-77) fremgår, at man var bange for, at der fra schweizisk side ville blive stillet krav om placering af ordrer i Schweiz, hvis man lod de pågældende selskaber låne i eget navn, men ellers var begrundelsen for de omhandlede genudlån, at det var svært for selskaberne selv at låne i udlandet, i hvert tilfælde uden statsgaranti. En sådan var Finansministeriet imod, bl.a. fordi man regnede med, at statsgaranterede lån blev på lidt dårligere betingelser end lån til Staten selv. Der blev dog i 1961 givet garanti til et selskab (Vestkraft) for lån op til 80 mio.kr. Der tilsigtedes imidlertid ingen egentlig subsidiering af selskaberne.

Som det ses skete genudlån kun til elselskaber. Disse optog sideløbende frem til 1967 også i et vist omfang selv lån i udlandet på linje med andre offentlige enheder. I 1969 ophørte staten med genudlånene. Selskaberne og elværksforeningen på deres vegne bad i 1970 om yderligere genudlån til selskaberne eller tilladelse til at de direkte kunne låne selv, men fik afslag, for så vidt angik direkte lån, fordi man mente, at det kunne skade landets

omdømme. Derimod åbnedes der mulighed for at elselskaberne kunne låne i Hypotekbanken (som jo er statsgaranteret), og de første sådanne lån ydedes samme år. Senere fik elselskaberne på linje med andre offentlige enheder lov til frit selv at låne i udlandet. Det første direkte lån i denne omgang blev optaget i 1974. Noget tilsvarende kom senere til at gælde for de regionale naturgasselskaber, som fra 1980 til 86 var tvunget til at låne via Hypotekbanken, "gaskassen".

## **2. Genudlån af globallån fra EIB**

Fra 1975 og frem til 1991 optog Finansministeriet i EIB 14 såkaldte global-lån, i alt svarende til henved 700 mio.kr. til egnsudviklingsformål. De blev genudlånt via egnsudviklingsdirektoratet. Lånene var i fremmed valuta, fast forrentede og efter et par års afdragsfrihed annuitetslån. Genudlånene skete i kroner, således at Staten bar valutakursrisikoen. Renten på genudlånene fastsattes efter aftale med Industriministeriet, og det var meningen, at der skulle være et vist subsidieelement. Oprindeligt var det ved tekstanmærkning på finansloven bestemt, at genudlånsrenten i kroner skulle være den samme som udlånsrenten fra EIB. Fra og med globallån III (1977-78) holdt man renten konstant (på 8,25%) og måtte ændre valutasammensætningen fra det ene lån (eller tranche heraf) til det næste henimod lån i lavt forrentede valutaer, idet renten ellers ville være steget.

I 1980 følte man i Gældskontoret og Finansministeriet, at det var på tide at reducere det stigende subsidieringsniveau (det var ikke bare det udenlandske, men også det indenlandske renteniveau, som var steget) ved at hæve renten, og man førte en længere og til tider skarp brevveksling med Industriministeriet herom. Resultatet blev at renten for første tranche af globallån nr. VI, der blev optaget i september 1980 blev sat til 9,5%. Det gjaldt fortsat både den rente, som Finansministeriet skulle betale til EIB, og genudlånsrenten og betød, at Finansministeriet nu kunne ændre valutasammensætningen i sit lån væk fra lavtforrentede, men revalueringstruede valutaer. I sommeren 1981 fastholdtes samme rente for anden og sidste tranche af globallån VI. Senere på året blev renten for globallån VII sat til 10,5%.

Da Finansministeriet følte, at sammenkædningen af rentesatserne for EIB-lånene og genudlånene indebar en unødvendig binding på valutavalget, fik man i 1987 lavet tekstanmærkningen på finansloven om, så man kunne gå over til at bygge på et gennemsnit af EIB-udlånsrenter i forskellige valutaer. Fx var ved en rentefastsættelse for udlån i sommeren 1988 det beregnede gennemsnit 6,67% og genudlånsrenten blev fastsat til 7,5%. Året efter var ved en ny rentefastsættelse gennemsnitsrenten 7,45% og genudlånsrenten blev sat til 8,25%.

Selv om man altså krævede en lidt højere rente ved genudlånene end man selv skulle betale (ved samme valutasammensætning), indebar ordningen i en længere periode fortsat et betydeligt subsidium. Udlånene var jo krone-

udlån, og den indenlandske rente, som staten måtte betale for sin kronegæld, var betydeligt højere. Hertil kom, at egnsudviklingsvirksomhederne havde fået ret til at førtidsindfri lånene til pari, mens Staten, som derefter var forpligtet til at førtidsindfri en tilsvarende del af sit lån i EIB, måtte betale EIB en kompensation. I 1990, forud for træk og genudlån af tredje og sidste tranche af sidste lån (nr. XIV), foreslog Finansministeriet at man gik over til at fastsætte genudlånsrenten således, at den blev lig med den rente, Staten måtte betale på det indenlandske marked. Endvidere foreslog man, at egnsudviklingsvirksomhederne skulle dække Statens merudgifter til førtidsindfrielse. Industriministeriet satte sig naturligt nok imod denne fjernelse af subsidieelementet, hvorfor Finansministeriet foreslog, at Industriministeriet overtog subsidieringen. Efter nogen drøftelse og brevveksling udtalte finansministeren i brev af 3. juni 1990 industriministeren, at han ville fastholde, at Finansministeriet ved fremtidig hjemtagelse af globallån ville genudlåne til den indenlandske refinansieringsrente, og at der i forbindelse med førtidig indfrielse skulle betales en overkurs svarende til den overkurs, som Staten måtte af med ved førtidig indfrielse af en tilsvarende fordring i DKK. Efter yderligere brevveksling accepterede Industriministeriet i skrivelse af 4. oktober 1991 et forslag fra Finansministeriet om, at den genudlånsrente som Finansministeriet skulle have for nævnte tranche, skulle være 9,15% (svarende til Statens egen oplåningsrente i DKK for lån med samme varighed), mens Industriministeriet kunne subsidiere lånene ved kun at kræve 8,75% fra sine låntagere. Der var endvidere enighed om, hvordan overkurs ved førtidig indfrielse skulle beregnes, og om, at Finansministeriet uændret bar subsidieringsbyrden ved de hidtidige lån.

Som nævnt blev globallån nr. XIV det sidste, som Finansministeriet var indblandet i.

### **3. Andre genudlån**

Efter en længere periode uden genudlån opstod der en tanke om at få åbnet mulighed for at genudlåne udenlandske statslån til statsgaranterede institutioner (på det tidspunkt drejede det sig kun om Hypotekbanken og DONG-koncernen, som optog sine første udlandslån i 1981). Baggrunden var, at man kunne iagttage, at disse institutioner fik lidt dårligere betingelser end Staten selv, især på markederne for offentligt emitterede obligationer. Finansministeriet søgte og fik i december 1985 af finansudvalget bemyndigelse til at "udenlandske statslån helt eller delvis, for kortere eller længere perioder, kan genudlånes til statsgaranterede institutioner på samme betingelser som dem, Staten har opnået eller kunne opnå på det pågældende tidspunkt." I realiteten var der altså mere tale om udlån end om genudlån. Staten skulle blot i sin gældsportefølje have gæld i den pågældende valuta med mindst den løbetid, som enhederne fik, og med tilsvarende form for rentefastsættelse. Man håbede på, at den blotte mulighed ville give de statsgaranterede enheder en bedre forhandlingsposition, når der skulle forhandles lån,

og dermed også bedre vilkår. I det omfang bemyndigelsen blev brugt, ville det naturligvis forøge Statens låntagning og gæld, men det ansås ikke for et problem dengang, hvor måltal for den offentlige gæld ekskl. statsgaranterede erhvervsdrivende selskaber ikke var aktuelle (i øvrigt ville Hypotekbanklån ikke frembyde noget problem, idet banken indgår i den offentlige sektor). Denne genudlåningsmulighed blev så vidt vides ikke operativ, da beslutningen ved en forglemmelse ikke blev nedfældet i tekstanmærkning på finansloven.

I stedet blev der i de følgende år i lovene vedrørende de enkelte store projekter indføjet bestemmelser om genudlån. Således garanterer Staten ifølge Storebæltsloven af 1987 for selskabets forpligtelser, og det bestemtes (§ 8, stk. 3), at selskabets låntagning skulle ske efter finansministerens nærmere bestemmelse, samt at ministeren alternativt kunne finansiere selskabet ved direkte udlån eller genudlån, som ikke måtte være på bedre betingelser end dem, som Staten selv kunne opnå. Baggrunden for det første var bl.a., at man ville sikre, at den statsgaranterede enheds lånetransaktioner ikke kom i karambolage med Statens egne. Muligheden for genudlån blev indsat for at kunne dække selskabets finansieringsbehov i en situation, hvor man ikke kunne tillade det selv at optage et lån, og som nævnt for at sikre, at Storebælt kunne få næsten lige så gode betingelser som staten, når selskabet selv skulle låne. Selve muligheden kunne nævnes af Storebælt under låneforhandlingerne, og bruges, hvis man ikke kunne nå ned på en difference, som var acceptabel for Finansministeriet og for selskabet. Tilsvarende bestemmelser kom som nævnt til at gælde for andre statsgaranterede enheder, herunder Øresundsselskaberne, og i lov nr. 1079 af 22. december 1993 (nærmere omtalt i bilag 1) er finansministeren generelt bemyndiget til at udlåne til selskaberne.

Genudlån i medfør af ovennævnte bestemmelser har indtil for nylig kun fundet sted få gange. I et tilfælde i 1990 ønskede Storebælt at optage et lån hos en långiver, der havde ydet et tilsvarende lån til den danske stat. Långiveren ville gerne yde endnu et lån, men af ukendte grunde kun til Staten og ikke til en statsgaranteret låntager. Staten trådte da imellem. I muligvis simuleret surhed over ikke at blive agtet lige så højt som Staten havde Storebælt afvist i det hele taget at optage lånet, hvis ikke betingelserne blev forbedret, og det lykkedes enheden at få den tilknyttede swap ca. en tyvendedel pct. billigere end Staten. I et andet tilfælde, 15 mia.JPY reverse dual currency samurailån (renten, 7% denomineret i AUD) 1990-1997, som også blev genudlånt til Storebælt, var grunden, at Storebælt i modsætning til Staten ikke havde en "shelf registration" og derfor ikke hurtigt nok kunne gennemføre transaktionen.

I Finansministeriet havde den tanke været fremme, at det egentlig ikke var hensigtsmæssigt, at Storebæltsselskabet og andre statsgaranterede enheder selv skulle optage lån i markedet. Argumentationen var:

- a) På trods af statsgarantien ville det som nævnt normalt være svært for selskabet at få lige så gode betingelser som Staten selv.
- b) I Finansministeriet var der efterhånden opbygget en ekspertise, som det ville blive vanskeligt for enhederne at matche inden for et overkommeligt tidsrum.
- c) Det var lettere at koordinere låntagningen tids- og markedsmæssigt, når den var centraliseret et sted.
- d) Statens samlede eksponering, valutarisk og renterisikomæssigt, kunne også på denne måde bedre kontrolleres.
- e) Enhederne skulle ikke måles på, hvor godt de kunne finansiere sig, men på, hvor billigt de kunne bygge og drive vedkommende anlæg.

Resultatet var dog, at det synspunkt, at ønsket om at etablere selvstændige – om end 100% statsejede selskaber – også indebar, at de selv fik ansvaret for finansieringen og som hovedregel selv skulle optage lånene, sejrede. I beslutningen herom spillede ønsket om ikke at udvise for stor statsgæld også en rolle (om end det først er senere, at dette moment i medfør af Maastricht-kriterierne fik en mere reel betydning).

Det viste sig, at det under b) ovenfor anførte argument ikke havde den betydning, man befrygtede: Det lykkedes hurtigt selskaberne at etablere meget professionelle finansafdelinger, og det kan vanskeligt hævdes, at Statsgældskontoret kunne have gjort det bedre. Derfor kunne man alligevel føle, at det var lidt ejendommeligt, hvis en enhed fx forgælder sig i betydeligt omfang i CHF, selv om dens indtægter ikke i væsentligt omfang er korreleret med CHF, samtidig med at enejereren har fundet, at det er uklogt at være for eksponeret i denne valuta. Man kunne spørge, om ikke det forhold, at låntagningen skulle ske efter Finansministeriets nærmere bestemmelse og med ministeriets tilladelse, burde udnyttes til en snæver koordination, valuta- og rentemæssigt. I en periode frem til slutningen af 1990'erne blandede Finansministeriet og senere Nationalbanken, som i 1991 også overtog dette område fra ministeriet, sig dog ikke meget i enhedernes sammensætning af deres gæld. Holdningen var, at når det var besluttet, at de skulle have vidtgående autonomi, kunne man ikke kræve, at de koordinerede sammensætningen med Staten (de behøvede altså ikke have nogenlunde samme fordeling som Staten og slet ikke at optage lån i en bestemt valuta, fordi Staten havde "for lidt" gæld i den). Man nøjedes med at tage en drøftelse med enhederne, hvis det forekom, at de havde en meget skæv fordeling. Det spillede også en rolle, at man givetvis ville blive kritiseret, hvis enhederne var blevet pålagt en fordeling, som efterfølgende viste sig at være dyrere end den de selv ønskede.

Det viste sig også, at behovet for at koordinere enhedernes låntagning indbyrdes og med Statens ikke var stort. Markederne sørgede selv for, at to eller flere emissioner ikke kolliderede med hverandre.

Kontakterne mellem Gældskontoret og enhederne (herunder også Hypotekbanken) var mange, bl.a. fordi de indtil for få år siden skulle have forudgående godkendelse af alle lån, og kontakterne var også gensidigt frugtbare, idet man udvekslede gode ideer og synspunkter på markederne. Eksempelvis var det Storebælt, der henledte Statsgældskontorets opmærksomhed på, at det ofte kunne betale sig at førtidsindfri EIB-lån, selv om lånebetingelserne i princippet indeholdt en regel om, at der skulle betales et beløb, som kompenserede banken for tabet ved genudlån til lavere rente af det indfrieede lån (se herom kapitel 9).

## KAPITEL 11. FUPLÅNETILBUD

Selv om der også tidligere havde været en del "useriøse" lånehenvendelser, var det først fra begyndelsen af 1970'erne og 10-15 år frem, at den danske stat (samt alle andre store – og sikkert også nogle mindre – låntagere, både statslige og andre) rigtig blev plaget af lånetilbud fra utraditionelle kilder. Allerede i 1970 var der flere af den slags tilbud.

Vistnok det første af den slags, som det danske Finansministerium tog så alvorligt, at man drog ud på rejse for at følge det op, var et tilbud i 1970 om et 20-års lån på 50 mio.USD, arrangeret af "Société Tunisienne de Banque, Beyrouth". Afdelingschefen og kontorchefen i Statsgældskontoret drog sammen med en repræsentant for Handelsbanken, der da var ordførende bank i det danske konsortium, til Beirut og underskrev 6. august med modparterne en låneaftale. Modparterne kunne dog ikke opfylde deres forpligtelser, og i slutningen af august lukkede Finansministeriet efter en del korrespondance sagen.

Efter oliekrisen i 1973 tog omfanget af sådanne henvendelser til, og til at begynde med afviste vi dem trods de indhøstede erfaringer ikke uden videre. Meget store penge var kommet på nye hænder, og det kunne ikke udelukkes, at især araberne ville placere dem ad nye kanaler. Det viste sig efterhånden, at pengene blev placeret meget traditionelt, nemlig først og fremmest på konti i de store banker. Det var som før (kapitel 3, sektion 9) nævnt en del af baggrunden for, at syndikerede banklån blev så dominerende en tid.

De useriøse tilbud var kendetegnet ved usædvanligt lange løbetider, lav effektiv rente og store beløb. Et andet typisk (men ikke undtagelsesfrit) træk var, at renten ikke skulle betales hen ad vejen, men tilskrives hovedstolen, således at der kun skulle præsteres én ydelse på lånet, nemlig tilbagebetalingen af det opskrevne beløb ved lånets udløb. Derfor brugtes ofte betegnelsen "compound lån" for dem. På den tid var sådanne "zero coupon"-lån sjældent forekommende i markedet. Finansministeriet var interesseret i lange gennemsnitlige løbetider for låntagningen, så i og for sig ville sådanne lån passe godt. Nationalbanken ville under hensyn til, at lånene var billige, ikke fraråde optagelsen, men gav udtryk for bekymring ved den belastning af valutastillingen, der kunne opstå, når store lån skulle afdrages med tilskrevne renter i et givet år. Banken bragte den tanke på bane, at Staten gennem en årrække lagde valuta til side, altså etablerede en valutareserve, adskilt fra Nationalbankens, en ide, som Finansministeriet tog anstand på. Resultatet blev, at man skulle tage spørgsmålet om henlæggelse på en speciel konto op 5 år efter låneoptagelsen.

I tilbuddene krævedes ofte garanti fra centralbanken. En forudsætning for at få lånet var derudover typisk, at låntager skulle afgive en skriftlig ansøgning, hvor han bandt sig til at acceptere lånet, hvis det blev tilbudt på de og



de vilkår. Fra dansk side afgav man aldrig sådan en erklæring, men krævede, at de, der henvendte sig beviste, at de repræsenterede nogen, som havde midlerne. Det blev afvist, ofte med den begrundelse, at så skulle pengene jo anbringes på en bankkonto, hvor "fonden" ville lide et rentetab. Modargumentet, at en fond, som lånte milliarder ud, næppe havde pengene liggende i kontanter (hvor de jo heller ikke indtjente renter), men nødvendigvis måtte have en bankforbindelse, som kunne bekræfte dens rigdom, gjorde ikke indtryk. Da det blev klart, at vi ikke ville tro lånekræmmerne på deres glatte ansigt, begyndte de at gå indirekte til værks ved at alliere sig med folketingsmedlemmer eller andre kendte, og forhåbentlig troværdige personer, som man kunne antage, ikke uden videre ville blive afvist.

Blandt de mere bemærkelsesværdige sager af denne art kan nævnes den såkaldte "Riad"-sag (opkaldt efter den udenlandske hovedperson). Den startede i maj 1974 med en henvendelse fra en dansk mellemmand, som afgav et fordelagtigt tilbud på 80 mio.USD, løbetid 20 år, udbetalingskurs 94,5 rente 7,3% p.a., som skulle tilskrives gælden hen ad vejen. Tilbuddet blev straks accepteret af Finansministeriet. Herefter forgik der talløse mundtlige og skriftlige drøftelser mellem Finansministeriet, den danske mellemmand, den nævnte Riad (som oplyste, at han var "trustee" for en olietrust under et Saudiarabisk kongefamiliemedlem), bankfolk i London og den derværende danske ambassade, som skulle bekræfte rigtigheden af Finansministeriets telexer i sagen, og som derudover ydede ministeriet bistand med at undersøge boniteten af de banker mv., som blev indblandet i sagen. Undervejs blev lånestørrelse og betingelser ændret, noget som også var karakteristisk for den slags sager. Finansministeriet anlagde tidligt i forløbet den holdning, at man ikke ville spille med mere, med mindre pengene fremkom, eller det blev bevist, at de eksisterede, men man havde ikke mod og mandshjerte til at undlade at svare på telefoniske eller skriftlige henvendelser bl.a. fra den danske mellemmand, og sagen kørte frem til årets slutning. I et notat om forløbet har Gældskontoret bare af telexer registreret ikke mindre end 87.

Næsten sideløbende med denne sag var en anden, hvor den danske kontakt var en kendt forretningsmand, der i juni 1974 oplyste, at han fra en forretningsforbindelse i London, hvis troværdighed han ikke tvivlede på, havde fået at vide, at der kunne arrangeres et lån til Danmark af araberpenge. Denne sags gang skal beskrives nærmere som et godt eksempel på, hvad man kom ud for. Lånet var på 200 mio.USD med udbetalingskurs 98. Rentefoden var 7½% og renterne skulle løbende tilskrives lånet, der derefter forfaldt i sin helhed efter 20 år. Disse betingelser svarede nogenlunde til dem, der var blevet tilbudt i Riadsagen, og måtte altså siges at være favorable. Via en opgivet kontakt blev det tilkendegivet, at Staten ville overveje tilbud, som blev afgivet af en førsteklasses international bank eller en lignende institution. Dette var en noget strammere holdning end den, som man havde indtaget en månedstid før i Riadsagen. Der kom ikke noget direkte svar på den besked,

men kort efter blev det gennem den danske forretningsmand oplyst, at hvis de relevante befuldmægtigede personer kom til London den 12. juli, kunne lånet aftales, underskrives og udbetales samme dag. Selv om tilliden til, at der kunne lånes ad denne vej, var ved at blive udhulet, besluttede man dog at undersøge sagen til bunds. Repræsentanter for Finansministeriet og ordførende bank (Privatbanken) i Statens bankkonsortium rejste til London og havde et – til tider kaotisk og farceagtigt – møde, hvor det viste sig at de udenlandske deltagere faldt i to grupper, der hver for sig hævdede at være dem, vi skulle forhandle med. Efter nogen drøftelse valgte man fra dansk side at gå videre med en af grupperne, og der blev derfor arrangeret et nyt møde med den alene. Et hovedpunkt var som sædvanligt et krav om, at låntager skrev og udleverede en låneansøgning. Fra dansk side gik man så vidt, at man erklærede sig villig til at skrive en ansøgning. Man ville dog ikke udlevere den, men den kunne deponeres i en af de store banker i London, som kunne fremvise den på begæring (dette for at den ikke af tvivlsomme finansagenter, som ikke repræsenterede nogen pengestærk fond, skulle kunne bruges som bevis for, at de havde mandat fra den danske stat). Hertil var svaret, at det var et uomgængeligt krav, at ansøgningen skulle udleveres, men man var villig til at indgå aftale om ikke at vise den til andre. Rentefoden var i øvrigt under processen gradvis steget til 7,9%. Mødet sluttede med at man fra dansk side bad om bl.a. at få et nyt oplæg skriftligt.

Det aftalte nye udkast til låneansøgning kom 15. juli. Det var stadig ikke tilfredsstillende. Samme dag kom den anden gruppe, som havde været repræsenteret på det første møde på ambassaden, på banen igen med et lånetilbud på 300 mio.USD. Løbetiden var stadig 20 år, og renten skulle akkumuleres og betales i sin helhed ved udløb. Man koncentrerede sig herefter om dette tilbud.

Fra den følgende tid foreligger talrige telexer (overvejende til Privatbanken) med forskellige forslag til og løfter om, hvordan og hvor pengene skulle fremkomme. Den effektive rente varierede lidt undervejs, men var i nærheden af 8%. En del af telexerne var sendt via den danske forretningsmand, andre kom direkte. Der blev også ført en masse telefonsamtaler mellem tilbudsgiverne, de af dem udpegede banker, den danske forretningsmand, privatbanken og Finansministeriet. Der er ikke gemt meget materiale i Finansministeriet, men det fremgår, at man fra dansk side ikke ville kommitte sig, før der forelå bevis for pengenes tilstedeværelse. Et komplicerende moment var, at mellemmandene ville være helt sikre på at få deres provision fra låntager, hvis lånet blev til noget. Efter at flere mere eller mindre tilforladelige banker havde været udpeget af mellemmandene som dem, der skulle kunne bekræfte pengenes eksistens (det viste sig, at jo mere tilforladelig banken var jo mindre kunne den bekræfte), fik vi i oktober at vide, at pengene kunne udbetales gennem First National City Bank (Bryssel), og Finansministeriet sendte den 14. oktober et brev til denne bank, hvor det må

siges at være underforstået, at hvis pengene kom (nu på de angivne vilkår: Nettoudbetaling til Staten på 250 mio.USD og tilbagebetaling på én gang efter 20 år med 1.251 mio.dollars, hvilket giver en effektiv rente på knap 8,4% – på det tidspunkt ville den effektive rente af et normalt USD-eurobondlån, som ville have meget kortere varighed, have været over 10%), så ville Finansministeriet acceptere lånet. I brevet blev First National autoriseret til at udbetale kommissioner efter anvisning af en bestemt person, som repræsenterede formidlerne, når pengene var kommet og Staten havde kvitteret for modtagelse af det aftalte nettoprovenu af lånet. Brevet måtte ikke kopieres eller udleveres til nogen af First National, og det måtte ikke vises til andre end långiverne eller deres agenter. Pengene kom imidlertid ikke, selv om den danske forretningsmand den 18. oktober kunne oplyse, at han under et møde i Bryssel havde overværet, at låneformidlerne (eller nogle af dem) havde ført en telefonsamtale med Kuwait, under hvilken det var aftalt at repræsentanter for långiverne den 21. ville komme til Bryssel og bevise pengenes tilstedeværelse over for First National. Den 22. oktober fik Finansministeriet brevet tilbage.

Når man gik så vidt, var det formentlig bl.a. fordi den danske forretningsmand i september havde oplyst, at han havde gjort yderligere vareforretninger med nogle af de personer som vi var i forbindelse med, og mente, at det var meget troværdige folk.

Sagen kørte videre med nye telexer og telefonsamtaler frem til januar 1975, hvor det af sagen afsluttende fremgår, at Handelsbanken (som nu havde overtaget ordførerskabet i det danske bankkonsortium) ikke havde set sig i stand til at tage et møde med en delegation, som var kommet til Danmark for at bevise midlernes eksistens. Det forekommer sandsynligt, at denne holdning var aftalt med Finansministeriet, idet man på det tidspunkt for længst var nået til den konklusion, at der ikke var brug for møder (hvorunder jo intet kunne bevises) men for en simpel bekræftelse fra "fondens" bankforbindelse, af at den var velbeslået.

Det kan tilføjes, at man undervejs forsøgte via internationale banker at få oplysninger om de forskellige personer og selskaber, som var indblandet i sagen, men det var forgæves. Det lykkedes heller ikke at få verificeret en påstand fremsat den 22. juli om, at der netop var blevet gennemført et lignende lån med et naboland til Danmark (navnet kunne desværre ikke oplyses).

Efter at man (det vil sige Finansministeriet og især den ordførende bank i Statens danske bankkonsortium) havde brugt betydelige resurser på at gå i dybden med Riadsagen og denne sag og noget mindre resurser på andre af de mere lovende henvendelser, besluttede Finansministeriet omkring årsskiftet 1974/75, at sådanne tilbud fremtidigt ikke skulle efterprøves, men afvises som værende uden interesse. Dette indebar for så vidt, at man end ikke skulle holde muligheden åben for at ville se på sagen, ifald der

skulle holde muligheden åben for at ville se på sagen, ifald der fremkom bevis for, at agenterne repræsenterede en institution eller fond, som rådede over væsentlige midler.

Denne beslutning blev dog ikke efterlevet 100%. For det første var det ikke altid givet, at der var tale om "et sådant tilbud", som uden videre kunne afvises, og for det andet var det tidskrævende uden at være uhøflig at skulle forklare folk, som formentlig ofte var pæne og mere eller mindre godtroende mennesker, hvorfor Finansministeriet ikke ville være en smule imødekommende, når der var mulighed for at låne store beløb til lav rente.

Selv om mange tilbud, måske de fleste, blev afvist summarisk (det var de i øvrigt også tit blevet før nævnte beslutning), var der dog nogle, som man af forskellige grunde gik noget ind i, men man afstod ikke fra kravet om forudgående bevis for deres seriøsitet. I oktober 1975 havde indenrigsministeren og finansministeren et møde med Nyborgs borgmester og kommunens økonomichef, som ville drøfte nogle lånetilbud til fynske kommuner, der var fremkommet via en dansker, som de fynske kommuner angiveligt havde haft forbindelse af anden art med i adskillige år og havde stor tillid til. Der var tale om langfristede, store lån, op til 500 mio.USD til en lav rente, eventuelt "compounded", alt sammen som før nævnt typiske kendetegn for fuplånene. Finansministeren lovede dog at lade Statsgældskontoret undersøge tilbuddenes seriøsitet. I øvrigt måtte disse kommuner dengang ikke selv optage lån i udlandet, så i givet fald måtte Staten stå som låntager. Gældskontoret tog kontakt med den pågældende dansker og stillede krav om bevis for, at tilbudsgiveren rådede over væsentlige beløb. Kommunen syntes godt, at man kunne have gået videre og fx givet den danske mellemmand et tidsbegrænset mandat, men Finansministeriet bøjede sig ikke for dette ønske. Sagen kørte derefter på den efterhånden sædvanlige facon i nogen tid, men endte resultatløst, selv om borgmesteren i begyndelsen af januar 1976 udvirkede, at den blev holdt åben en kort tid endnu, da han selv var i gang med nogle undersøgelser.

Et andet eksempel er en henvendelse fra Commercial and Industrial Bank, Douglas, Isle of Man, som i telex af 29. september 1976 oplyste, at de havde en klient, som var villig til at udlåne USD til 7½% i 20 år. Finansministeriet svarede dagen efter, at "the government has some borrowing needs but we will not consider any offer until proof of availability of funds has been supplied". Den 22. oktober svarede banken, at en befuldmægtiget repræsentant for långiveren kunne komme til København for at forhandle om lånet. Han ville medbringe "a letter of credence". Ministeriet afviste i et telex samme dag at holde møde uden forudgående bevis for "availability of funds". Derefter kom der et nyt telex, hvori banken påpegede, at meningen var, at fondens repræsentant i forbindelse med mødet i København ville arrangere den ønskede bekræftelse. Hvis ministeriet ønskede forudgående bevis, måtte det forklare nærmere, hvad det var det ville have. Et par dage efter sendte mini-

steriet en lidt mere udførlig beskrivelse af holdningen. Det hed heri: "This ministry will not give mandates to firms or persons unknown to us to try to obtain loans from unspecified sources. It will consider loan offers from firms or people who dispose of the relevant amounts or represent somebody who does but they must first prove that such is the case. We receive a great many proposals and do not have the capacity to enter into lengthy discussions as to what form the proof should take". Det tilføjedes, at man ikke så nogen grund til at fortsætte korrespondancen før det nødvendige bevis var fremkommet. Denne sag var nok en af dem, som man ikke troede kunne føre til et lån, men hvor man følte at den direkte kontakt godt kunne være i god tro, hvorfor han burde behandles høfligt, men – som det ses – ikke imødekommende.

Også i et antal andre tilfælde kom henvendelserne fra banker, som i og for sig var gode nok, men ved nærmere undersøgelse viste det sig, at der var tale om en underordnet person, som havde handlet på egen hånd, måske i (forholdsvis) god tro, og så snart højere organer i vedkommende bank blev bekendt med sagen blev den stoppet.

I begyndelsen af firserne blev et antal henvendelser kanaliseret gennem folketingsmænd. I begyndelsen af september 1983 kom der således et "tilbud" via en folketingsmand fra CD plus en dansker til. Det var en forudsætning for, at Finansministeriet kunne få et bekræftet tilbud, at man forud skulle acceptere at betale en mæglerprovision på 1,2%. Dette blev afslået med den begrundelse, at hvis mægleren repræsenterede den egentlige långiver, kunne der i dennes tilbud være indbygget en provision. I så fald ville Finansministeriet overveje tilbuddet alt inklusive. Hvis ikke, kunne kun en meget mere beskedent "finder's fee" komme på tale, og dennes størrelse ville man ikke på forhånd begynde at drøfte. Senere på måneden blev det forsøgt at overvinde ministeriets modstand mod at skrive en lånebegæring til ukendte personer ved et forslag om, at den kunne stiles til en bestemt dansk advokat. Dette nægtede vi og holdt fast ved, at pengenes eksistens skulle bevises først, men gerne gennem den nævnte advokat. Det lykkedes ikke. Sagen kørte i hvert fald frem til marts 1984, hvor folketingsmanden (som nu var forhenværende) og hans kollega havde et møde med økonomiministeren (Anders Andersen). Hurdlen var stadig, at en direkte bekræftelse forudsatte, at den danske stat havde afgivet et løfte om i givet fald at ville betale en formidlingsprovision. Den var nu steget til 2%. Ministeren udtrykte stor skepsis, baseret på sine erfaringer fra den gang, han var finansminister (herved tænkte han utvivlsomt især på den sag, som startede i juni 1974) og holdt fast i, at en forudsætning for at gå videre var at der kom bevisligheder, hvilket aldrig skete.

Et krav om forudgående løfte om betaling af formidlingsprovision blev man naturligvis også stillet over for i andre sager, bl.a. den som startede i juni 1974, men det blev aldrig imødekommet.

I nogle af fuplånesagerne, især de tidligere, blev vi stillet over for det argument, at vi som låntagere stod med hatten i hånden, og at vi ville fornærme fonden ved at tvivle på dens bonitet. Svaret var naturligvis, at når folk, som vi ikke kendte, kom og tilbød os lån fra en unavngiven fond, måtte de affinde sig med at vi ikke tog hatten af, før vi så manden.

Som nævnt fortsatte den slags henvendelser med at komme til en bred kreds af låntagere mange år fremover. Så vidt vides er der aldrig blevet noget ud af nogen af denne type lånesager, og der vides ikke meget om identiteten af de personer, som kom med tilbuddene, måske fordi der ikke er anstillet undersøgelser. Når en henvendelse ikke har ført til noget resultat og ikke har kostet låntager andet end lidt arbejde, har låntager ikke haft noget påtrængende behov for at få at vide, hvem det var som henvendte sig. En teori om, at det var mafiapenge, som blev tilbudt på denne måde, forekommer usandsynlig. Mafiaen havde mange muligheder for at anbringe sine midler anonymt, og ville vel nærmest forøge risikoen for at blive afsløret ved at forsøge at placere dem som beskrevet.

Man kan spørge sig, hvorfor lånekræmmerne ofrede resurser i form af rejser, telexer etc. på så udsigtsløse forehavender. Den almindelige teori var, at det kunne sammenlignes med at spille i lotteriet. Normalt vinder man ikke noget, men der er chance for en stor gevinst. Håbet var antagelig at få en i og for sig uskyldig erklæring fra låntager om, at hvis der kommer et tilbud på de og de betingelser, vil han acceptere det. Den kunne han så præsentere for kapitalstærke personer eller institutioner som bevis for, at han repræsenterer låntager. Når denne så afviste at låne ud på så gunstige betingelser, kunne låneformidleren bede om at få et forslag, som han kunne forelægge for sin klient. Dermed var der en forhandling i gang, som måske ville føre til et resultat, der også kastede noget af sig til formidleren.



## BILAG 1: UDENLANDSKE LÅNEBEMYNDIGELSESLØVE

**Lov nr. 350 af 19. december 1958.** Statslån i udlandet til et samlet beløb af indtil 40 mio.USD eller tilsvarende i anden valuta.

Bemyndigelsen skulle bruges og blev brugt til optagelse af et Verdensbanklån på 20 mio.USD samt et markedslån af samme størrelse til dækning af de udenlandske udgifter i forbindelse med elværksinvesteringer og anskaffelse af diesellokomotiver til DSB. IBRD havde under hensyn til Danmarks høje kreditværdighed krævet denne kombination. Til dækning af elværksinvesteringerne kunne op til 140 mio.kr. (nogenlunde svarende til 20 mio.USD) af provenuerne genudlånes. I praksis var det Verdensbanklånet, som blev genudlånt.

**Lov nr. 148 af 13. maj 1959.** Statslån i udlandet til et samlet beløb af indtil 200 mio.kr. i udenlandsk valuta.

Begrundelsen var ønsket om at fastholde en rimelig valutareserve. Der anførtes i lovforslaget forskellige forventede dræn på reserverne, herunder udgifter til afdrag på den offentlige udlandsgæld.

**Lov nr. 193 af 16. juni 1961.** 200 mio.kr.

I bemærkningerne til lovforslaget anføres, at det må anses for ønskeligt, at Staten kan gøre brug af opstående muligheder for at optage lån i udlandet. Der resterede ca. 40 mio.kr. af den tidligere bemyndigelse, så den samlede lånebemyndigelse kom med den nye lov op på ca. 240 mio.kr.

**Lov nr. 16 af 1. februar 1963.** 500 mio.kr.

Af beløbet kunne indtil 250 mio.kr. genudlånes til elværker. Der påtænkte – og blev gennemført – et Verdensbanklån på 25 mio.USD (svarende til knap 175 mio.kr.), og genudlånsrammen skulle muliggøre genudlån af dette samt et eventuelt senere lån til elværksformål.

**Lov nr. 208 af 31. maj 1963.** 500 mio.kr.

**Lov nr. 123 af 17. april 1968.** 500 mio.kr.

**Lov nr. 115 af 29. marts 1969.** 500 mio.kr.

**Lov nr. 522 af 28. nov. 1969.** 1 mia.kr.

**Lov nr. 269 af 9. juni 1971.** 1 mia.kr.

**Lov nr. 493 af 26. nov. 1971.** 1 mia.kr.

**Lov nr. 222 af 7 juni 1972.** 1 mia.kr.

**Lov nr. 190 af 30. marts 1973.** 1,5 mia.kr.



**Lov nr. 74 af 19. februar 1974.** 2 mia.kr.

**Lov nr. 289 af 14. juli 1974.** 2 mia.kr.

**Lov nr. 641 af 19. december 1975.** 2 mia.kr.

**Lov nr. 149 af 31. marts 1976.** 2 mia.kr.

**Lov nr. 329 af 10. juni 1976.** 2 mia.kr.

**Lov nr. 424 af 25. aug. 1976.** 3 mia.kr.

**Lov nr. 555 af 30. nov. 1976.** 3 mia.kr.

**Lov nr. 147 af 22. april 1977.** 5 mia.kr.

**Lov nr. 594 af 9. december 1977.** 5 mia.kr.

**Lov nr. 223 af 24. maj 1978.** 5 mia.kr.

**Lov nr. 556 af 15. nov. 1978.** " Til afløsning af fire tidligere optagne lån bemyndiges finansministeren til at optage lån i udlandet til et samlet beløb af 1.235 mill. US-dollars."

Ovenstående er lovens fulde tekst. Staten havde genforhandlet 4 ældre lån og opnået bedre betingelser. Selv om den genforhandlede pakke formelt havde karakter af et nyt lån, som skulle afløse de gamle, efterhånden som terminsdagene oprandt, mente Finansministeriet og Justitsministeriet, at det var forsvarligt at betragte transaktionen som en videreførelse af de hidtidige lån på nye betingelser, hvorfor man ikke mente, at der var behov for på ny at afskrive beløbene på lånebemyndigelsen. De danske advokater for arrangørerne delte imidlertid ikke denne opfattelse (vel egentlig ganske forståeligt al den stund den rimeligste måde at se på overgangen fra gamle lån til nyt lån var, at de gamle blev førtidsindfriet, og der samtidig blev trukket på det nye). Lovforslagets tekst var: "Finansministeren bemyndiges til at optage lån i udlandet til et samlet beløb af 1.235 mill. US dollars", men den blev under folketingsbehandlingen ændret til ovenanførte. Ændringen var foranlediget af Fremskridtspartiet, som traditionelt stemte imod lånebemyndigelseslovene ("det er helt urimeligt, at vi skal frådse os igennem ved hjælp af udenlandsk låntagning", sagde partiets ordfører, Leif Glensgaard, ved behandlingen af lovforslaget), men som godt kunne gå med til det konkrete forslag om at erstatte de dyrere lån med billigere.

**Lov nr. 37 af 12. februar 1979.** 7 mia.kr.

**Lov nr. 56 af 13. februar 1980.** "lån i udlandet til et samlet beløb, svarende til 10.000 mill.kr."

Fra og med denne lov strøg man ordene om, at lånene skulle være i udenlandsk valuta. Det skyldtes, at man var opmærksom på muligheden af euro-kronelån.

**Lov nr. 584 af 19. december 1980.** 10 mia.kr.

**Lov nr. 21 af 29. januar 1982.** 12 mia.kr.

**Lov nr. 619 af 8. december 1982.** 15 mia.kr.

Ud over den nye bemyndigelse på de 15 mia.kr. blev der som tidligere omtalt givet tidsmæssig ubegrænset bemyndigelse til at refinansiere afdrag på eksisterende gæld.

**Lov nr. 132 af 28. marts 1984.** 12 mia.kr.

**Lov nr. 156 af 24. sept. 1985.** 10 mia.kr.

**Lov nr. 770 af 19. nov. 1986.** 40 mia.kr.

Det store bemyndigelsesbeløb begrundedes til dels med, at den private kapitalimport, som i 1984 og 85 havde været betydelig, i 1986 (hvor landet oplevede alle tiders største løbende betalingsbalanceunderskud, 35 mia.kr.) var svinget over og var blevet negativ. Derudover blev det i bemærkningerne til lovforslaget anført, at det var besluttet at supplere statens Commercial Paper-program i USA med et lignende i Europa, og – som det var sket med det amerikanske – afskrive hele det fastsatte maksimumbeløb (én mia.USD) ved programmets etablering. Denne beslutning var bl.a. praktisk begrundet: CP-lån var kortfristede, og det udestående kunne bevæge sig op og ned med stor frekvens, således at det ville være brydsomt at føre bemyndigelsesregnskab for de enkelte udstedelser eller bevægelser. Endvidere havde man besluttet, at de warrants, som i disse år blev solgt som en del af en del obligationsemissioner, og som gav investor ret til at købe yderligere obligationer til forud fastsat kurs, skulle afskrives i bemyndigelsen straks ved udstedelsen med den fulde ekstra obligationsgæld, som kunne opstå, hvis de blev udnyttede.

**Lov nr. 776 af 9. december 1987.** 30 mia.kr.

I bemærkningerne meddeles, at man fremover vil lægge den nominelle værdi af opkøbte obligationer (af egne lån) til lånebemyndigelsen, startende med beholdningen pr. 31. august 1987 (2,8 mia.kr.). Hidtil var denne form for afdrag først blevet medregnet, når det pågældende lån udløb.

**Lov nr. 199 af 20. april 1993.** 50 mia.kr.

**Lov nr. 1079 af 22. december 1993.**

Ved denne lov blev der sat en overgrænse på 950 mia.kr. for summen af indenlandsk og udenlandsk gæld. Endvidere kodificeredes det, at staten i forbindelse med låneoptagelser og gældsadministration kunne opkøbe egne værdipapirer og indgå swaps og andre finansielle transaktioner, og der indførtes en generel bemyndigelse for finansministeren til at låne ud til statsgaranterede enheder, når blot det ikke blev på bedre betingelser end dem, som Staten selv ville kunne opnå.

Når swaps og andre finansielle instrumenter blev nævnt, selv om man, som anført på side 11 egentlig mente, at bemyndigelse til at bruge disse forelå implicit, var det dels for at imødekomme Rigsrevisionen, dels for at berolige udenlandske långivere, idet en engelsk overhusdom havde rejst tvivl om offentlige enheders ret til at bruge swaps. Når bestemmelsen var så generel, skyldtes det ønsket om ikke at lægge for snærende bånd på staten i et marked, hvor der hele tiden opstod nye finansielle instrumenter.

Retten til at udlåne til statsgaranterede enheder eksisterede allerede i vidt omfang.

Som nævnt på side 10 var man tidligere veget tilbage for at fastsætte den udenlandske låneramme som et loft over den samlede gæld, idet risiko for valutakursstigninger gjorde det usikkert, hvor tæt op mod loftet man kunne gå. Både den cementerede fastkurspolitik og den fælles låneramme har imidlertid reduceret risikoen for overskridelser. I øvrigt er det i bemærkningerne til lovforslaget anført, at hvis gælden på grund af valutakursbevægelser kommer til at overskride det fastsatte maksimum, kan der ikke optages flere lån, men det forudsættes ikke at der i den situation skal ske førtidsindfrielse.

Loven med efterfølgende ændringer er stadig gældende.

## BILAG 2: EUROMARKEDET

Med virkning fra juli 1963 indførtes i USA den såkaldte Interest Equalisation Tax (IET) med det formål at begrænse kapitaludstrømning fra landet gennem at neutralisere den fordel, som det lave renteniveau i USA frembød. Skatten blev opkrævet hos amerikanske investorer ved købet af obligationer, udstedt af udenlandske låntagere (undtagen internationale institutioner, som USA var medlem af, fx Verdensbanken, samt Canada, Mexiko og visse andre lande) som en procentdel af prisen. Procentsatsen var stigende med papirernes løbetid (den gik fra 2,75 til 15% - sidstnævnte sats blev også brugt i forbindelse med amerikaneres køb af udenlandske aktier) og svarede til en forhøjelse af renten på ca. 1 procentpoint. Herefter blev bl.a. de danske dollarobligationslån emitteret uden for USA, dvs. på Eurobondmarkedet (selvfølgelig ikke at forveksle med det senere marked i valutaen euro). Eurobondmarkedet voksede sig hurtigt stort, og det bevarede sin position efter at IET blev ophævet i begyndelsen af 1974. Euromarkedet havde da udviklet sine egne spilleregler, og formaliteterne var meget mindre end ved emissioner i USA. Betegnelserne "eurobonds" kom i øvrigt til at dække alle udstedelser uden for vedkommende valutas hjemland, altså også dem, der foretoges i Asien.

Den første eurobond udstedtes i 1961, altså før IET blev indført. Det var heller ikke en dollaremission, idet den var denomineret i EUA (se om denne enhed i kapitel 3, sektion 4) og altså ikke var afhængig af accept fra noget bestemt land. I 1963 udstedtes den første euro-dollarobligation (15 mio.USD 5½ års lån til 5,5% for det italienske Autostrade). Andre lande end USA accepterede efterhånden udstedelser i deres valuta på euromarkedet, men forsøgte i modsætning til USA i et vist omfang at kontrollere udstedelserne. Den første DEM-euroemission kom i 1964, den første FRF-udstedelse i 67. 1969 og 77 er de egentlige startår for hhv. NLG og GBP (der havde i begge valutaer været enkelte tidligere emissioner). 1977 er også startåret for euroyenobligationer. Den første euroudstedelse i DKK fandt sted så sent som i marts 1985, ikke fordi Nationalbanken eller regeringen havde sat sig imod sådanne udstedelser, men fordi der ikke før havde vist sig interesse. Forskellen mellem eurobonds og foreign bonds blev i øvrigt efterhånden udvisket.

Schweiz, satte sig med held imod anvendelsen af CHF på euromarkedet, selv om det formelt ikke var muligt at forbyde sådanne udstedelser. Der var dog muligheder for at gøre livet surt (i Schweiz) for banker, som arrangerede CHF-lån uden for Schweiz. Kun én låntager trodsede de schweiziske myndigheder ved at foretage en euro-CHF-udstedelse, nemlig Københavns kommune, som i oktober 1963 optog et 15-årigt 5% lån på 60 mio.CHF. Kommunen var dog næppe på forhånd klar over, at emissionen ville skabe et problem, men blev det sandelig efterfølgende. CHF-lån måtte derfor op-

tages som foreign issues på det indenlandske schweiziske marked, hvortil adgangen gradvis blev liberaliseret.

For at skelne mellem eurobonds og foreign bonds i USD kaldte man de sidstnævnte for "Yankee Bonds", og det gav stødet til at finde på fantasifulde betegnelser for foreign bonds i andre valutaer, således "Samurai Bonds" for JPY-obligationer udstedt i Tokyo af udenlandske låntagere, "Bulldog Issues" for udenlandske lån på det engelske marked etc. USD-emissioner i Japan blev kaldt "Sushi Bonds". Så vidt vides fik CHF-lån ikke hæftet nogen tilsvarende etikette på sig, og det var jo heller ikke nødvendigt, eftersom der ikke blev udstedt nogen euro-CHF-lån.

Efter ophævelsen af IET kom der større aktivitet i yankee-bondmarkedet. I 1974 blev der udstedt over 3 gange så mange yankee-bonds som euro-dollarbonds, og også i de to følgende år oversteg yankee-emissionerne euro-dollarremissionerne. Det var dog sært nok især udstedelser på det amerikanske marked fra canadiske låntagere – der havde været fritaget fra IET – der voksede. I de følgende år gik det relativt set tilbage for yankee-markedet, og i midten af firserne var dets størrelse kun 5-10% af euro-dollarmarkedet. Denne udvikling skete på trods af, at det blev gjort lettere at benytte markedet i USA, bl.a. gennem den såkaldte "shelf registration procedure". Tidligere skulle hver enkelt emission registreres hos og godkendes af "Securities and Exchange Commission" (SEC). Fremover kunne man registrere et større beløb for en periode ad gangen, og så relativt let og med ret kort frist trække på det, når man ønskede at låne.

Det skal nævnes, at tilbagegangen for yankeebondmarkedet, altså markedet for foreign issues på det indenlandske amerikanske marked, ikke indebar, at dette indenlandske marked i det hele taget mistede i betydning. Dette kan illustreres af følgende tal for obligationsudstedelser i 1989:

Eurobonds	213 mia.USD
Foreign bonds	43 mia.USD
Indenlandske udstedelser i USA	334 mia.USD

Den danske stat benyttede også igen yankeebondmarkedet nogle få gange, dog ikke før 1981, hvor der foretoges to emissioner (14% 100 mio.USD 1981-88 og 14,625% 100 mio.USD 1981-88). Man fik sig også en shelf registration, men det var stadig lettere og ofte også billigere at emitte på euromarkedet. Det var på dette marked at "bought deals" blev introduceret og bredte sig fra 1979 og fremover. Når en bank i realiteten købte hele lånet fra låntager til aftalt pris, var det nødvendigt at hele emissionsprocessen gik hurtigt, og her var euromarkedet, som var fri for sinkende formaliteter, velegnet. Det blev derfor også her at teknikken med competitive bidding fejrede triumfer.

Euromarkedet var også et ideelt medium for udvikling af nye låntyper, og konkurrencen mellem bankerne førte til et kapløb om at finde på noget nyt, bl.a. fordi de derved i første omgang kunne indgå competitive bidding: Kom en bank til en låntager og overbeviste ham om, at det var et godt tidspunkt at udstede en gængs obligationstype på, ville låntager med nogen sandsynlighed forfalde til competitive bidding, mens der var større chance for, at låntageren ville respektere "ophavsretten" til et nyt koncept.

Blandt fornyelserne kan nævnes Warrant bonds (første gang i december 1979), og partly paid bonds (August 1980, hvor det australske Alcoa lånte 80 mio.USD i 8 år til 12%, kun 25% af prisen skulle betales ved udstedelsen, resten fulgte ca. 5 måneder senere) og zero coupon bonds (juni 1981, da Pepsi-co udstedte nominelt 75 mio.USD treårs obligationer til 14,14%). Warrant bonds var obligationer, hvortil der var knyttet optioner, som gav investor ret til at købe yderligere obligationer af samme lån (eventuelt lettere modificeret) til en bestemt pris. Disse warrants var "detachable", dvs. de kunne handles og indløses særskilt. Warrants er særskilt omtalt nedenfor i kapitel 3, sektion 13. Den initiale ret store betaling ved Partly paid bonds var egentlig køb af en europæisk call option, som var in the money, dvs. som det med temmelig stor sandsynlighed ville kunne betale sig at udnytte ved at betale resten af købesummen det fastlagte antal måneder senere. Renteniveauet skulle stige en hel del, før optionen blev værdiløs. Zero coupon bonds blev en tid ofte kaldt "streakers", fordi de var nøgne – altså ikke klædt på med kuponer.

Et særligt kapitel udgør Floating Rate Notes (FRN), hvis rente blev fastsat på basis af 3 eller 6 måneders LIBOR. Det første blev udstedt i 1970 (for det italienske ENEL. Lånet var på 125 mio.USD og renten 0,75% over 6 mdr. LIBOR). Det var dog først i firserne, at FRNs kom til at betyde noget. Deres andel af emissionerne på euromarkedet eksploderede og toppede i 1985 med 41%. I markedet talte man om, at der skete en "securitisation" (altså at direkte lån – det vil i denne forbindelse sige syndikerede eurokreditter – erstattedes af obligationer – ikke at forveksle med "securitisation" i den betydning, at der stilles sikkerhed for et lån).

Set fra bankernes synspunkt havde FRN den fordel fremfor syndikerede banklån, at de var mere likvide, så man lettere kunne omlægge sin portefølje. Hertil kom for de japanske bankers vedkommende, at de japanske myndigheder lagde restriktioner på deres ellers meget aggressive deltagelse i bankkreditterne, hvorfor der fra denne kant opstod en kraftig efterspørgsel efter FRN. Det er også muligt, at de endelige långivere, hvis alternativ var kortfristede indskud i bankerne, i højere grad var villige til at tage en kreditrisiko på udstederen, når instrumentet var en FRN. Også de kunne glæde sig over likviditeten, og de fik en højere rente (i de første år at FRN-markedets eksistens typisk LIBOR + 0,25%).

Den danske stat benyttede sig af alle de nævnte låneformer – og andre.

### BILAG 3: LÅN I DEN EUROPÆISKE INVESTERINGSBANK

DANSKE LÅN I EIB 1973-12/11 2001						
Underskrifts år	Statslån	Andre lån	I alt	Omregnings kurs	Statslån i mia.DKK	Pct. af statens udenlandske låntagning
	Mio. ERE/Ecu/Euro					
1973 .....	6,83		6,83	7,50	51,23	12
1974 .....	5,07	13,37	18,44	7,13	36,15	4
1975 .....	5,25	12,44	17,69	7,20	37,80	1
1976 .....	3,07	6,06	9,13	6,54	20,08	0
1977 .....	15,14	17,60	32,74	7,08	107,19	1
1978 .....	56,67	49,64	106,31	6,99	396,12	10
1979 .....	13,74	1,86	15,60	7,72	106,07	2
1980 .....	11,11	88,15	99,26	7,89	87,66	1
1981 .....	16,32	126,56	142,88	7,94	129,58	2
1982 .....	142,80	162,49	305,29	8,16	1.165,25	5
1983 .....	14,39	350,68	365,07	8,13	116,99	1
1984 .....	64,10	260,58	324,68	8,15	522,42	2
1985 .....	35,99	296,49	332,48	8,02	288,64	1
1986 .....	5,03	253,20	258,23	7,94	39,94	0
1987 .....	4,47	310,85	315,32	7,89	35,27	0
1988 .....	183,25	310,87	494,12	7,95	1.456,84	13
1989 .....	250,72	295,07	545,79	8,05	2.018,30	15
1990 .....	93,48	471,21	564,69	7,87	735,69	4
1991 .....	12,67	525,99	538,66	7,92	100,35	5
1992 .....	181,41	509,43	690,84	7,80	1.415,00	4
1993 .....	188,00	687,53	875,53	7,58	1.425,04	2
1994 .....	331,37	518,38	849,75	7,52	2.491,90	-14
1995 .....	128,12	696,82	824,94	7,25	928,87	7
1996 .....	42,20	645,82	688,02	7,26	306,37	1
1997 .....	24,84	712,29	737,13	7,46	185,31	1
1998 .....	30,76	714,21	744,97	7,51	231,01	1
1999 .....	0,00	898,11	898,11	7,44	0,00	0
2000 .....	74,64	909,45	984,09	7,45	556,07	5
2001 .....	59,64	687,75	747,39	7,45	444,32	3
I alt	2.001,04	10.532,90	12.533,94		15.435,43	3

Anm.: Om det negative tal for 1994, se kapital 3. sektion 1.



## BILAG 4. STATENS SYNDIKEREDE BANKLÅN

I nedenstående tabel og den derpå følgende tekst er det tilsigtet at give en udtømmende opregning af den danske stats eurobankkreditter.

Tabel					
Nummer	År	Beløb	Front end fee, pct. af lånebeløb	Commitment fee, pct. p.a.	Overrente, pct. p.a.
1 .....	1971-79 <sup>1</sup>	110 mio.USD	0,36	0 <sup>2</sup>	0,75
2 .....	1971-78 <sup>3</sup>	50 mio.USD	0,5	0,5	0,75
3 .....	1973-85	150 mio.USD	0,375	0,125-0,25	0,5-0,75
4 .....	1974-81	300 mio.USD	0,2	0,25	0,5-0,625
5 .....	1975-82	300 mio.USD	0,75	0,625	1,375-1,625
6 .....	1976-83	200 mio.USD	0,75	0,5	1,375-1,5
7 .....	1976-81	400 mio.USD	0,75	0,5	1,25
8 .....	1977-84	400 mio.DEM	0,5	0,5	1,25-1,375
9 .....	1977-84	500 mio.USD	0,75	0,5	1,125-1,25
10 .....	1977-84 <sup>4</sup>	200 mio.USD	0,75	0,5	0,875-1
11 .....	1978-85	500 mio.USD	0,75	0,5	0,75
12 .....	1978-86	400 mio.DEM	0,75	0,5	0,625-0,75
13 .....	1978-86 <sup>5</sup>	400 mio.DEM	0,5	-	0,75
14 .....	1978-85 <sup>6</sup>	1.235 mio.USD	0,5625	-	0,75
15 .....	1979-86	250 mio.USD	0,5	0,375-0,5	0,5-0,625
16 .....	1979-89	600 mio.USD	0,5	0,375	0,5
17 .....	1980-88	225 mio.USD	0,626	0,375	0,5
18 .....	1980-88	500 mio.USD	0,5	0,375	0,5
19 .....	1981-89	250 mio.USD	0,5	0,375	0,375-0,5
20 .....	1981-89	600 mio.USD	0,5	0,25	0,375-0,5
21 .....	1981-91	250 mio.USD	0,5	0,25	0,375-0,5
22 .....	1982-89	800 mio.USD	0,4375	0,5	0,15-0,25 <sup>7</sup>
23 .....	1982-90	300 mio.USD	0,5	0,25	0,375-0,5
24 .....	1983-90	525 mio.USD +75 mio.ECU	3,75 mio.USD	0,375	0,5-0,625
25 .....	1983-90	700 mio.USD	0,625	0,5	0,25-0,30 <sup>7</sup>
26 .....	1983-90	270 mio.USD	0,6	0,375-0,5	0,25 <sup>7</sup>

<sup>1</sup> I august 1973 blev overrenten nedsat til 0,5%. Der betaltes en genforhandlingsfee på 0,1%.

<sup>2</sup> Ingen commitment fee, da der ikke var nogen commitmentperiode.

<sup>3</sup> I september 1973 blev overrenten nedsat til 0,5% mod betaling af fee på 0,2%. I september 1978 blev låneperioden forlænget med 5 år, og overrenten blev forhøjet til 0,625% mod betaling af fee på 0,125%

<sup>4</sup> I 1981 blev marginen nedsat til 0,375%. Der betales en "renegotiation fee" på 0,25% af det gældende maksimumsbeløb på 175 mio.USD.

<sup>5</sup> Genforhandling af nr. 8.

<sup>6</sup> Genforhandling og konsolidering af lånene 5, 6, 7 og 9.

<sup>7</sup> over US- Prime Rate.

Det første årstal i første kolonne er aftaleåret. Ofte er lånet helt eller delvis første trukket senere. Ud over front end fee har staten normalt betalt mindre omkostninger til bankerne. Dobbelte satser for commitment fee og overrente skyldes, at disse satser ofte varierede (steg) i løbetiden. Commitment fee skulle i visse tilfælde først betales fra en vis tid efter aftaledatoen.

De anførte oplysninger om genforhandlinger er måske ikke fuldstændige. Der kan have været andre.

Ud over de i tabellen medtagne kreditter blev der i 1983 og 84 optaget følgende 5 mere specielle bankkreditter: I 1983 et lån på 10 mia.JPY fra japaniske banker (1983-93, rente: 0,1-0,2% over den japanske long term prime rate, stiftelsesprovision: 0,5%), og i 1984 for det første en revolverende beredskabskredit, kontraheret i juli 1984 (1 mia.USD 1984-94), som var dyrere jo

mere den blev udnyttet, og hvortil der var knyttet en ret til udstedelse af 3 eller 6 måneders papirer i USA til en rente på mindst LIBOR + 0,1%) og for det andet et banklån ydet af den japanske bank Dai Ichi Kangyo (100 mio.USD 1984-92), som (på grund af restriktioner for, hvor lange kreditter japanske banker kunne yde) formelt var et etårigt lån, som debitor havde ret til at kræve forlænget med et år ad gangen. Det fjerde var et banklån i GBP (50 mio.GBP 1984-91) ydet af Central Trustee Savings Bank med overrente over LIBOR på 0,25%. Som rådgiver mv. for dette lån stod ikke det sædvanlige danske bankkonsortium, men Det regionale Lånekonsortium. Den femte transaktion, som arrangeredes i december, var en kredit på 10 mia.JPY (1984-92), ydet af japanske banker og forsikringselskaber, som blev swappet til USD til LIBOR minus 0,45%.

## LITTERATUR

"Danske statslån 19xx" ("de grønne hæfter"), som i den omhandlede periode (og også længe før) er blevet udgivet af Finansministeriet hvert år frem til og med "Danske Statslån 1984".

Indeholder faktuelle oplysninger om både indenlandske og udenlandske låneoptagelser og gæld, men ikke beskrivelser af markedsudvikling eller overvejelser vedrørende låntagningen.

"Statens Låntagning og gæld 19xx" (SLOG), udsendt hvert år fra og med 1986, først af Finansministeriet, men fra 1991 af Danmarks Nationalbank, som i midten af det år havde overtaget administrationen af gældsområdet fra ministeriet.

Afløste de grønne hæfter, men indeholder i modsætning til disse finansielle analyser og redegørelser for lånepolitiske overvejelser. Bag i disse bøger findes en ordliste med forklaring af finansielle udtryk.

Danmarks Nationalbanks årsberetninger.

Den nordiske Investeringsbanks årsberetninger.

Jens Thomsen: "Internationale obligationer og euro-valutakreditter", december 1978.

R. B. Johnston: "The Economics of the Euromarket, History, Theory, and Policy". New York, 1982.

Peter Carøe og Jens Thomsen: "Internationale obligationer og syndikerede kreditter", juli 1984

F. G. Fisher III: Eurobonds, Euromoney Publications, 1988

The Economist: Guide to Eurobonds, 1990.

H. H. H. Østergaard: At tjene og forme den nye tid (Finansministeriet 1848-1998).