

SECURUM

&

VÄGEN UT UR BANKKRISEN

CLAS BERGSTRÖM

PETER ENGLUND

PER THORELL

SNS FÖRLAG

SECURUM
&
VÄGEN UT UR BANKKRISEN

SECURUM

& VÄGEN UT UR BANKKRISEN

Clas Bergström

Peter Englund

Per Thorell

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon 08-507 025 00
Telefax 08-507 025 25
E-post order@sns.se
Hemsida www.sns.se

SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – är ett fristående nätverk av ledande beslutsfattare i privat och offentlig sektor med engagemang i svensk samhällsutveckling. Syftet är att skapa underlag för rationella beslut i viktiga samhällsfrågor genom forskning och debatt.

SNS bedriver samhällsforskning med forskare från universitet och högskolor i Sverige och utlandet, ger ut böcker på eget förlag samt arrangerar konferenser, kurser och lokala medlemsmöten. SNS är en allmännyttig ideell förening som finansieras genom medlemsavgifter, forskningsanslag, bokförsäljning och konferensavgifter samt genom årsavgifter från företag, myndigheter och organisationer.

Securum och vägen ut ur bankkrisen
Clas Bergström, Peter Englund, Per Thorell
Första upplagan
Första tryckningen

© 2002 Författarna och SNS Förlag
Omslag & grafisk form: Göran Eklund
Sättning: Ytterlids, Falkenberg
Tryckning: Elanders Graphic Systems, Angered 2002
ISBN 91-7150-839-2

INNEHÅLL

UTGIVARENS FÖRORD	7
FÖRFATTARNAS FÖRORD	9
INTRODUKTION	11

1. <i>Den svenska bankkrisen och krisen i Nordbanken</i>	15
1.1. Utgångsläget	15
1.2. Avregleringen	16
1.3. Kreditexpansion 1986–1990	19
1.4. Effekterna på tillgångsmarknaderna	23
1.5. Krisens början	27
1.6. Krisen i Nordbanken	30
1.7. Valutakrisen	32
1.8. Räddningen	34
Appendix	36
2. <i>Från Nordbanken till Securum</i>	40
2.1. Omvandlingen av Nordbanken	40
2.2. Securums tillgångar	48
2.3. Securums kapitalstruktur	59
Appendix	62
3. <i>Avvecklingsbolag – principer och utländska erfarenheter</i>	64
3.1. Internationella erfarenheter	64
3.2. Att avveckla problemkrediter – ekonomiska drivkrafter	75
4. <i>Avvecklingsbolag ur ett regelmässigt perspektiv</i>	86
4.1. Inledning	86
4.2. Reglerna för redovisning av kreditförluster	86
4.3. Regler för bankers och avvecklingsbolags verksamhet och finansiering	93
4.4. Ansvarsfrågor vid användning av avvecklingsbolag för att lösa bankkriser	107
4.5. Konkurrensrättsliga aspekter på statens insatser i Nordbanken	108

5. <i>Kredithanteringen – intressekonflikter och incitament</i>	113
5.1. Inledning	113
5.2. Kreditavveckling och incitament – några principiella resonemang	115
5.3. Kredithanteringen inom Securum Finans	117
5.4. Incitamentsprogram inom Securum Finans	118
5.5. En analys av incitamentsprogrammet i Securum Finans	120
Appendix	127
6. <i>Driften och ompaketeringen – Securum som förädlare</i>	131
6.1. Inledning	131
6.2. Securum som förvaltare – koncernstruktur och verksamhet	132
6.3. Rekonstruktioner och förvaltningsresultat i Addum och Borgkronan	137
6.4. Securum som förädlare – en analys av samtliga företag	148
6.5. Sammanfattning	153
Appendix	154
7. <i>Avvecklingen</i>	156
7.1. Politiska och ekonomiska utgångspunkter	156
7.2. Några av de större affärerna	157
7.3. Prisbildningen på tillgångsmarknaderna	162
7.4. Securums fastighetsförsäljningar	172
7.5. Securums börsintroduktioner	177
Appendix	191
8. <i>Erfarenheter från Securum</i>	193
8.1. De bärande idéerna	193
8.2. Är ett särskilt avvecklingsbolag en god idé?	194
8.3. Hur genomfördes idén med ett särskilt avvecklingsbolag?	200
8.4. Hur påverkades notan för skattebetalarna och för samhället?	208

NOTER 212

REFERENSER 225

UTGIVARENS FÖRORD

Den omfattande makroekonomiska kris som drabbade Sverige under 1990-talets första hälft hängde nära samman med ett dramatiskt prisfall på den svenska fastighetsmarknaden och en kris i banksystemet. Omfattande kreditförluster hotade att radera ut det egna kapitalet i bankerna och därmed förstöra nationens kreditförmedling och betalningssystem. I jämförelse med andra länder som drabbats av liknande svårigheter – Japan är ett extremt exempel – tog sig Sverige förhållandevis snabbt ur krisen, och dess långsiktiga skadeverkningar blev därmed relativt små.

På det makroekonomiska planet blev den svenska lösningen massiva stimulanser av den totala efterfrågan genom stora budgetunderskott och en kraftig depreciering av den svenska kronan. Men även i hanteringen av den finansiella krisen och de därav följande strukturproblemen på kreditmarknaden visade den svenska krishanteringen prov på innovativa inslag, som väckt ett visst internationellt uppseende. Det är några speciella inslag i denna del av krishanteringen som är föremålet för denna studie.

Den statligt ägda Nordbanken visade sig tidigt under krisen ha ett stort antal nödlidande krediter. Nordbanken började under 1992 att rekonstrueras och bildade då Securum som en s.k. bad bank för att hantera förlustengagemang och icke-strategiska fordringar. I januari 1993 avskildes Securum från Nordbanken och blev ett självständigt, statligt ägt, avvecklingsbolag. Securum kom att överta en kreditportfölj på ca 3 000 krediter till nästan 1 300 företag. Efter att ha förvaltat och ompaketerat fordringarna inleddes en avveckling, som till största delen var genomförd vid halvårsskiftet 1997, då Securum lade ner sin verksamhet.

Securums verksamhet var framgångsrik i den bemärkelsen att avvecklingen av förlustengagemangen gick väsentligt snabbare än vad som ursprungligen förutsetts och det till en kostnad för staten som låg långt under de första prognoserna. Naturligt nog kom verksamheten under sin korta levnadstid att därtill utsättas för en hel del kritik. Exempelvis anklagades Securum för att ha gått för hårt fram mot låntagare och därigenom drivit fram onödiga konkurser. Ledning och styrelse anklagades även för att ha varit alltför frikostiga med bonus till ledande personal och andra nyckelpersoner.

I debatten kring dessa frågor efterlystes en oberoende utvärdering av Securums verksamhet, och i detta syfte tog Securums VD Jan Kvarnström och ord-

förande Lars Kylberg kontakt med SNS under våren 1997. SNS gjorde bedömningen att det kunde vara av samhällsekonomiskt intresse att få Securums verksamhet belyst, delvis för att undersöka huruvida nämnda kritik kunde anses befogad, men främst för att kunna dra allmänna lärdomar om en organisation av Securums typ är ett lämpligt medel för att hantera bankkriser. En överenskommelse träffades därför att SNS skulle genomföra en oberoende utvärdering med finansiering från Securum, Venantius, som vid halvårsskiftet 1997 övertog de kvarvarande delarna av Securum, och Nordbanken. SNS påtog sig därmed den grannliga uppgiften att agera »vattentätt skott« mellan utvärderarna och de granskade finansiärerna.

Sedan finansieringen säkerställts beslöt SNS att engagera de tre professorerna *Clas Bergström* och *Peter Englund*, Handelshögskolan i Stockholm, samt *Per Thorell*, verksam vid Ernst & Young, att leda utvärderingen. Projektets budget lämnade utrymme för projektledarna att engagera ytterligare forskare och assistenter i arbetet. Ett omfattande källmaterial har ställts till förfogande av Venantius.

Forskarna har löpande kunnat diskutera sitt arbete med en referensgrupp av praktiker ur SNS-kretsen. Under ledning av *Carl Johan Åberg*, tidigare VD i AP-fonden, 1–3 fondstyrelserna, har denna grupp bidragit med värdefull kunskap kring praktiska kreditmarknadsfrågor i allmänhet och bankkrisen i synnerhet. Fil. lic. *Stefan Sandström* har därtill spelat en viktig roll för projektets genomförande som projektledare från SNS sida. Som alltid när det gäller SNS studier svarar dock författarna ensamma för bokens innehåll.

Resultatet av utvärderingen kan härmed redovisas. SNS förhoppning är att den kan bidra med viktiga lärdomar för framtida finansiell krishantering. Å SNS vägnar vill jag framföra ett tack till alla dem som på olika sätt medverkat till att studien kunnat genomföras.

Hans Tson Söderström
VD i SNS

FÖRFATTARNAS FÖRORD

Den bank- och fastighetskris som den svenska ekonomin gick igenom under 1990-talets första år är en unik historisk händelse. Inte minst det sätt på vilket de svenska statsmakterna hanterade krisen genom att bilda ett särskilt avvecklingsbolag, Securum, har väckt internationellt intresse. När SNS på sommaren 1997 frågade oss om vi ville ta gemensamt ansvar för ett forskningsprojekt i syfte att utvärdera Securum och dess verksamhet var det därför mycket lockande. I villkoren ingick att vi själva fritt skulle få välja frågeställningar och forskningsmetoder och att vi skulle få tillgång till arkivmaterial från Securum.

Vi gavs också generösa resurser för att engagera andra forskare i projektet. Axel Hagberg och Annika Melin har deltagit i projektarbetet från dess början. De har bistått oss med att sammanställa material om Securums historia, styrelsearbetet i bolaget samt pressbevakningen och debatten omkring Securum. Annika Melin har också utrett den legala ramen omkring Securums verksamhet. Ted Eisenberg och Stefan Sundgren har deltagit i undersökningar av konkurser, omstruktureringar och resultatutveckling bland Securumföretagen. Kicki Björklund och Rickard Enström har medverkat i studier av Securums aktiviteter på fastighetsmarknaden. Catrin Karlsson, Jonathan Macey och Claes Norberg har författat värdefulla underlagsrapporter. Vi vill tacka alla för engagerade insatser. Ett antal underlagsrapporter finns även publicerade som Occasional Papers från SNS.

Vi har lagt stora arbetsbördor på personal inom Venantius, där huvuddelen av Securums arkiv förvaltas. Vi vill särskilt tacka Jan Engström, Eva-Britt Gustafsson och Olle Schönbeck som tålmodigt har guidat oss i ett stort och svåröverskådligt material och hjälpt oss att reda ut olika förhållanden. Projektets referensgrupp har representerat en mycket värdefull erfarenhetsmassa som vi dragit stor nytta av. Ett projekt av detta slag kräver också en handfast – och förstående – ledning från SNS sida. Den rollen har Stefan Sandström axlat med bravur. Inte minst har hans detaljerade granskning av det slutliga manuskriptet varit ovärderlig. Självfallet har vi dock själva det fulla ansvaret för den färdiga produkten.

Clas Bergström Peter Englund Per Thorell

INTRODUKTION

Som ett resultat av den kris som drabbade det svenska banksystemet under början av 1990-talet stod den svenska staten på hösten 1992 som ensam ägare till två banker, Nordbanken och Gota Bank, vilka svarade för en fjärdedel av all bankutlåning och som hade närmare en tredjedel av sin lånestock i nödlidande krediter. Vad skulle staten göra med de båda bankerna, och hur skulle problemkrediterna hanteras?

Att ta hand om banker, eller andra företag, som hamnat på obestånd kan liknas vid att handla med skrotbilar.¹ Till en bilskrot kommer bilar som slutat att fungera. Vissa bilar är i så gott skick att de kan renoveras och åter göras funktionsdugliga. Andra lönar det sig bättre att plocka isär för att sälja delarna till högstbjudande. En ytterligare möjlighet är att ta delar från en skrotbil för att montera in i och renovera andra skrotbilar. Alla dessa åtgärder tar tid att genomföra och det är därför viktigt att samtidigt se till att hålla efter rost och på annat sätt sköta bilens delar för att förhindra att de förlorar i värde. På samma sätt är det med en havererad bank. Skall den tillföras nytt kapital och drivas vidare för att eventuellt säljas någon gång i framtiden? Skall den styckas och säljas av bit för bit? Eller skall den omstruktureras och slås samman med någon annan bank? Vilken linje som än väljs i dessa avseenden gäller det sedan att sköta driften av bankens olika delar så väl som möjligt. Slutligen handlar det om att välja takt och metod för försäljning av de olika delarna. Det var just dessa problem som den svenska staten mötte. Svaret blev att plocka ut de dåliga bitarna ur skrotbilarna Nordbanken och Gota och sedan skapa ett särskilt avvecklingsbolag, Securum, med uppgift att agera bilskrot.

Motsvarande problem uppstod vid ungefär samma tid i många andra länder, t.ex. USA och våra nordiska grannländer. Även om bakgrunden skilde sig från land till land var problemen i grund och botten likartade. Vid en kris måste staten ha beredskap för att ta över administrationen av banker som skulle riskera att äventyra betalningsväsendets stabilitet om de tilläts gå i konkurs eller drivas vidare i privat regi. Ett helt privat förfarande för att skrota banker var därför inte aktuellt. Staten måste gå in i en eller annan form. Så skedde i Sverige med Nordbanken och Gota, så gjorde man i USA med hundratals konkursmässiga sparbanker.

Det är ingen överdrift att säga att Sveriges krisberedskap var dålig i början av 1990-talet. Det fanns ingen planering och inget regelverk att luta sig mot

i den hastigt uppkomna situationen, utan mycket av krishanteringen fick improviseras fram.² Det fanns heller ingen inlåningsförsäkring eller någon myndighet som i förväg var given huvuduppgiften att hantera en kris. I det avseendet har situationen numera förändrats något genom att inlåningsförsäkring införts från 1995. Vidare har en särskild lagreglering av offentlig administration av banker i kris föreslagits av Banklagskommittén.³ Dess förslag, som ännu är långt ifrån att omsättas i gällande lag, behandlar dock i första hand hur det skall gå till när staten tar över administrationen av en bank, men däremot inte hur den övertagna banken med dess olika tillgångar och skulder skall drivas och organiseras. Mot den bakgrunden är det intressant att söka efter lärdomar av den organisatoriska form med ett särskilt avvecklingsbolag – en »bad bank« – som Sverige valde under 90-talskrisen. Vilka är skälen för och emot att inrätta ett särskilt avvecklingsbolag? Var det klokt att göra det i Sverige 1992? Hur generellt tillämplig är modellen i andra länder och i andra situationer?

En jämförelse med USA, och även med övriga nordiska länder, haltar i så måtto som att Nordbanken redan före krisen var en i huvudsak statsägd bank, och att Securum tillkom lika mycket i syfte att lösa Nordbankens egen kris och göra banken långsiktigt slagkraftig som för att lösa en allmän systemkris. I själva verket utvecklades planerna för Securum i stor utsträckning inom Nordbanken under vintern och våren 1992, innan krisen allmänt uppfattades som en systemkris. När systemkrisen väl blommade ut i full skala på hösten samma år passade det företagsekonomiska syftet att stärka Nordbanken väl ihop med det samhällsekonomiska behovet av att stabilisera det finansiella systemet och fastighetsmarknaden.

Att inrätta Securum var bara ett av många beslut som fattades i syfte att bekämpa den svenska bankkrisen. För att avgränsa vår studie skall vi försöka isolera Securum och dess verksamhet från de åtgärder som gällde banksystemet i allmänhet. Det gäller bl.a. den allmänna bankgarantin och beslutet att ta över Gota Bank sedan Gota AB ställt in betalningarna i september 1992. Utgångspunkten bör dock sättas något tidigare, till våren 1992 då regeringen i en proposition om rekonstruktion av Nordbanken föreslog inrättandet av Securum. När vi behandlar krisens bakgrund koncentrerar vi oss på utvecklingen i Nordbanken utan att gå närmare in på händelseförloppet i Gota och dess avvecklingsbolag Retriva. Efter Gotas sammanslagning med Nordbanken i december 1993 kom Retriva att förvärvas av Securum i början av 1996, och när vi diskuterar hur Securum utvecklades kan vi naturligtvis inte särbehandla tillgångar beroende på deras ursprung. I övrigt kommer vi dock att lämna Gota och Retriva utanför framställningen.

När problemen med kreditförluster började bli synliga var staten redan sedan lång tid tillbaka huvudägare till Nordbanken. Alltefter som krisen utveckl-

lades under 1991–1992 gled staten gradvis över från att agera i sin roll som huvudägare i banken till rollen som systemgarant. Vid beslutet om nyemission i Nordbanken under hösten 1991 agerade staten fortfarande kanske främst som ägare, även om propositionstexten också framhävde att »... det är av väsentlig betydelse för tilltron till svenskt bankväsende att Nordbankens kapitalbas är betryggande.«⁴ Under 1992 blir systemkrisperspektivet tydligt inte minst vid beslutet att ta över det fulla ägandet i Nordbanken: »Med hänsyn till arten och omfattningen av de åtgärder som kan förutses kommer staten i realiteten att få bära hela ägaransvaret.«⁵ Samtidigt framhålls statens dubbla roller som systemgarant och ägare: »I egenskap av huvudägare i banken och som yttersta garant för stabiliteten i betalningssystemet har staten ett dubbelt ansvar...«.⁶ Från maj 1993 utövade staten sitt ägande av Securum genom Bankstödsnämnden med en renodlad uppgift som systemgarant.

Skall det tillmätas någon betydelse om staten fattade besluten om Securum som ägare eller som systemgarant? Om staten agerade främst i sin egenskap av aktieägare blir den primära frågan hur en viss åtgärd påverkade bankens värde; staten ägde inte Nordbanken när bankkrisen bröt ut i syfte att främja några tydligt uttalade samhällsekonomiska mål.⁷ Om utgångspunkten däremot är att beslut fattades med stöd av bankgarantin blir det självklart att också se till de vidare samhällsekonomiska verkningarna och till eventuella prejudikat för framtida stöd till privata banker i motsvarande belägenhet. Det finns också skäl att fråga om kapitaltillskott av den storleksordning det här kom att handla om hade varit möjliga om de inte givits i hägnen av den allmänna bankgarantin. Vi finner därför, och mot bakgrund av ovan citerade uttalanden i propositioner under 1991 och 1992, det bredare synsättet naturligt.

Statens roller som bankägare och systemgarant kan ha kommit i konflikt med varandra i åtminstone ett avseende, nämligen om stödet till Nordbanken kan anses ha snedvridit konkurrensen på bankmarknaden. Sålunda framgår det tydligt från promemorior upprättade inom Nordbanken under våren 1992 att riktlinjerna för omstruktureringen av Nordbanken och avskiljandet av Securum drogs upp inom banken snarare än hos ägaren och att syftet var att bereda vägen för en långsiktigt konkurrenskraftig Nordbanken, uttryck för ett aktieägar- snarare än systemintresse. Betalningssystemet skulle förvisso ha kunnat klaras även om Nordbanken sålts ut omedelbart, som en enhet eller styckevis. Vi får anledning att diskutera konkurrensfrågorna i kapitel 4.

Ägandet av Nordbanken och Gota ställde staten inför ett antal frågor: Skulle de båda konkursmässiga bankerna drivas vidare eller likvideras? Hur mycket kapital skulle de tillföras? Hur skulle bankerna organiseras framgent? Hur skulle de ägas? Skulle de fortleva som separata banker eller slås samman? Hur skulle de nödlidande krediterna hanteras? Fokus för vår studie ligger på den sista frågan – hur problemkrediterna skulle hanteras – även om den inte helt

låter sig isoleras från de andra frågorna. Den kan i sin tur uppdelas i ett antal delfrågor:

- Hur skulle problemkrediterna hanteras organisatoriskt i förhållande till bankernas verksamhet i övrigt – inom ramen för existerande bankrörelse eller i ett särskilt avvecklingsbolag?
- Vilka mål skulle ges till den enhet som fick i uppgift att hantera de nödlidande krediterna? Hur skulle den styras?
- Vilka resurser, finansiella och personella, skulle den nya enheten ges?
- Hur skulle de nödlidande krediterna hanteras praktiskt?
- Hur och när skulle krediterna avvecklas?

Syftet med vår studie är dels att beskriva hur staten löste dessa problem, dels att diskutera dessa lösningar från samhällsekonomiska utgångspunkter. Först skall vi som bakgrund beskriva bankkrisens utveckling i allmänhet, i kapitel 1, och utvecklingen i Nordbanken och bildandet av Securum i synnerhet, i kapitel 2. Därefter ger vi i kapitel 3 två perspektiv på hur problemkrediter från krisbanker kan hanteras. Dels ger vi en översiktlig bild av hur motsvarande problem hanterats i andra länder, framför allt USA. Dels för vi en mer principiell diskussion om de mekanismer som har betydelse för om ett särskilt avvecklingsbolag eller någon annan organisatorisk form är lämplig. En viktig faktor i sammanhanget är de legala ramarna för verksamheten i form av rörelseregler för banker, kapitaltäckningskrav m.m. Dessa diskuteras tillsammans med vissa andra juridiska frågor i kapitel 4. I följande kapitel analyserar vi de olika faserna i Securums verksamhet. I kapitel 5 behandlas den inledande perioden när Securums tillgångar bestod av krediter som skulle gås igenom, avvecklas och omvandlas till tillgångar av olika slag. Kapitel 6 behandlar hur dessa tillgångar sköttes och utvecklades. Därefter kommer vi i kapitel 7 till hur tillgångarna avvecklades. Våra slutsatser sammanfattas så i kapitel 8.

1. Den svenska bankkrisen och krisen i Nordbanken¹

Securum startade sin verksamhet på nyåret 1993 med uppgift att städa undan resterna efter ett decenniums misslyckad kreditgivning. Det kan vara lätt att betrakta alla de nödlidande krediter som Securum fick ta hand om främst som resultat av inkompetens hos bankerna och deras personal. Men eftersom bankkriser med stora kreditförluster inträffade mer eller mindre samtidigt i ett stort antal länder under senare delen av 1980-talet och början av 1990-talet är det tydligt att en stor del av förklaringen finns i gemensamma yttre faktorer.

Man har kunnat räkna till åtminstone 30 olika bankkriser i vår omvärld efter 1980.² Kriserna skiljer sig naturligtvis åt i styrka och omfattning liksom i bakomliggande drivkrafter. Ändå finns det några faktorer som är gemensamma för flertalet kriser, både för sådana som inträffat i industriländer med välutvecklade finansiella marknader och sådana som förekommit i fattigare länder med mindre utvecklade marknader. Framför allt brukar två förklaringar framhållas: en misslyckad makroekonomisk politik och en snabb avveckling av tidigare regleringar på kreditmarknaden. Synbarligen passar båda dessa faktorer bra in på 1980-talets Sverige, även om det är omdebatterat hur skuldbördan skall fördelas.³

Syftet med detta kapitel är att teckna den svenska bankkrisens förlopp för att därigenom ge en bakgrund till Securums uppdrag. Ofta börjar historieskrivningen kring bankkrisen med avregleringen av kreditmarknaden 1985. Det är emellertid viktigt att inte se avregleringen som en isolerad händelse utan sammanhang med den ekonomiska miljö som den inträffade i. Vi börjar därför med att påminna oss några huvuddrag i den svenska ekonomin i början av 1980-talet.

1.1. *Utgångsläget*

Vid mitten av 1980-talet hade Sverige i minst ett årtionde haft högre inflation än många andra länder. Eftersom växelkursen periodvis låg fast tenderade prisnivån på svenska varor mätt i gemensam valuta att stiga. Denna underliggande tendens till en real appreciering av den svenska kronan tvingade fram en serie devalveringar, sex stycken efter 1973. Den senaste hade skett 1982 med så mycket som 16 procent och hade då givit Sverige en tillfälligt undervärderad valuta. Men den reala apprecieringen fortsatte, med 8 procent bara mellan 1982 och 1985.⁴ Naturligtvis ledde detta efter hand till förväntningar om nya devalveringar vilka återspeglades i höga räntenivåer. Under den andra halvan

av årtiondet låg den svenska (ettåriga) räntan konstant 1–2,5 procentenheter över det internationella genomsnittet. Under perioder med valutaspekulation, som 1985, steg ränteskillnaden till så mycket som 5–6 procentenheter.

Ränteläget påverkades också av de svaga statsfinanserna med ett underskott för den konsoliderade offentliga sektorn som växte till omkring 7 procent av BNP 1982. Underskottet minskade därefter successivt och vände till och med till små överskott under högkonjunkturåren 1987–1990. Men som den följande utvecklingen visade var den svenska staten fortfarande långt ifrån att ha en balanserad budget sett över en hel konjunkturcykel.

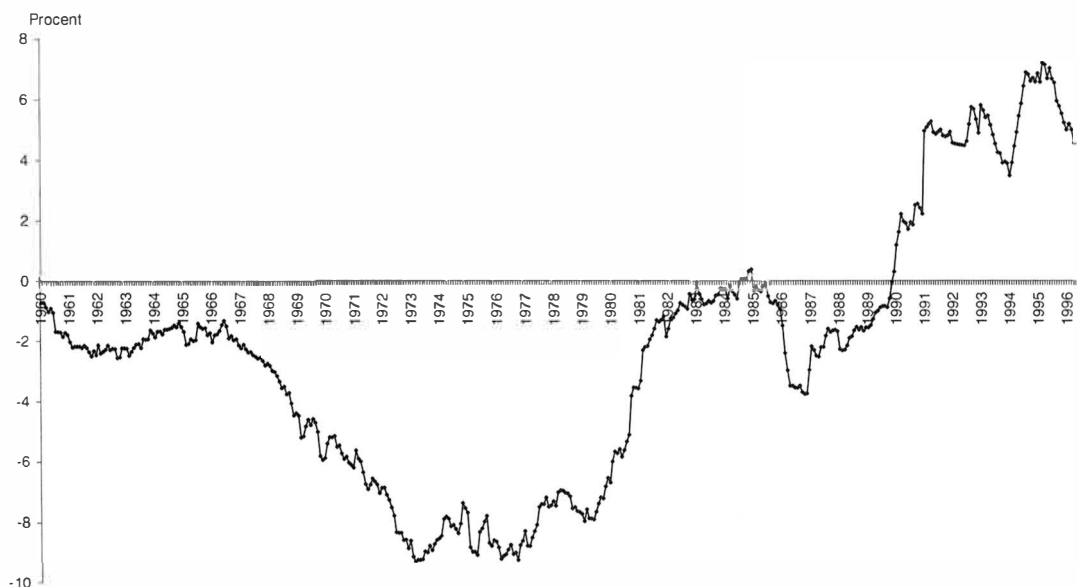
Den höga inflationen i kombination med ett nominellt skattesystem med full avdragsrätt för räntebetalningar ledde till att realräntorna efter skatt blev låga eller till och med negativa. *Figur 1.1* visar utvecklingen av den reala femårsräntan *ex post*.⁵ Vi ser att realräntan efter skatt var starkt negativ under hela 1970-talet, för att ligga nära noll efter 1980 och åter bli negativ efter 1985. Det är först i samband med krisen på tidigt 1990-tal som svenska hushåll fick uppleva positiva kostnader för lånade medel för första gången på tre årtionden. Det är naturligt att fråga sig hur en ekonomi kunde fungera med negativa lånekostnader under en så lång period. En del av svaret ligger utan tvivel i de då rådande kreditmarknadsregleringarna. När de avskaffades under 1980-talet uppstod en ny situation i ekonomin.

1.2. Avregleringen

Svenska banker och de svenska kreditmarknaderna i allmänhet förblev hårt reglerade långt efter andra världskriget; se t.ex. Hodgman (1976) för en dåtida internationell jämförelse och SOU 1982:52 för en närmare redogörelse för det svenska regelverket. Banker, försäkringsbolag och andra finansiella företag var underkastade *utlåningstak*, *placeringskrav* och *likviditetskvoter* som ålade dem att placera i obligationer emitterade av staten och av hypoteksinstitut.

Stora budgetunderskott och ambitiösa bostadsbyggnadsprogram ledde till en situation där bankerna tvingades hålla mer än 50 procent av sina tillgångar i obligationer. I kombination med utlåningstaket innebar detta att bankerna i praktiken omvandlades till förvaringsanstalter för illikvida stats- och bostadsobligationer. Härigenom beskars deras förmåga att fullgöra sin huvuduppgift att utvärdera och övervaka lån till konsumtion och investeringar. Det är visserligen sant att utlåningstaket i första hand gällde »lågprioriterad« utlåning, i praktiken hushållens konsumtionslån, men till följd av likviditetskvoterna begränsades även utlåningen till högre prioriterade ändamål. Vidare satte *ränteregleringen* ett tak för utlåningsräntorna, men inte direkt för inlåningsräntorna. Härigenom begränsades bankernas möjligheter att utnyttja den brist på krediter som lånetaken gav upphov till.

FIGUR 1.1. Realiserad realränta efter skatt på femåriga statsobligationer 1960–1996, procent.



NOT: Sifferserien avser genomsnittlig årsränta för en femårig statsobligation som hållits från angivet datum till förfall. Marginalskatten är satt till 50 procent fram till 1991 och till 30 procent därefter. Inflationen är mätt med förändringen i konsumentprisindex.
KÄLLA: Ecwin.

Styrningen av bankerna begränsade sig inte till de formella regleringarna. Riksbankens syn på hur bankerna borde bete sig meddelades också på veckomöten mellan riksbankschefen och representanter för affärsbankerna.⁶ Traditionellt var detta inte en miljö där bankerna expanderade utlåningen eller på annat sätt agerade i trots mot Riksbankens intentioner, vare sig dessa tog sig uttryck i formella restriktioner eller inte. Även i detta avseende började dock världen att förändras på 1980-talet. Det indirekta samförståndet mellan bankerna, med frivilliga överenskommelser ingångna på Riksbankens initiativ, började också brytas och ersättas av en miljö mer inriktad på konkurrens. Intressant nog tycks den statliga PKbanken ha gått i bräschen för denna utveckling. Exempelvis sade PKbanken upp en överenskommelse med Riksbanken om att inte lämna amorteringsfria lån, något som uppges ha bidragit till beslutet om att avveckla kreditregleringarna under hösten 1985.⁷

Regleringarna bidrog heller inte till att skapa en miljö där god analys av kreditrisker spelade någon större roll för bankernas framgång. Eftersom räntorna var reglerade var det ändå naturligt för bankerna att koncentrera kreditgiv-

ningen till de segment av marknaden där kreditrisken var särskilt låg. Under 1970-talet var bankernas årliga kreditförluster genomgående mindre än 1 promille av utlåningen.⁸ Under första delen av 1980-talet flerdubblades visserligen kreditförlusterna till ca 5 promille av utlåningen,⁹ men fortfarande var nivån så låg att kreditförluster endast hade marginell betydelse för bankernas lönsamhet.

Den snabba utvecklingen på penningmarknaden under början av 1980-talet gjorde bankerna mer medvetna om andra risker än kreditrisker, särskilt sådana som var förknippade med nya finansiella instrument som terminer och optioner. Ett tecken på den rådande synen på kreditrisker var den riskklassificering som gällde för kapitaltäckning, enligt vilken det krävdes 8 procent i kapitaltäckning för blancokrediter, 4 procent för lån mot säkerhet i aktier men endast 1 procent för inteckningslån i fastigheter (inom 75 procent av marknadsvärdet).¹⁰ Fastighetslån betraktades med andra ord som näst intill säkra. Detta avspeglade förvisso väl erfarenheten hos den då aktiva generationen av bankmän, men det stod i hjärt kontrast mot mönstren från tidigare perioder, t.ex. bankkrisen på 1920-talet. Denna brist på längre historiskt perspektiv gjorde bankerna illa förberedda för de nya förhållanden som de skulle möta några år senare.¹¹

Kreditregleringarna till trots var de svenska hushållen mera skuldsatta än hushållen i många andra länder.¹² Det har också varit svårt att belägga att kreditrestriktionerna skulle ha haft någon större återhållande effekt på de svenska hushållens konsumtion. En vanlig ansats till att studera denna fråga utgår från att hushållen strävar efter att anpassa konsumtionen efter sina permanenta inkomster. I så fall borde ett års tillfälligt ökade eller minskade inkomster få liten eller ingen effekt på konsumtionen under samma år för ett hushåll som har tillgång till kreditmarknaden. Om hushållens konsumtion däremot begränsas av finansiella restriktioner borde ett års oväntat ökade inkomster gå i stort sett oavkortade till ökad konsumtion. Enligt ett antal studier tycks den andel av tillfälliga inkomstökningar som går till konsumtion ha varit mindre i Sverige än i flertalet andra OECD-länder redan under 1970- och 1980-talen.¹³ Andelen svenska hushåll vars konsumtion begränsades av finansiella restriktioner tycks alltså redan på 1970-talet ha varit litet.

Att kreditrestriktionerna sannolikt hade begränsad betydelse för hushållens konsumtion beror delvis på de system för bostadsfinansiering och lån till universitetsstudier som gav studenter och husköpare tillgång till fördelaktiga lån utan särskild kreditvärdering.¹⁴ Föga överraskande hade bankerna också funnit vägar att kringgå regleringarna genom att på olika sätt lägga utlåning utanför den egna balansräkningen, t.ex. genom att fungera som mäklare av notariatslån mellan långivare och låntagare eller genom att tillfälligt sälja av delar av kreditportföljen omkring de tidpunkter när uppfyllelsen av lånetaken kontrol-

lerades.¹⁵ På bostadsmarknaden var också direkta lån från säljare till köpare vanliga.

Den växande insikten om regleringarnas bristande verkan bidrog till att tiden i början av 1980-talet var mogen för en avreglering. Det nya läget med aktiva finansmarknader bidrog också till att minska regleringarnas effekt ytterligare. Detta framhävdes särskilt i det officiella uttalande från Riksbanken som annonserade avregleringen, där det sades att »de åsyftade åtstramningseffekterna på kreditmarknaden uppnås inte, samtidigt som snedvridande effekter på kreditmarknadsstrukturen uppstår vid långvarig användning av utlåningsreglering.«¹⁶ Ett tidigt steg mot en avreglering var avskaffandet av likviditetskvoter för banker 1983. Räntetaken togs bort på våren 1985 och slutligen försvann utlåningstaken för banker och placeringskraven för försäkringsbolag i november 1985.

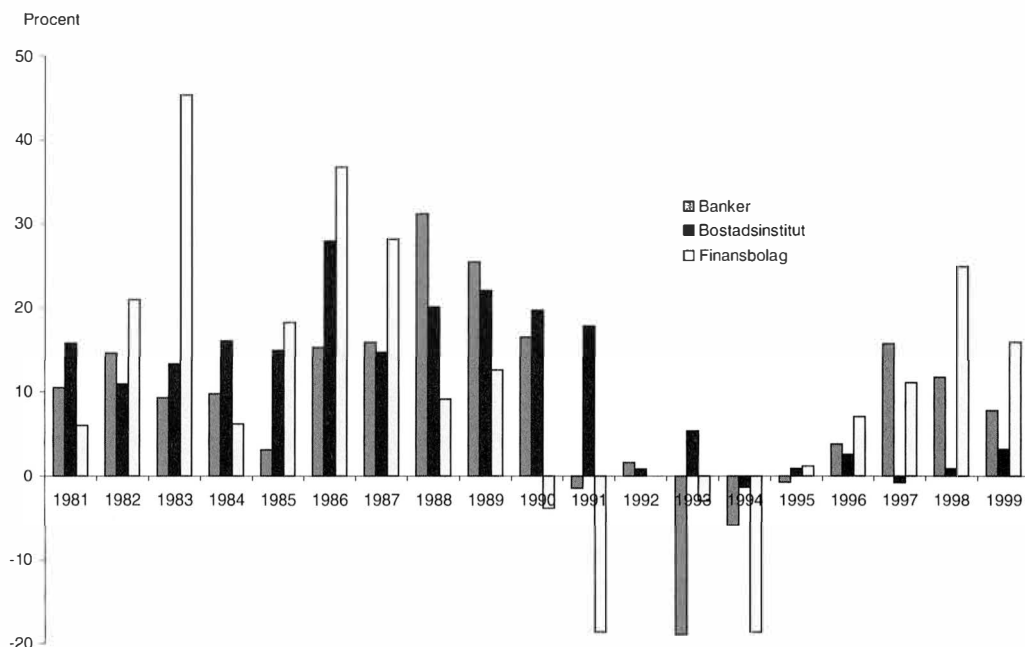
Den huvudsakliga drivkraften bakom avregleringen var troligen den snabba utvecklingen av finansmarknaderna, t.ex. framväxten av en aktiv penningmarknad i bankcertifikat, statsskuldväxlar och interbanklån i början av 1980-talet, en utveckling som stimulerades av de stigande budgetunderskotten som finansierades på den inhemska marknaden. Avregleringen var dock inte fullständig, eftersom internationella transaktioner fortfarande delvis var reglerade. I synnerhet svenska medborgares portföljinvesteringar i utländsk valuta och utlänningars investeringar i inhemska värdepapper var reglerade, ända tills valutaregleringen avskaffades 1989.

Riksbanken insåg att avregleringen skulle stimulera bankutlåningen och öka konkurrensen på kreditmarknaderna. För att motverka effekterna av ökade lånemöjligheter höjdes de icke räntebärande kassakraven för bankerna från 1 till 3 procent. Men penning- och finanspolitiken ändrade i övrigt inte inriktning som resultat av avregleringen. Banker, hypoteksinstitut, finansbolag och övriga aktörer på finansmarknaderna trädde nu in i en ny värld, där de var fria att konkurrera på den inhemska kreditmarknaden.

1.3. *Kreditexpansion 1986–1990*

Effekterna av avregleringen på kreditströmmarna visade sig omedelbart. Ökningstakten i nyutlåningen från finansinstitut, som varierat mellan 9 och 14 procent per år under den första halvan av 1980-talet, ökade till 23 procent 1986. Över femårsperioden 1985–1990 ökade utlåningen med 153 procent (85 procent i reala termer)¹⁷, mycket snabbare än någonsin tidigare under efterkrigstiden. Avregleringen öppnade också nya möjligheter till konkurrens om marknadsandelar. Omedelbart efter avregleringen ökade utlåningen från finansbolag snabbast, men efter någon tid stagnerade de till förmån för banker och bostadsinstitut, som mest direkt hade påverkats av regleringarna; se *figur 1.2*.

FIGUR 1.2. Utlåning till allmänheten, procentuell ökning för olika grupper av finansinstitut 1981–1999.



NOT: Siffrorna för 1981 avser ökningen mellan 1980 och 1981 i procent av utlåningen 1980 osv.

KÄLLA: Sveriges riksbank, Statistisk Årsbok, olika årgångar.

Hur utlåningen utvecklades inom enskilda banker framgår av *figur 1.3*. Under åren närmast efter avregleringen fanns en viss tendens till att de banker som hade den svagaste ställningen på företagsmarknaden expanderade snabbast, dvs. de banker som senare kom att bilda Gota Bank och Nordbanken samt många sparbanker. Efter hand expanderade dock S-E-Banken och Handelsbanken allt snabbare, sannolikt delvis som ett resultat av att övriga banker sökte dra ned på expansionen när problem med kreditförluster började visa sig.¹⁸ Sett över den längre perioden fram till dess att bankkrisen bröt ut är det mest påfallande att Nordbankens utlåning ökat långsammare än utlåningen i övriga banker, delvis eftersom problemen med kreditförluster blev synliga tidigare i Nordbanken än i flertalet andra banker.¹⁹

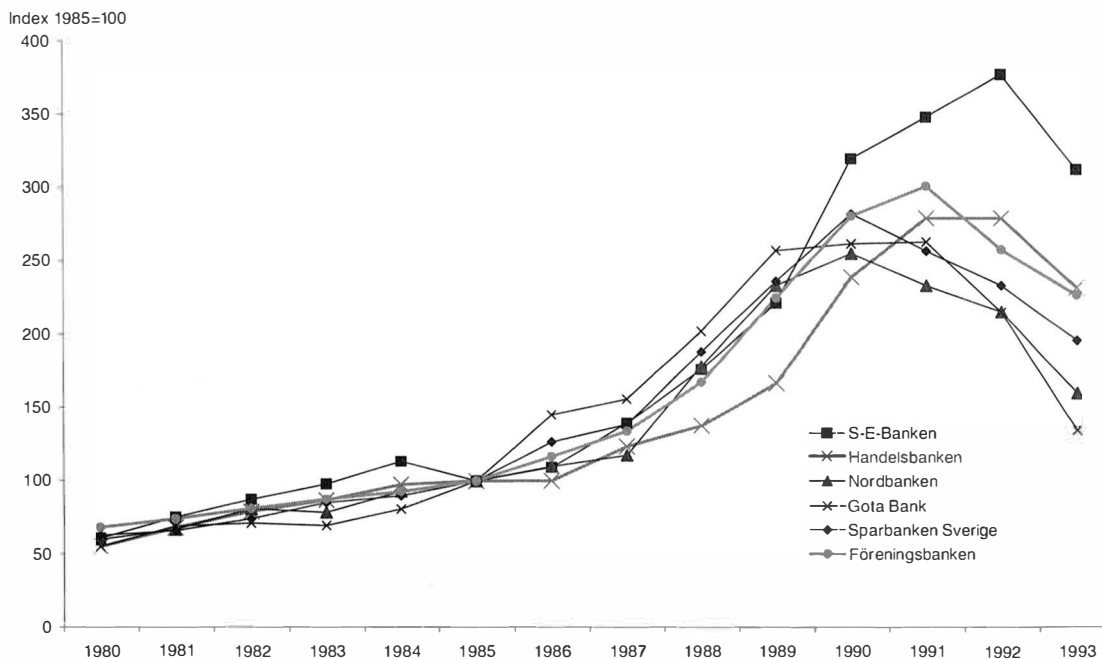
Den andra sidan av bankernas snabba expansion var att finansbolagen och försäkringsbolagen, som tidigare dragit nytta av att regleringarna gett dem fler frihetsgrader än vad bankerna haft, efter hand förlorade marknadsandelar i snabb takt. De flesta finansbolag hade expanderat från ursprungliga verksam-

heter som leasing, factoring och kortkrediter till att också ägna sig åt direkt utlåning. De bankägda finansbolagen hade blivit naturliga kanaler för sådan utlåning som bankerna själva hade svårt att lämna, samtidigt som konkurrensen från de oberoende finansbolagen blev alltmer kännbar.

När nu bankerna efter avregleringen kunde expandera på de områden som tidigare varit finansbolagens domäner, blev dessa tvingade att antingen dra ned på verksamheten eller söka sig till nya, ofta mera riskfyllda segment av marknaden. Eftersom finansbolagen inte fick ta emot inlåning och inte heller kunde emittera obligationer finansierades de delvis genom direkt upplåning i bankerna och delvis genom att ge ut s.k. *marknadsbevis*. Nya emissioner av marknadsbevis garanterades vanligen av bankerna. På detta sätt blev bankerna indirekt exponerade för den ytterligare kreditrisk som låg i finansbolagens utlåning.

Med den påföljande krisens facit i hand är det uppenbart att kreditinstituten under dessa år tog större risker än tidigare. Ett enkelt mått på det ökade risk-

FIGUR 1.3. Utlåning till allmänheten, olika banker 1980–1993, index 1985 = 100.



NOT: Siffrorna inkluderar de banker som efter fusion ingick i respektive bankgrupp 1993.

KÄLLA: Wallander (1994), tabell A.1.

tagandet är den högsta belåningsgraden för inteckningslån till egna hem. Den hölls visserligen konstant på 75 procent de första tre åren efter avregleringen,²⁰ något som kan tyda på en viss tröghet i anpassningen till det nya läget. Trögheten kan förklaras av den uppdämda kreditefterfrågan 1985, som gav föga anledning för bankerna att aktivt konkurrera om nytulning, när administrativa och andra faktorer satte gränser för en ännu snabbare låneexpansion. 1988, när explosionen i tillgångspriser redan var på god väg, höjdes den maximala belåningsgraden till 90 procent. I början av 1991, när krisen började bli synlig, reducerades den åter till 75 procent för att 1992 sänkas ytterligare till 60 procent för bostadsrätter. I vilken utsträckning det ökade risktagandet under slutet av 1980-talet var resultatet av medvetna beslut och sågs som ett sätt att konkurrera om marknadsandelar är en öppen fråga. Att så skulle ha varit fallet har dock förnekats av många av aktörerna (t.ex. Pettersson, 1993), bl.a. med argumentet att man helt enkelt var omedveten om att man tog större risker.

Sveriges makroekonomiska problem fortsatte att återspeglas i det faktum att de inhemska räntorna konsekvent låg över räntorna i omvärlden. Denna tendens förstärktes av att regeringen valt att inte låna utomlands för att finansiera budgetunderskotten, vilket betydde att räntorna måste hållas på en nivå som var tillräckligt hög för att göra privat upplåning i utländsk valuta attraktiv. Valutalånen förmedlades vanligen av svenska affärsbanker. Andelen lån i utländsk valuta ökade från 27,0 procent av den totala bankutlåningen 1985 till 47,5 procent 1990.²¹ Det är oklart i vilken utsträckning låntagarna kurssäkrade sig genom terminskontrakt,²² men det råder ingen tvekan om att den privata sektorn tog avsevärda positioner i utländsk valuta, positioner som till en början inte uppfattades som riskfyllda, trots att de belönades med en avsevärd räntepremie.

Vart gick den ökade utlåningen? Sett över femårsperioden 1985–1990 ökade utlåningen till företagen väsentligt snabbare än utlåningen till hushållen, med 129 jämfört med 86 procent.²³ Tidsprofilerna är emellertid väsentligt olika. Hushållsutlåningen ökade kraftigt omedelbart efter avregleringen, medan däremot utlåningen till företagssektorn sköt fart först efter 2–3 år. Den ökade *hushållsupplåningen* åtföljdes av en snabb ökning av konsumtionen, med mer än 4 procent per år under 1986 och 1987. Det ligger nära till hands att se ett kausalsamband här, men tillgängliga studier ger föga stöd för en sådan tanke,²⁴ något som också är i linje med ovan omnämnda undersökningar som tyder på att de avskaffade regleringarna haft ingen eller liten effekt på konsumtionen. Avregleringen tycks alltså ha haft en betydande inverkan på hushållsupplåningen, men utan att detta i någon större utsträckning påverkade konsumtionen.

Utlåningen till *företagssektorn* växte sakta 1986–1987, vilket är i överensstämmelse med de stagnerande investeringarna under dessa år, medan den exploderade 1988–1990. Mätt över hela femårsperioden ökade kvoten mellan

skulder och bruttotillgångar i företagssektorn dock endast måttligt, från 65,5 till 68,2 procent.²⁵ Man kan föreställa sig att avregleringen skulle ha haft störst inverkan på de mindre företagen men det finns ingenting i data som stödjer detta. Tvärtom *föll* kvoten mellan skulder och tillgångar i företag med mindre än 20 anställda från 74,6 procent 1985 till 72,3 procent 1990. En studie av Hansen och Lindberg (1997) finner heller inga tecken på förändringar i företagens investeringsmönster efter 1985.

Sammanfattningsvis framstår alltså avregleringen inte som någon så dramatisk händelse som den ofta utmålas, trots att den förvisso bidrog till en snabb kreditexpansion. Dess *direkta* effekt på konsumtion och investeringar synes ha varit begränsad. Det råder dock ingen tvekan om att de finansiella flödena påverkades väsentligt. Lånen kanaliserades i ökande utsträckning via finansiella företag såsom banker och hypoteksinstitut snarare än direkt mellan företag (t.ex. i form av handelskrediter) eller mellan hushåll (t.ex. som säljarreverser vid bostadsköp). Lånen användes också i ökande grad för högbelånade finansiella investeringar,²⁶ något som kan ha bidragit till att driva upp tillgångspriserna. Härigenom fick avregleringen *indirekta* effekter på konsumtion och investeringar.

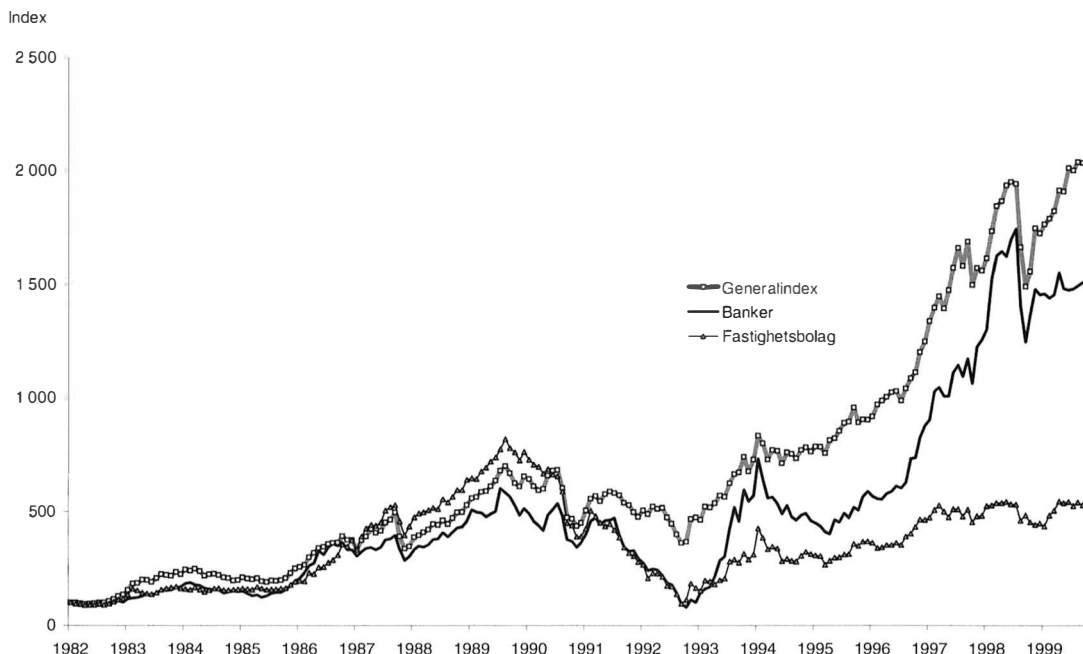
1.4. Effekterna på tillgångsmarknaderna

Även om regleringarna inte höll tillbaka konsumtion och investeringar i början av 1980-talet, så begränsade de förvisso portföljvalsmöjligheterna. Inte minst satte de gränser för annars lönsamma skattearbitragetransaktioner. Den svenska kapitalbeskattningen var fortfarande starkt asymmetrisk med ränteutgifterna fullt avdragsgilla samtidigt som olika typer av kapitalinkomster beskattades med mycket lägre effektiva skattesatser. Detta erbjöd rika möjligheter till olika former av skattedrivna transaktioner. Vissa var mycket enkla konstruktioner som att låna för att investera i skattebefriade instrument, ofta tillhandahållna av staten såsom premieobligationer och allemansfonder. Andra var mera sofistikerat upplagda, som t.ex. den typ av leasingarrangemang som analyseras av Angelin och Jennergren (1998).

Skattearbitrage underlättat av avregleringen, t.ex. skuldfinansierat sparande i allemansfonder, spelade antagligen en viss roll för den starka uppgången på *aktiemarknaden*. Från *figur 1.4* ser vi att Affärsvärldens generalindex ökade snabbt efter avregleringen, med 118 procent mellan 1985 och 1988. Under samma tid ökade hushållens finansiella tillgångar i värde från 82 till 102 procent av BNP. Dessa siffror framstår emellertid snarast som en mindre acceleration i förhållande till en långsiktig trend. Under de tre föregående åren, 1982–1985, hade aktieindex stigit med nästan lika mycket (97 procent) och de finansiella tillgångarnas andel av BNP hade ökat från 76 till 82 procent.

Det hävdas ofta att avregleringen initierade en bubbla i olika tillgångspriser.

FIGUR 1.4. Aktieindex 1982–1999, index januari 1982 = 100.



KÄLLA: Ecwin.

De starkaste tecknen på att så kan ha varit fallet härrör från marknaden för *kommersiella fastigheter*. Bakgrunden till fastighetskrisen är väl dokumenterad på annat håll²⁷, och bilden av hur en snabb prisstegring under 1980-talet byttes i dramatiska prisfall under 1991 och 1992 är väl etablerad. Det framgår av *figur 1.5* som visar en sifferserie över prisutvecklingen för kontorsfastigheter med bästa läge i Stockholm.²⁸

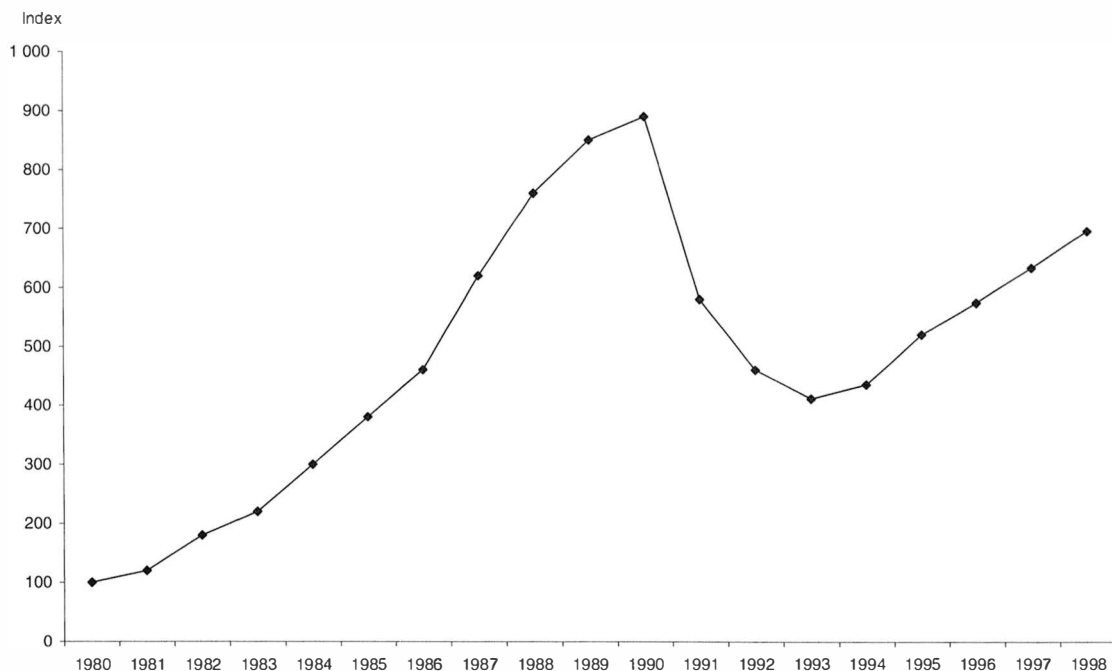
Notera dock att priserna steg mycket snabbare före avregleringen än efter. Ökningen var 275 procent mellan 1980 och 1985 jämfört med 140 procent mellan 1985 och 1990. Den senare siffran skiljer sig endast marginellt från det europeiska genomsnittet under samma period.²⁹ Prisökningen under första hälften av 1980-talet, vilken står i stark kontrast till de stagnerande priserna på egna hem under samma tidsperiod, kan delvis förklaras med stigande hyror (+150 procent mellan 1980 och 1985), troligen i huvudsak en fördröjd effekt av avregleringen av kommersiella hyror under 1970-talet. Delvis kan den också ses som en anpassning till allmänt stigande priser. Flera år med tvåsiffrig inflation började påverka förväntningarna om kapitalvinster och byggas in i prisbildningen på fastigheter.

Frågan är nu i vilken utsträckning den fortsatt explosiva utvecklingen av fas-

tighetspriserna efter 1985 återspeglar fundamenta, eller om den utgjorde en bubbla driven av lättillgängliga lån och dåligt riskmedvetande. Låt oss identifiera fundamenta med hyresintäkter, netto efter avskrivningar och driftskostnader, och anta att fastigheter kan värderas som eviga obligationer. Det är då naturligt att fokusera på direktavkastningen (nettohyra/pris). Den föll kraftigt under 1980-talet, från 10 procent 1980 till 7 procent 1985 och till 4 procent 1990.³⁰ På en marknad i jämvikt med konstant tillväxt (och inga prisbubblor) borde direktavkastningen vara lika med diskonteringsräntan minus tillväxttakten i hyresintäkterna. Den dramatiska minskningen i direktavkastning måste i så fall kunna tillskrivas förändringar i endera av fyra faktorer: den reala riskfria räntan efter skatt, riskpremien, den förväntade hyrestillväxten eller lånerestriktioner.

Om man jämför början och slutet av 1980-talet är det svårt att se att de första tre av dessa faktorer skulle kunna svara för den observerade minskningen i direktavkastning med sex procentenheter. Som framgår av *figur 1.1* var real-

FIGUR 1.5. Prisindex för kontorsfastigheter i Stockholms innerstad 1980–1999, index 1980 = 100.



KÄLLA: Jaffee (1994), figur 5.4, och Catella Property Management.

räntan, beräknad *ex post*, ungefär densamma vid ingången som utgången av decenniet. Den ökade under den första hälften av årtiondet och minskade därefter. Vidare förtjänade fastighetsinvesteringar knappast att bedömas som mindre riskfyllda 1990 än ett decennium tidigare – med facit i hand visade det sig ju vara tvärt om. Slutligen kan accelererande inkomstillväxt efter 1985, i synnerhet i Stockholmsregionen, visserligen ha bidragit till en ökning i den förväntade långsiktiga hyrestillväxten men rimligen inte så mycket som förändringen i direktavkastning.

Slutsatsen blir alltså att skillnaden i avkastningsnivå bör ses som effekter av lånerestriktioner och/eller obalanser. Den höga direktavkastningen 1980 var sannolikt delvis förklarad av lånebegränsningar och låsningar på hyresmarknaden, medan den låga avkastningen 1990 reflekterar överdrivet uppdrivna priser, en »bubbla« underblåst av lättillgänglig finansiering.

För *egna hem* visar prisutvecklingen, till skillnad från för kommersiella fastigheter, ett tydligt brott i mitten av 1980-talet, när fem år av stagnerande nominella priser (40 procent ned i reala termer) byttes mot en ökning på 99 procent från 1985 till toppåret 1991.³¹ Här är dataläget mycket bättre³² än för kommersiella fastigheter, och det går att dra ganska säkra slutsatser från ekonometriska studier.

Enligt en studie av Hort (1998)³³ förklaras prisutvecklingen i de 20 största storstadsregionerna väl av tre fundamentala variabler: realinkomst, realränta efter skatt och byggkostnader. Hon finner också en stark positiv seriekorrelation i prisförändringarna med en tendens för priserna att överreagera på störningar i de fundamentala variablerna. Den kraftiga prisuppgången efter avregleringen fångas upp väl av modellen, som inte visar några tecken på ändrade mönster efter 1985. Däremot har modellen vissa svårigheter att fånga upp priset efter 1990. En möjlig tolkning är att den ökade skuldsättning som byggdes upp gradvis under slutet av 1980-talet gjorde bostadsefterfrågan mer känslig för störningar än tidigare och därmed bidrog till att göra nedgången på 1990-talet särskilt djup.³⁴

Sammanfattningsvis är vår tolkning att avregleringen inte var den utlösande faktorn till den kraftiga prisuppgången på fastigheter och andra tillgångar. Utlösande var snarare ett antal andra chocker under senare delen av 1980-talet som primärt påverkade fundamentala variabler – en expansiv makropolitik med ökande inflation och fallande realräntor efter skatt. Men när priserna väl hade börjat accelerera av dessa skäl, förstärktes utvecklingen av de nya lånemöjligheterna och av den ibland lättsinniga riskbedömningen i finansinstituten. Både bristen på erfarenhet vad gäller de nya yttre förutsättningarna och den konkurrens mellan kreditinstituten som avregleringen öppnade för spelade viktiga roller i denna process. Krisen som skulle följa kan ses som det logiska nästa steget i den kredit- och tillgångspriscykel som inleddes under andra

hälften av 1980-talet. Den påverkades förvisso mycket starkt av nya chocker som inträffade kring decennieskiftet, men den förstärktes samtidigt av hög belåning och uppblåsta tillgångspriser.

1.5. Krisens början

Fram till slutet av 1989 fanns det inga lätt synliga tecken på att en finanskris var på väg. Däremot fanns det en allmän insikt om att ekonomin var överhettad. Den öppna arbetslösheten nådde 1989 sin lägsta nivå någonsin med 1,4 procent och priserna fortsatte att stiga snabbare i Sverige än i omvärlden med resultat att den reala växelkursen hade apprecierat med 15 procent sedan devalveringen 1982. Ändå fanns det föga parlamentariskt stöd för en åtstramande finanspolitik, och penningpolitiken var uppbunden av en fast växelkurs som alltmer kom att brista i trovärdighet. Bortsett från några enstaka episoder med höga räntor i syfte att försvara växelkursen fanns det heller inget på finansmarknaderna som gav antydningar om en annalkande kris. Kurserna på aktiemarknaden fortsatte att stiga och nådde sin toppnivå i augusti 1989, 42 procent över nivån i början av året. Delindex för både banker och fastighetsbolag hade likartad utveckling.

Som en följd av fastighetsprisernas kraftiga uppgång blev det mer lönsamt att bygga, och fastighetsinvesteringarna fördubblades nästan. På toppen av högkonjunkturen 1988–1990 låg investeringarna i fastigheter (exklusive bostäder) 88 procent över nivån från åren närmast före avregleringen, 1983–1985.

Under hösten 1989 såg man de första tecknen på att den kommersiella fastighetsmarknaden hade nått sin topp och det kom rapporter om svårigheter att finna hyresgäster vid de rådande hyresnivåerna. Aktiemarknaden reagerade snabbt och från toppnivån den 16 augusti 1989 föll bygg- och fastighetsindex med 25 procent på ett år jämfört med 11 procent för generalindex. Vid slutet av 1990 hade fastighetsindex fallit från toppnivån med 52 procent (mot 37 procent för generalindex).

Raset i aktiekurser visade sig vara en god spådom om en annalkande kris på fastighetsmarknaden. I centrala Stockholm föll priserna på kommersiella fastigheter med 35 procent mellan 1990 och 1991 och med ytterligare 15 procent följande år. Nu började man också se indikationer på potentiella kreditförluster hos finansbolagen men ingenting tydde på en djupgående finansiell kris. Kurserna på bankaktier föll bara obetydligt mer än aktiekurserna generellt, en minskning på 41 procent från toppnivån till slutet av 1990.

Samtidigt utsattes den svenska ekonomin för kraftigt stigande räntor. Vi kan se från *figur 1.1* att den realiserade realräntan efter skatt steg från –1 procent i mitten av 1989 till +5 procent under 1991. Detta berodde på åtminstone tre olika faktorer. För det första steg de internationella räntorna i samband med Tysklands återförening. För det andra började inriktningen på den inhemska

makropolitiken att ändras. I februari 1990 avgick finansministern på grund av bristande stöd inom regeringen för en mera restriktiv finanspolitik. Detta för-
anledde Riksbanken att höja räntan och det blev efterhand klart att den makro-
ekonomiska prioriteringen höll på att ändras för att fokusera mera på inflatio-
nen än tidigare. För det tredje reducerades marginalskatten på kapitalinkoms-
ter och ränteavdrag från 50 procent för de flesta skattebetalare till 30 procent
för alla i samband med den skattereform som trädde i kraft 1991.

Den sektor av finansmarknaden där den kommande krisen först blev synlig
var finansbolagen. Ofta dateras krisens starttidpunkt till den 24 september
1990 då finansbolaget Nyckeln med stark exponering på fastighetssidan fann
sig oförmöget att refinansiera sina marknadsbevis. Man kan dock peka på ett
antal händelser tidigare under 1990 som borde ha fungerat som varnings-
klockor. Bland annat rapporterades stora kreditförluster i ett par andra finans-
bolag, Infina och Obligentia, redan under våren 1990. Dessa gick dock gans-
ka obemärkt förbi utan synbara effekter på aktiemarknadens värdering av öv-
riga finansbolag eller banker.³⁵

Man kan säga att den omedelbara orsaken till Nyckelns fall motsvarade ett
slags uttagsanstormning (*bank run*) av det slag som ett oreglerat banksystem
brukar anses vara känsligt för. I stället för att rusa till banken och ta ut sina in-
satta medel vägrade innehavarna av Nyckelns marknadsbevis att förnya sin fi-
nansiering så som de annars rutinmässigt skulle ha gjort. Krisen spred sig till
hela marknaden för marknadsbevis, som torkade upp på ett par dagar. Finans-
bolagen blev hänvisade till banklån. Krisen fortplantade sig också till övriga de-
lar av penningmarknaden, bl.a. med kraftigt stigande marginaler mellan stats-
skuldväxlar och bank- och företagscertifikat. Under de följande månaderna
gick också ytterligare ett antal finansbolag i konkurs.³⁶

Intressant nog tycks finansbolagskrisen först ha uppfattats som förorsakad av
brister i penningmarknadens sätt att fungera snarare än i kreditvärdigheten hos
de drabbade instituten. På bankmötet den 24 oktober 1990, precis en månad
efter det att krisen brutit ut, anförde således bankinspektionens chef Anders Sah-
lén att de drabbade finansbolagen – Nyckeln, Gamlestaden, Independent – »är
mycket solida. De har betydande kreditportföljer av god standard ... det är grädl-
dan som råkat ut för problemen.»³⁷ Med facit i hand vet vi att så inte var fallet.

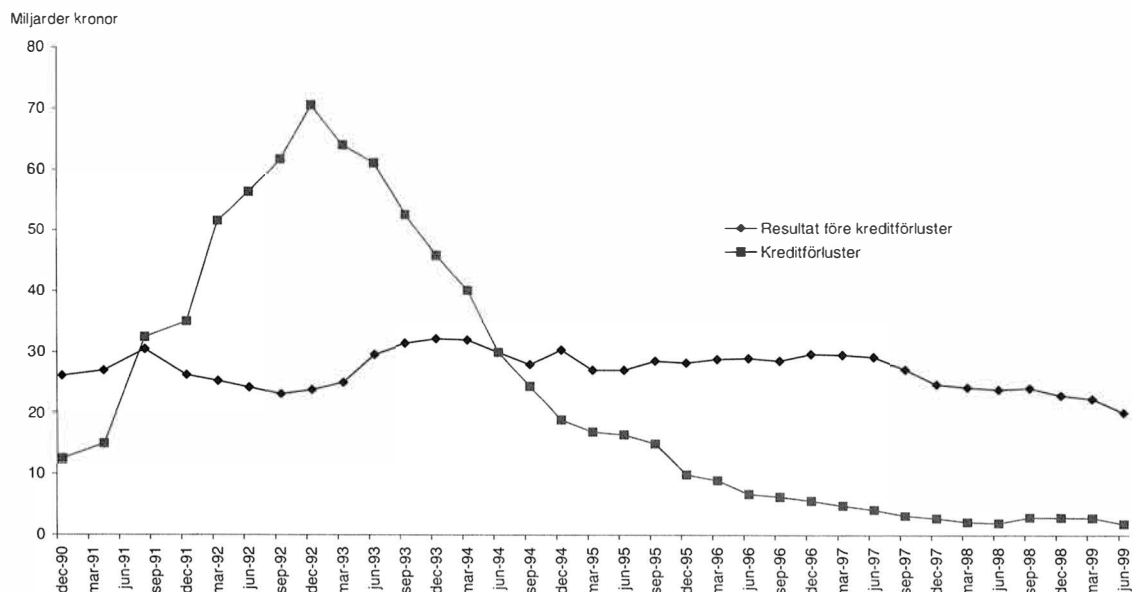
Bankerna var konkurrenter till finansbolagen. Men de gjorde även affärer
med dem, genom att låna ut pengar och garantera deras marknadsbevispro-
gram, något som kortsiktigt varit lönsamt för bankerna men som nu visade sig
vara förknippat med stora risker. I december 1990 gick 5 procent av all bank-
utlåning till finansbolagen jämfört med 1 procent i december 1983. På grund
av den starka konkurrensen mellan bankerna och finansbolagen om samma
kunder hade bankerna mycket ofullständig information om finansbolagens
kreditportföljer. Senare skulle bankerna i många fall finna lånekunder, vars

låneansökningar de själva tidigare avslagit, nu dyka upp som förlustengagemang i de fallerade finansbolagens portföljer. I sinom tid hamnade en god del av dessa krediter i Securums böcker.

Krisen spred sig nu snabbt till bankerna. Nordbanken var, tillsammans med Första Sparbanken, tidigt ute att rapportera kreditförluster. I augusti 1990, alltså en månad innan Nyckeln ställde in betalningarna, tillkännagav Nordbanken kreditförluster på 1,7 miljarder kronor. Detta resulterade i omorganisation och ledningsförändringar inom Nordbanken, men tolkades inte som tecken på en kris med större räckvidd. Vid slutet av 1990 hade de samlade redovisade kreditförlusterna i banksystemet stigit till ungefär 1 procent av utlåningen, 2–3 gånger så mycket som under tidigare år. *Figur 1.6* redovisar årsvisa glidande medeltal över bankernas samlade redovisade kreditförluster.³⁸

Vid slutet av 1991 var förlusterna uppe i 3,5 procent av utlåningen och vid krisens kulmen under fjärde kvartalet 1992 i 7,5 procent av utlåningen, ungefär dubbelt så mycket som rörelsevinster i banksektorn. I dessa siffror ingår såväl konstaterade förluster som reserveringar för förväntade framtida förluster. Eftersom dessa reserveringar berodde på osäkra framtidsbedömningar och dessutom kan ha påverkats av andra överväganden än strävan att göra bäs-

FIGUR 1.6. Affärsbankernas kreditförluster och resultat före kreditförluster 1990–1999, årsvisa glidande medeltal, miljarder kronor, 1991 års priser.



KÄLLA: Sveriges riksbank.

ta möjliga prognos för framtiden, skall den exakta tidsprofilen för kreditförlusterna tas med en nypa salt.³⁹ Över perioden 1990–1993 uppgick de ackumulerade förlusterna totalt till nära 17 procent av 1990 års utlåning. Utsträcks perspektivet till perioden 1990–1996 när inslaget av reserveringar för nya förväntade förluster åter var litet kan facit av bankkrisen skrivas som förluster på 20 procent av 1990 års utlåning.

Krisen drabbade olika banker med olika kraft. *Tabellerna A. 1 och A. 2* i appendix summerar erfarenheterna från de sex större bankgrupperna. De illustrerar två faktorer som belyser krisens orsaker – den snabba expansionen under 1980-talet och koncentrationen av utlåningen till fastighetssektorn. Handelsbanken, den enda bank som skulle gå igenom krisen utan att behöva statligt stöd,⁴⁰ hade den lägsta expansionstakten åren efter 1985 och den lägsta andelen fastighetslån, medan Gota med de klart största förlusterna ligger på den andra änden av skalan.⁴¹ Den fastighetsrelaterade utlåningen⁴² stod för mellan 40 och 50 procent av alla förluster, men bara 10–15 procent av all utlåning.

De första tecknen på att förlusterna orsakade solvensproblem hos bankerna kom hösten 1991, när det blev klart att två av de sex största bankerna, Första Sparbanken och Nordbanken, behövde nytt kapital för att klara sin kapitaltäckning. Som största ägare sköt staten till nytt aktiekapital i Nordbanken. Den utfärdade också en garanti till ägarna av Första Sparbanken – en stiftelse – för ett lån som gjorde det möjligt för banken att uppfylla sina kapitaltäckningskrav.

Problemen återkom för dessa två banker under våren 1992, vilket ledde till att staten utfärdade en ny garanti avseende Första Sparbanken. Samtidigt omvandlades den tidigare garantin till ett subventionerat lån vars kostnad senare beräknats till 1,3 miljarder kronor.⁴³ Under våren dök också problem upp i Gota Bank. I april satte bankens privata ägare in nytt kapital men det räckte bara några månader och den 9 september 1992 ställde Gota AB, moderbolag till Gota Bank, in betalningarna. Nu var bankkrisen akut.

1.6. *Krisen i Nordbanken*

Eftersom Securum bildades för att hantera Nordbankens problemkrediter finns det skäl att fråga sig varför just den banken drabbades särskilt hårt och särskilt tidigt av krisen. Den frågan besvaras bäst mot bakgrund av Nordbankens historia. Då är det naturligt att gå ända tillbaka till 1920-talet, eftersom Nordbanken faktiskt har ena benet av sin historia nära sammankopplat med det decenniets bankkris. Genom de interventioner som då gjordes blev staten för första gången ägare i två tidigare privata affärsbanker i Sverige, nämligen Göteborgs Handelsbank och Jordbrukarbanken. Dessa kom sedermera att utgöra grunden till den första statliga affärsbanken, Sveriges Kreditbank, som bildades år 1951.

Nästa större steg i utvecklingen togs 1974 när PKbanken bildades genom en fusion av Kreditbanken med den likaledes helstatliga Postbanken. PKbanken, som nu blev Sveriges största affärsbank, sågs från statligt håll som ett försök att motverka de koncentrationstendenser bland de privatägda bankerna som förstärkts efter det att Skandinaviska Banken och Stockholms Enskilda Bank 1972 slagits samman till S-E-Banken.

1984 tog PKbanken in privata ägare genom en nyemission, där allmänheten fick teckna sig för 15 procent av aktiekapitalet. Strax därefter introducerades banken på Stockholms fondbörs. Detta blev inledningen till en snabb expansion. Under 1988 och 1989 förvärvades både Carnegie Fondkommission och den statligt ägda Sveriges Investeringsbank. Genom köpet av Carnegie fick banken en ny stor delägar i form av Nobel Industrier med 13 procent av aktiekapitalet. Statens ägande hade nu minskat till ca 71 procent. Nästa större affär gjordes 1989, när Nordbanken köptes genom en kontantaffär. Nordbanken, som bildats några år tidigare genom en sammanslagning av Sundsvallsbanken och Uplandsbanken, hade gått igenom en period av snabb expansion och samtidigt under flera år i rad intagit positionen som Sveriges lönsammaste affärsbank. Den sammanslagna banken antog nu namnet Nordbanken.

Samgåendet med »gamla« Nordbanken har ofta framhållits som en startpunkt för Nordbankens växande svårigheter.⁴⁴ Banken förde nämligen med sig en hel del krediter som nu kom att skapa problem. De ovan nämnda kreditförlusterna på 1,7 miljarder kronor, som rapporterades året efter samgåendet, härrörde huvudsakligen från gamla Nordbanken. Förlusterna föranledde den statlige ägaren att göra en omfattande genomgång av banken. Den medförde att bankens koncernchef fick avgå samtidigt som styrelseledamöterna ställde sina platser till förfogande. Den nya ledningen, vilken utsågs i januari 1991, slog fast en ny strategi som gick ut på att prioritera resultattillväxt framför volymtillväxt. Processen för att bedöma och följa upp krediter stramades åt. Vidare gjordes en genomgripande förändring av bankens organisation, och ett program för personalminskning inleddes.

Orsakerna till att just Nordbanken drabbades så hårt av förluster i början av 1990-talet var givetvis många. Vid sidan av de yttre faktorer som var gemensamma för alla banker spelade sannolikt den snabba expansionen och omvandlingen av banken en viktig roll. Det var ingen lätt uppgift att smälta samman två olika företagskulturer och samtidigt hålla god kontroll över en snabbt expanderande verksamhet. De problem som detta skapade är väl omvittrade.⁴⁵ Vidare har frågan om vårdslös kreditgivning inom Nordbanken utretts.⁴⁶

1.7. Valutakrisen

Samtidigt med den svenska bankkrisen utvecklades en allmän valutakris som drabbade många europeiska valutor till följd av spänningar inom ERM-systemet i ett läge där det danska folket röstat nej till medlemskap i EMU och den tilltänkta valutaunionen tycktes hänga på en skör tråd. Oron i Europa spred sig under sommaren 1992 till den svenska kronan, föga förvånande med tanke på Sveriges historiska barlast i form av hög inflation och återkommande devalveringar. Resultatet blev ytterligare svenska räntehöjningar. Riksbanken höjde dagslåneräntan till 12 procent i juli och till 13 och 16 procent i augusti. De höga räntorna och osäkerheten om kronans framtida värde fördjupade problemen för många bankkunder och hotade att få allvarliga konsekvenser för svenska bankers internationella kortfristiga upplåning. Med mer än 40 procent av sin utlåning i utländsk valuta var bankerna starkt beroende av tillgången till de internationella finansmarknaderna, och med allt tydligare krissymptom kortades lånens löptid.

I början av september intensifierades valutaoron, och pundet och liran nådde de undre gränserna i sina valutaband. Den 8 september började den finska marken att flyta, vilket ledde till nya spekulationer mot kronan, och den 9 september (dagen för Gota AB:s betalningsinställelse) höjde Riksbanken dagslåneräntan till 7,5 procent. Den 16 respektive 17 september lämnade Storbritannien och Italien ERM, och Riksbanken höjde nu dagslåneräntan till 5,00 procent för att försvara kronan.

Samtidigt utfärdade regeringen en generell garanti för bankernas förbindelser, något som spelade en viktig roll för att säkerställa fortsatt internationell finansiering för de svenska bankerna. Riksbanken bidrog också till att garantera likviditet genom att placera en del av valutareserven i bankerna. Under hösten presenterade regeringen sedan ett antal finanspolitiska åtgärder, och det blev möjligt att gradvis sänka dagslåneräntan till som lägst 11,7 procent. Men fristen blev bara temporär, och i november återkom spekulationerna mot kronan med förnyad styrka. Den 19 november tilläts kronan att flyta vilket ledde till en omedelbar depreciering följande dag med 9 procent. Fram till slutet av året hade kronan fallit med 20 procent.

Samspelet mellan valutakrisen och bankkrisen är komplext. Under 1980-talet hade den svenska privata sektorn byggt upp en betydande skuldstock i utländsk valuta. Enligt opublicerade beräkningar som gjorts på Riksbanken hade den privata sektorn utanför bankerna en valutaskuld på 541 miljarder kronor i september 1992 (35 procent av BNP). Merparten av denna hade intermedierats av banksektorn, vars position i utländsk valuta i huvudsak var balanserad. Avistapositionen var plus 20 miljarder kronor, men positionen på terminsmarknaden var minus 65 miljarder kronor.⁴⁷

Valutaupplåningen innefattade två riskelement. Det ena var den likviditetsrisk som bankerna utsattes för. Även om de inte direkt tog alltför stora valutarisiker fanns risken att utländska långivare inte skulle refinansiera kortfristiga krediter. Liknande problem har bidragit till att fördjupa många andra bank- och valutakriser.⁴⁸ Det likviditetsstöd som Riksbanken tillhandahöll spelade en viktig roll när det gällde att undvika sådana problem i Sverige.

Det andra riskelementet knutet till valutaupplåningen gällde bankernas kunder. Till skillnad från bankerna själva var dessa i många fall tungt exponerade i utländsk valuta. I själva verket hade just strävan att tjäna pengar på gapet mellan inhemska och utländska räntor (»räntearbitraget«) ofta varit huvudsyftet med valutalånen. Som helhet höll visserligen den privata sektorn reala tillgångar i utländsk valuta som balanserade skulderna. Enligt Riksbankens beräkningar uppgick de finansiella tillgångarna i utländsk valuta till 174 miljarder kronor i september 1992 innebärande en finansiell nettoposition på minus 367 miljarder kronor. Om man till detta lade direktinvesteringar i utlandet och innehav av utländska aktier hamnade den totala nettopositionen på obetydliga minus 13 miljarder kronor. Med andra ord var den samlade privata sektorns balansräkning inte särskilt sårbar för en devalvering. Men denna totalsiffra dolde naturligtvis en ojämn fördelning med många bankkunder – såväl små och medelstora företag som några av de allra största koncernerna – som skulle bli hårt drabbade om kronans värde sjönk. Endast en mindre andel av valutapositionerna torde ha varit kurssäkrade.

Det faktum att bankkrisen startade åtminstone ett år före valutakrisen och att bankernas kreditförluster nådde sin kulmen hösten 1992 alldeles innan den fasta växelkursen övergavs indikerar att det inte fanns någon stark *direkt* länk från valutaförlusterna till bankkrisen. Å andra sidan fanns det uppenbarligen ett *indirekt* samband genom att kronförsvaret drev fram höga räntor vilka förorsakade kreditförluster och fördjupade bankkrisen. Vidare fanns det en klar interaktion mellan de båda kriserna eftersom bankkrisen samtidigt förstärkte valutakrisen. När den svenska banksektorns prekära situation blev känd internationellt under 1992, stod det också klart att bankerna och många av deras kunder inte skulle kunna överleva en längre period med mycket höga räntor. Denna insikt gjorde det mera attraktivt att spekulera mot den svenska kronan, vilket ledde till ytterligare räntehöjningar.

Hade en annan växelkurspolitik, där kronan tillåts flyta på ett tidigare stadium, kunnat lindra bankkrisen? Svaret är inte så självklart som det vid första anblick kan synas. För det första gav det kraftfulla, om än kortlivade, försvaret av kronan under 1992 låntagarna någon tid att kurssäkra sig eller gå ur sina valutapositioner till överkomliga kostnader. De undvek därigenom ännu allvarligare förluster när devalveringen slutligen inträffade. Mellan augusti och november 1992 amorterades stocken av lån i utländsk valuta med 73 miljard-

der kronor (dvs. 13 procent av dess värde i september på 541 miljarder). I slutändan tycks förlusterna i den privata sektorn ha blivit tämligen små. Endast ett eller två av företagen som noterades på Stockholmsbörsen redovisade större valutaförluster för 1992.⁴⁹ För det andra hade en tidigare svensk devalvering – före den europeiska valutakrisen och vid en tidpunkt när den svenska anti-inflationspolitiken var föga etablerad – kunnat förorsaka en helt annorlunda växelkursdynamik med potentiellt minst lika allvarliga konsekvenser för banksektorn.

1.8. Räddningen

Det var inte förrän Gota AB ställde in betalningarna i september 1992 som krisen hanterades som en systemkris. Vid den tidpunkten hade Sverige ingen inlåningsförsäkring, även om det allmänt togs för givet att ett implicit åtagande att garantera insättarnas pengar existerade. Nu var tiden inne att göra detta explicit, och regeringen tillkännagav omgående att staten garanterade Gota Banks förpliktelser. Garantin, som inte bara omfattade vanlig inlåning utan alla former av fordringar på banken utom aktieägarnas, utsträcktes till övriga banker ett par veckor senare. Den allmänna bankgarantin stadfästes sedan med stöd av alla riksdagspartier utom Ny Demokrati genom ett riksdagsbeslut den 18 december 1992.

I maj 1993 bildades en statlig myndighet med uppgift att hantera bankstödet, Bankstödsnämnden. Med hjälp av internationella konsulter genomförde nämnden djupgående analyser av kreditportföljerna och framtidsutsikterna för alla större banker utom Handelsbanken. Det resulterade i ett speciellt avtal med en av de återstående bankerna, Föreningsbanken, om en kapitaltäckningsgaranti, där staten lovade att tillskjuta nytt aktiekapital om kapitaltäckningen skulle falla under 9 procent. Detta skulle kombineras med en option för de ursprungliga aktieägarna att återköpa aktierna senast 1998. Garantin utnyttjades dock aldrig.

Samtidigt hade krisen gått vidare i Nordbanken, som rekonstruerats sommaren 1992 varvid de privata minoritetsägarna lösts ut till en kostnad av 2 miljarder kronor. Senare under samma år bildades Securum som ett särskilt avvecklingsbolag, dit en fjärdedel av Nordbankens kreditportfölj fördes över. Samtidigt gav staten ytterligare 10 miljarder kronor i ägartillskott till Nordbanken och 24 miljarder kronor i aktiekapital till Securum. Staten tog också över Gota Bank (till priset av en krona) varefter banken tillfördes 20 miljarder kronor i aktieägartillskott. Gotas problemkrediter överfördes till avvecklingsbolaget Retrixa, som fick ett eget kapital på 3,8 miljarder kronor. Gota såldes sedan till Nordbanken. Som en följd därav kom staten också att ta över Retrixa, som köptes av Securum i januari 1996.

De statliga utgifter och intäkter som direkt kan hänföras till bankkrisen finns

sammanfattade i *tabell 1.1*. Som synes handlar det om utbetalningar på 65,3 miljarder kronor under perioden 1992–1994 och återbetalningar genom utdelning och försäljningar på 21,1 miljarder kronor under 1994–1997. Som »resultaträkning» över insatserna för bankkrisen är tabellen naturligtvis mycket ofullständig. Där saknas kapitalvinsterna på statens aktieinnehav i Nordbanken, liksom Securums restvärde när det avvecklades 1997. Med hänsyn tagen till dessa poster har Jennergren och Näslund (1998) beräknat att effekterna på statens förmögenhet den 1 juli 1997 jämfört med en situation utan bankstödsinsatser uppgår till 35 miljarder kronor. I denna summa saknas andra effekter på statens budget liksom vidare samhällsekonomiska effekter.

TABELL 1.1. Statens in- och utbetalningar till svenska banker
1992–1997, miljarder kronor.

Kvartal	Ut	In
1992:I Nyemission Nordbanken	4,2	
1992:III Aktieinlösen Nordbanken	2,1	
1992:IV Ägartillskott Nordbanken	10,0	
1993:I Aktiekapital Securum	24,0	
1994:I Ägartillskott Gota Bank och Retriva	24,0	
1994:II Räntesubvention Sparbanksstiftelserna	1,0	Utdelning Nordbanken 0,6
1995:II		Utdelning Nordbanken 1,0
1995:IV		Privatisering och utdelning Nordbanken 8,4
1996:II		Utdelning Nordbanken 1,1
1996:IV		Aktieinlösen Nordbanken 5,0
1997:I		Försäljning av Retriva till Securum 3,8
1997:II		Utdelning Nordbanken 1,2

APPENDIX: *Bankernas utlåning och kreditförluster under bankkrisen*

I detta appendix skall vi ge en bild av hur utlåning och kreditförluster för de största bankerna utvecklades under åren omkring bankkrisen. Vi använder oss dels av material från bankernas årsredovisningar, dels av en undersökning av Wallander (1994), där det offentliga materialet kompletteras med bankernas sekretessbelagda rapportering till Statistiska centralbyrån. Härigenom har Wallander större möjlighet att få fram siffror som är jämförbara över tiden genom att använda konsistenta definitioner och ta hänsyn till fusioner och uppköp mellan olika banker. Eftersom Wallanders undersökning slutar 1993, innan det slutliga bokslutet över bankkrisen kunde göras upp, finns det dock skäl att komplettera den med siffror över kreditförluster hämtade från årsredovisningarna för senare år.

Tabell A. 1, som bygger på Wallanders siffror, redovisar de sex största bankernas utlåning till allmänheten inklusive finansinstitut andra än banker.⁵⁰ Siffrorna är jämförbara över tiden i så måtto som att utlåning från banker som uppköpts – t.ex. gamla Nordbanken och Skånska Banken – ingår för alla år i den köpande bankens siffror – Nordbanken respektive Handelsbanken. Utlånings-siffrorna är av intresse dels för att de ger en bild av olikheter i expansionstakt före krisen, dels för att de ger en bas att relatera kreditförlusterna till. Siffrorna för senare år är däremot av mindre intresse i detta sammanhang, och vi har därför avstått från att söka förlänga tabellen.

Tabell A. 2 presenterar bankernas kreditförluster baserade på två källor: Wallanders undersökning för perioden 1990–1993 och årsredovisningarna för 1990–1996.⁵¹ Som synes når förlusterna sin topp 1992 för flertalet banker, men ännu 1996 är de långt ifrån försumbara. Med tanke på att det tar tid innan förluster blir slutligt konstaterade torde även senare års förluster ha visst samband med bankkrisen. Det är därför motiverat att beakta det längre tidsperspektivet.

Det är naturligtvis av intresse att relatera förlustsiffrorna i *tabell A. 2* till utlåningen i *tabell A. 1* för att därigenom få en bild av de relativa förlusterna i olika banker. Hur detta ska göras är dock inte okomplicerat. Man måste då bestämma sig för hur man beräknar en rättvisande och jämförbar utlåning samt vilka tidsperioder som skall användas – basperiod för utlåningen och den period förlusterna beräknas över. Denna fråga har debatterats av Urwitz (2000, 2001) och Wallander (2000). Om man, som Wallander (1994), tittar på summan av kreditförluster för 1990–1993 i relation till 1990 års utlåning enligt *tabell A. 1*, får Gota den klart högsta förlustandelen följt av Nordbanken och med Handelsbanken i andra ändan av skalan.

Urwitz modifierar dessa beräkningar genom att justera basen med hänsyn till

TABELL A.1. Utlåning i svensk och utländsk valuta 1985–1993, miljoner kronor, samt andelen fastighetsrelaterade lån 1990.

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Procent fastighets- lån
S-E-Banken										12
Kronor	40 977	48 911	59 571	66 558	72 939	87 037	84 774	122 909	108 491	
Valuta	24 605	22 837	31 871	48 999	72 290	122 550	143 404	124 275	96 231	
Handelsbanken										9
Kronor	44 503	53 378	60 090	62 320	68 001	83 218	80 965	107 663	83 737	
Valuta	28 599	19 790	30 261	38 383	53 959	91 450	123 107	96 439	85 840	
Nordbanken										12
Kronor	58 610	65 435	70 624	104 053	105 391	93 785	97 538	100 351	74 284	
Valuta	25 608	27 080	28 476	45 972	91 040	121 149	98 764	81 055	60 628	
Gota Bank										16
Kronor	20 506	33 696	34 301	42 235	45 998	45 680	49 753	45 882	29 079	
Valuta	9 283	9 536	12 207	17 954	30 614	32 331	28 605	18 172	11 022	
Sparbanken Sverige										14
Kronor	66 848	79 156	87 414	111 450	123 801	129 834	127 010	124 927	108 180	
Valuta	11 432	20 000	20 918	35 955	61 051	91 066	76 344	59 919	46 826	
Föreningsbanken										10
Kronor	22 205	25 456	28 866	35 783	42 599	51 878	59 554	53 650	47 374	
Valuta	929	1 561	2 137	2 956	9 438	13 063	10 078	5 988	5 094	

KÄLLA: Wallander (1994), tabell A.2 och A.3.

TABELL A.2. Kreditförlusterna i affärsbankerna 1990–1996.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Nordbanken (inkl. Securum)	2,2 (3,6)	7,7 (9,8)	17,1 (18,2)	16,3 (14,3)	0,2	1,1	1,1
Handelsbanken	0,5 (0,7)	2,8	7,1	6,0	1,9	1,6	1,3
S-E-Banken	1,1 (1,7)	4,3	9,6	9,0	5,1	3,6	0,9
Gota (inkl. Retriva)	0,9	3,7	12,5	12,0	0,7		
Sparbanken Sverige	2,8	9,8	16,6	9,6			
Föreningsbanken	0,8	2,7	3,3	4,0			

KÄLLA: Siffror inom parentes samt siffrorna för Sparbanken Sverige och Föreningsbanken är hämtade från Wallander (1994). Övriga siffror avser kreditförluster netto som redovisas i respektive banks resultaträkning.

att utlåningen för S-E-Banken och Handelsbanken till inte oväsentlig del bestod av »riskfria räntearbitragelån« till storföretag. Vidare använder han tidsperioden 1991–1996, i stället för 1990–1993, med motiveringen att utlåningen kulminerade 1991, varför detta år kan vara ett lämpligare startår än 1990, och att kreditförlusterna inte var tillbaka på normal nivå förrän 1997. Med dessa modifieringar blir skillnaden i förlustandel mindre mellan de olika bankerna.

Av *tabell A.2* framgår att förlusternas tidsprofil skiljer sig något mellan bankerna. Nordbanken och Sparbanken Sverige redovisar en förhållandevis stor andel av sina förluster under 1991 och 1992, medan S-E-Banken har en relativt stor andel av förlusterna 1994 och 1995. Av de totala förlusterna under perioden 1990–1996 redovisar Nordbanken (inkl. Securum) endast 5 procent under perioden 1994–1996, medan motsvarande andel för Handelsbanken är 23 procent och för S-E-Banken 29 procent.

De kreditförlustsiffror som anges i *tabell A.2* är nettot av tre poster: konstaterade förluster, nya reserveringar för befarade förluster samt återföringar av tidigare reserveringar för befarade förluster. Fördelningen mellan dessa tre komponenter ger en bild av hur olika redovisningspraxis och olika framtidsförväntningar hos bankerna inverkade på tidsprofilen i nettosiffrorna. *Tabell A.3* presenterar årets reserveringar för befarade förluster uttryckt som en andel av årets nettokostnad för kreditförluster.

Dessa siffror bekräftar betydelsen av framtidsbedömningar i redovisningen av kreditförluster. I genomsnitt består de redovisade förlustsiffrorna till mer än hälften av befarade förluster, vars omfattning ännu inte blivit slutgiltigt konstaterade. Tabellen är inte lättolkad av flera skäl. Den låga andelen befarade förluster för Nordbanken 1992 torde t.ex. bero på att bankens förluster blev bokförda som konstaterade i samband med överföringen till Securum. Likaså har den höga siffran för 1994, som avspeglar stora återföringar i Securum, delvis en rent bokföringsteknisk förklaring. Ändå ger tabellen ett visst stöd för att

TABELL A.3. Reserveringar för befarade förluster i procent av nettokostnaden för kreditförluster 1990–1996.

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Nordbanken (inkl. Securum)	49	97	22	65	123	149	185
Gota	71	92	91	66	72	–	–
S-E-Banken	57	76	68	73	54	25	129
Handelsbanken	0	73	54	72	96	62	71

KÄLLA: Bankernas resultaträkningar.

Nordbanken och Gota var tidigt ute med att redovisa befarade förluster.

Siffror på mer än 100 procent innebär att återföringarna var större än de konstaterade förlusterna. De är således tecken på att förlusterna överskattats. Siffrorna för 1994–1996 tyder alltså på att så har varit fallet vad gäller Nordbanken och Gota, där man också skall komma ihåg att resultatet av förvaltningen inom Securums och Retrivas tillgångsbolag inte kommer med i dessa siffror. Över lag förefaller dock de svenska bankernas bedömningar ha varit tämligen realistiska. Återföringarna utgjorde – med undantag för Nordbanken – mindre än 10 procent av gjorda reserveringar. Detta kan jämföras med Norge där återföringarna efter bankkrisen svarade för 30–35 procent av reserveringarna.⁵²

2. Från Nordbanken till Securum

2.1. *Omvandlingen av Nordbanken*

Som vi beskrivit i kapitel 1 blev problemen med kreditförluster synliga i Nordbanken under 1990 med påföljd att ledningen för banken byttes ut. När förlusterna accelererade under 1991 och 1992 blev en omfattande rekonstruktion av banken alltmer oundviklig. Som ett led i rekonstruktionsplanerna växte tanken på ett särskilt avvecklingsbolag fram. För att närmare förstå bakgrunden till Securums bildande är det därför viktigt att gå igenom utvecklingen inom Nordbanken under dessa år.

2.1.1. FÖRSÖKET ATT RÄDDA NORDBANKEN GENOM NYEMISSION

När Nordbankens reserveringsbehov för kreditförluster trots de tidigare krisåtgärderna fortsatte att öka under 1991, begärde Finansinspektionen en skriftlig redogörelse från banken. I den rapport som avgavs på hösten 1991, räknade Nordbanken med att behöva reservera 1,6 miljarder kronor för kreditförluster i sitt kommande bokslut för 1991. Därtill kom att banken hade garanterat en nyemission i Nobel Industrier AB för att skydda sina fordringar på bolag i Penser-sfären.

För att kunna uppfylla gällande kapitaltäckningskrav vid årsskiftet 1991/1992 bedömde Nordbankens styrelse det som nödvändigt att tillföra banken drygt 5 miljarder kronor. Styrelsen föreslog därför en nyemission med företrädesrätt för aktieägarna, som skulle öka aktiekapitalet med 3,2 miljarder kronor och reservfonden med 1,9 miljarder. Regeringen godtog bankstyrelsens förslag och föreslog att staten borde teckna sin andel samt garantera hela emissionsbeloppet, eftersom man bedömde att det inte fanns förutsättningar att placera hela emissionen på kapitalmarknaden. Som skäl för att lägga ner stora resurser på att rädda Nordbanken anförde finansministern bl.a. följande:

Det är av väsentlig betydelse för tilltron till svenskt bankväsende att Nordbankens kapitalbas är betryggande. Dessutom är det av betydelse för bankens refinansiering att utländska placerare anser att placeringar i Nordbanken är betryggande ... Kapitaltillskottet innebär emellertid inte att Nordbanken ges några konkurrensfördelar gentemot övriga affärsbanker.¹

Riksdagen följde regeringens förslag och bemyndigade regeringen att utan riksdagens hörande sälja de aktier som skulle komma att förvärfvas vid emis-

sionen.² Samtidigt poängterade näringsutskottet särskilt att de kapitalresurser Nordbanken erhöll genom emissionen »måste förvaltas med sådana avkastningskrav som följer av principen att det skall råda konkurrenslikställighet mellan [Nordbanken] och de privatägda bankerna.«³ Innebörden av detta konkretiserades dock ej.

Emissionen genomfördes under november och december månad 1991, varvid staten tillförde Nordbanken 4,2 miljarder kronor. Dess ägarandel ökade därmed till 77 procent av aktiekapitalet. Andra större ägare var Alpinum (8 procent) samt Nobel Industrier (5 procent). Utan nyemissionen skulle Nordbankens kapitaltäckningsgrad redan under hösten 1991 ha fallit ned till 6 procent, långt under det lagstadgade kravet på 8 procent. Såväl staten som Nordbankens ledning räknade nu med att detta kapitaltillskott skulle ge tillräckligt manöverutrymme för att bankens verksamhet skulle kunna fortsätta att bedrivas i samma omfattning som tidigare. Denna tro visade sig snabbt vara allt för optimistisk.

2.1.2. BEHOVET AV REKONSTRUKTION

Problemen i Nordbanken fortsatte att förvärras, och i slutet av april 1992 lämnade ledningen för banken en redogörelse för konstaterade och befarade kreditförluster till Finansinspektionen. Förlusterna visade sig åter vara större än vad som förväntats, och prognosen var nu att banken, trots det tidigare kapitaltillskottet, skulle hamna under föreskrivet kapitaltäckningskrav redan under hösten 1992. Bankens lägesbeskrivning bekräftades i allt väsentligt av Finansinspektionen. Till följd av detta lade Nordbanken i början av maj fram ett förslag för Finansdepartementet på hur problemen skulle lösas. Förslaget presenterades i ett dokument betitlat »Nya Nordbanken«⁴, vilket innehöll material som sammanställts och utarbetats tillsammans med Carnegie Fondkommission. Behovet av kapitaltillskott under 1992–1994 för att uppfylla kapitaltäckningskravet beräknades till 1,7 respektive 6,3 miljarder kronor enligt en optimistisk och en pessimistisk bedömning av bankens kreditförluster.

I promemorian »Nya Nordbanken« finns konstruktionen av Securum fullt utvecklad. Det målas upp två alternativa rekonstruktionslösningar, en där problemkrediterna kvarstår i banken och en där de bryts ut i ett särskilt bolag. Promemorian mynnar ut i ett förord för det senare alternativet. I själva verket hade Nordbankens koncernchef Hans Dalborg redan på bolagsstämman den 1 april 1992 meddelat att man beslutat samla bankens dåliga krediter i ett separat nytt bolag, Securum AB. Det nya bolaget beräknades få en balansomslutning på 20–30 miljarder kronor och ledas av Nordbankens vice VD Lars Thunell. Enligt Dalborg kunde Securum också förväntas få externa ägare.⁵

Intrycket av att staten nära följde de planer som dragits upp inom Nordbanken förstärks av den korta tid som stod till buds för Finansdepartementets för-

mella beredning av frågan. Departementet gav Finansinspektionen i uppgift att yttra sig om förslagen i promemorian. För att få underlag för sin bedömning gav inspektionen i sin tur Bohlins revisionsbyrå samt revisorn Ulf Egenäs i uppdrag att »bedöma tillförlitligheten i de kalkyler och modeller som Nordbanken använt vid utarbetandet av underlag för belysning av bankens ekonomiska utveckling och kapitaltäckningssituation ...«. Granskningen utfördes under stark tidspress inom loppet av en vecka. I granskningsrapporten framhölls bland annat, att »tillhandahållet material i pärmen 'Nya Nordbanken' synes vara framtaget under olika tidsfaser och av olika personer utan att en sammanfattande struktur hade kunnat etableras«. Revisorerna påpekade vidare att de på grund av den snäva tidsramen inte kunnat verifiera underlagen till erhållet material. Vidare hade de inriktat sig på att bedöma tillförlitligheten i använda kalkyler och modeller, men inte haft möjlighet att i någon högre grad pröva de antaganden som låg till grund för beräkningarna.

Sedan Finansinspektionen granskat Nordbankens förslag lämnade regeringen en proposition till riksdagen den 7 maj 1992⁶, där finansminister Anne Wibbe konstaterade att staten hade ett dubbelt ansvar, i egenskap av huvudägare i Nordbanken och den yttersta garanten för det svenska betalningssystemets stabilitet. Wibbe hävdade samtidigt att ett kapitaltillskott som inte kombinerades med andra stödåtgärder för att komma tillrätta med de grundläggande strukturproblemen i banken, inte var ändamålsenligt. Propositionen mynnade ut i att Nordbankens förslag till rekonstruktion i allt väsentligt skulle genomföras. Det konstaterades att »denna handlingslinje har stöd hos bankens ledning«, en något eufemistisk formulering mot bakgrund av att initiativet till den valda lösningen uppenbarligen kom från just Nordbanken.

Då propositionen lades fram var omfattningen av det statliga åtagandet svår att fastställa, då den berodde på värderingen av de problemengagemang som skulle avskiljas från Nordbanken. Det återstod att bedöma de aktuella engagemangens kvalitet och hur snabbt de skulle kunna avecklas. Preliminära nuvärdesberäkningar tydde på att statens totala insatser i omstruktureringen av Nordbanken skulle komma att uppgå till mer än 10 miljarder kronor.⁷

Den 10 juni 1992 antog riksdagen propositionen och bemyndigade regeringen att inom en ram på 20 miljarder kronor besluta om de garantier, lån, kapitaltillskott eller andra åtgärder som krävdes för att omstrukturera och stärka den finansiella basen i Nordbanken. I bemyndigandet låg även en rätt att sälja statens aktier i banken.⁸ Riksdagens beslut kom att ifrågasättas framför allt ur konkurrenssynpunkt. Det hävdades att konkurrensen inom den svenska banksektorn skulle komma att snedvridas under lång tid framåt. I en artikel i Dagens Nyheter⁹ framhölls exempelvis att den »nya« Nordbanken fick en gynnad ställning genom att banken blev av med en stor andel av sina nödlidande krediter. Detta stärkte bankens intäktssida och gav den samtidigt en fördel på

kostnadssidan genom att dess finansiering kunde göras billigare. Nordbanken slapp därmed finansiera merparten av sina nödlidande krediter, till skillnad från de övriga svenska storbankerna, som ju alla hade stora kreditförluster.

2.1.3. REKONSTRUKTIONSPLAN OCH KAPITALTILLSKOTT

De övergripande principerna för den rekonstruktionsplan som riksdagen antagit var följande:

- *Staten övertar hela ägandet av Nordbanken.*
Med hänsyn till arten och omfattningen av de åtgärder som kan förutses kommer staten i realiteten att få bära hela ägaransvaret. Det är av dessa skäl lämpligt att staten blir ensam ägare av banken.
- *Nordbankens dotterbolag Securum AB tar över Nordbankens problemtillgångar.*
Nödlidande krediter, lån med avtalade ränteeftergifter samt andra tillgångar som belastar Nordbankens intjäningsförmåga eller som av andra skäl inte borde behållas överförs till Securum.
- *Securum ges uppgiften att förvalta och avveckla problemtillgångarna.*
Syftet med överföringen är att Securum och dess dotterbolag skall ha till ändamål att förvalta och avveckla dessa engagemang.
- *Securum avskiljes från Nordbankenkoncernen.*

En bärande tanke var att få till stånd en mer effektiv hantering av problem-engagemangen så att den ordinarie bankrörelsen skulle kunna arbeta på normala villkor. Samtidigt skulle kreditförlusterna samt refinansieringskostnaden för de överförda tillgångarna bäras av en separat koncern i stället för av banken. Härigenom skulle Nordbanken ges möjlighet att »koncentrera sina personella resurser på driften av normal bankverksamhet« och »att av egen kraft bygga upp en erforderlig kapitalbas och uppvisa en tillräcklig vinstnivå«. Ett annat syfte som hade betydelse för beslutet var att »stabilisera fastighetsmarknaden«.¹⁰

För att täcka de brister som skulle uppkomma genom nedskrivningar av problemengagemangen samt för att möta de kassaflödesproblem som kunde uppstå i Securum om den löpande avkastningen skulle understiga lånekostnaden, krävdes nya kapitaltillskott. Statens direkta insatser skulle i första hand avse finansieringen av Securum. En betydande del av kapitaltillskotten skulle dock komma att tillfalla Nordbanken direkt. Senare under hösten, den 29 oktober 1992, beslutade regeringen således att tillskjuta 10 miljarder kronor till Nordbanken i form av aktieägartillskott. Härigenom fick banken möjlighet att öka sina reserveringar för befarade kreditförluster.

Det var uppenbart att staten i realiteten skulle få bära hela ägaransvaret i Nordbanken. För att underlätta rekonstruktionen var det då lämpligt att staten förvärvade alla utestående aktier och därigenom blev ensam ägare av banken. Ett uppköpserbjudande¹¹ riktades därför till bankens övriga ägare, vilka erbjöds att sälja sina aktier till staten för 21 kr per aktie. Priset bestämdes med hänsyn till att Nordbanksaktien var noterad till 18 kronor samt att priset motsvarade den kurs, inklusive ränta, som gällt vid emissionen året innan.¹² Ägarna i Nordbanken fick således full kompensation för det pris de betalat vid den tidigare emissionen. Anledningen till detta generösa erbjudande var bl.a. att de förmodats teckna aktier så kort tid innan uppköpserbjudandet. Det bedömdes finnas en risk för att dessa personer skulle starta rättsliga processer om de drabbades av ekonomiska förluster vid statens återköp.¹³ Kostnaden för förvärvet av resterande aktier beräknades uppgå till 2,1 miljarder kronor.

Genom erbjudandet räknade staten med att erhålla över 90 procent av ägandet i banken, vilket skulle berättiga till tvångsinlösen av de återstående aktierna. Då staten i sig inte kunde påkalla lösen enligt 14 kap. 9 § aktiebolagslagen (1975:1385) bildades den 12 juni 1992 ett särskilt statligt ägt bolag, Venantius AB, med uppgift att för statens räkning köpa upp och inneha aktierna i Nordbanken. Efter tvångsinlösen av de kvarvarande aktierna kom Venantius att äga hela Nordbanken. Konstruktionen med ett särskilt förvaltningsbolag var dock endast en övergående lösning. Avsikten var att aktierna i Nordbanken skulle föras över i statens direkta ägo snarast möjligt.

2.1.5. SECURUM BILDAS

Den 6 oktober 1992 hölls konstituerande stämma för Securum AB med dotterbolagen Securum Finans AB och Securum Aktier AB. Till styrelseordförande för moderbolaget utsågs Åke Hallman (VD för det statliga Apoteksbolaget). I övrigt ingick Securums VD Lars Thunell, Arne Berggren från Finansdepartementet samt tre personer med sin verksamhet i den privata sektorn, Birger Löwhagen (Skanska), Wilhelm Laurén (ABB) och advokaten Stefan Lindskog. Representer för ägaren staten utgjorde således en minoritet i styrelsen.

Under hösten 1992 pågick ett intensivt arbete med att rekrytera personal till olika befattningar i den nya koncernen. Här ställdes man inför tre centrala problem. Det ena var att på kort tid anställa tillräckligt många personer med god kompetens i kreditfrågor. På mindre än ett år skulle Securum komma att växa till som mest ca 700 anställda i avvecklingsorganisationen, varav ca 100 personer i finansbolaget. I stor utsträckning kom de personerna att hämtas från Nordbanken, som av naturliga skäl behövde banta sin organisation. Det andra problemet var att utnyttja dessa personers kompetens utan att riskera jävsproblem. I detta syfte sökte man undvika att låta personer arbeta med krediter som

de tidigare hanterat i Nordbanken. I enskilda fall förekom det att anställda fick lämna Securum för att undvika jävsproblem.

Ett tredje problem var att motivera personalen att arbeta i enlighet med företagets målsättningar trots att de visste att anställningen skulle bli begränsad i tiden. Eftersom det i en sådan organisation är svårt att motivera de anställda med möjligheten till karriär inom företaget, blir det viktigare än i andra företag att ha ett prestationsorienterat lönesystem. Särskilda incitamentsprogram inom Securumorganisationen diskuterades första gången i bolagets styrelse redan i november 1992 i anknytning till ett förslag som tagits fram av McKinsey & Co. Där framhävdes incitamentsprogram som en viktig delkomponent i organiseringen av ett avvecklingsbolag. Styrelsen var emellertid inte odelat positiv till sådana program och uttalade enligt protokollet »att några löften om bonus principiellt inte borde ges.« Styrelsen gav likväl vid samma tillfälle i uppdrag åt verkställande direktören att utarbeta ett förslag om ett s.k. »limiterat incentivsystem« för senare presentation i styrelsen.¹⁴ Dessa tankar kom något år senare att resultera i ett särskilt program för alla anställda inom Securum Finans.

De särskilda förhållandena i en tidsbegränsad organisation kom också att motivera generösa löneavtal för ledande personal inom Securum, något som när det framkom i massmedia kom att väcka stor uppmärksamhet, mycket som en del i den återkommande allmänna debatten kring lönenivåerna för chefer inom det svenska näringslivet. Således uppgavs att Securums styrelseordförande Åke Hallman hade givit ett tiotal chefer inom företaget en halv årslön i extra bonus. Detta fick den ansvarige ministern Bo Lundgren att offentligt uttrycka sitt misstroende mot Hallman, och i Aftonbladet kalla dessa bonuslöner »fullständigt oacceptabla«. I en annan artikel i Svenska Dagbladet menade Lundgren att »bonuslöner kan enskilda få om de gjort något extra, men inte en hel grupp som bara sköter sitt arbete«.¹⁵

Åke Hallman bemötte kritiken med att han visserligen kunde förstå om allmänheten blev upprörd, men att man samtidigt måste inse att Securum som arbetsgivare verkade under »unika förutsättningar« och att man därför måste erbjuda särskilda löneförmåner för att kunna rekrytera och behålla kompetenta medarbetare. Bonuspremierna måste ses mot bakgrund av att uppgiften var att så snabbt som möjligt avveckla problemengagemangen. Ju effektivare personalen arbetade, desto snabbare skulle de bli av med sina arbeten.¹⁶ Kritiken mot bonuslönerna bidrog till att Åke Hallman fick avgå som styrelseordförande i april 1995 för att ersättas av Saab-Scanias dåvarande VD Lars Kylberg.

Processen med att föra över Nordbankens problemengagemang till det nybildade avvecklingsbolaget startade direkt och pågick i stort sett fram till och med årsskiftet 1992/1993, då Securum avskildes från Nordbankenkoncernen. Staten förvärvade vid denna tidpunkt genom Kammarkollegiet samtliga

aktier i Securum för 1 miljard kronor. Köpeskillingen motsvarade storleken av Securum AB:s dåvarande eget kapital. Köpet finansierades genom lån från Riksgäldskontoret. Statens förvaltning av aktierna i Securum, liksom i Nordbanken, överfördes sedan i maj 1993 till Bankstödsnämnden. Bildandet av Securum satte markanta spår i Nordbankens resultatredovisning för 1992. Som framgår av *tabell 2.1* kunde en förlust på 16 miljarder kronor vändas till en vinst på 1,6 miljarder när de krediter som överförts till Securum räknats bort.

TABELL 2.1. Resultat för Nordbankenkoncernen 1992, miljarder kronor.

	Med Securum	Utan Securum
Räntenetto	7,1	9,9
Andra rörelseintäkter	3,0	2,7
<i>Totala rörelseintäkter</i>	<i>10,1</i>	<i>12,6</i>
Driftskostnader	-6,9	-6,8
<i>Resultat före kreditförluster</i>	<i>3,2</i>	<i>5,8</i>
Kreditförluster	-19,2	-4,2
<i>Resultat</i>	<i>-16,0</i>	<i>1,6</i>

KÄLLA: Nordbanken AB:s årsredovisning för 1992 s. 12.

2.1.6. INSATSERNA UTÖKAS GENOM BANKSTÖDET

Åter visade sig kostnaderna för att rekonstruera Nordbanken större än beräknat. När man i december 1992 valt ut och värderat de tillgångar som skulle överföras till Securum visade sig den ram på 20 miljarder kronor som riksdagen hade beviljat i juni vara alldeles för snäv. Genom det allmänna bankstödet som nu var beslutat blev det dock möjligt att skjuta till ytterligare medel utan att särskilt höra riksdagen.¹⁷

Bankstödet innebar att staten garanterade att banker och vissa andra kreditinstitut kunde fullgöra sina förpliktelser i rätt tid. Denna statliga garanti innebar ett åtagande att lämna stöd till fortsatt verksamhet i livskraftiga institut, varvid stödet skulle förenas med krav på åtgärder från institutens sida, eller att lämna stöd till rekonstruktion eller avveckling i ordnade former av institut som inte förväntades uppnå lönsamhet på lång sikt. Stödet kunde utges främst i form av lån, garantier och kapitaltillskott. Stödberättigade institut var banker med svensk oktroj, vissa kreditinstitut med statlig anknytning samt bankägda bostadsinstitut och finansbolag. De enskilda kreditinstitutens fortlevnad garanterades däremot inte. Inte heller skulle deras ägare eller innehavare av eviga förlagslån skyddas. Till en början ansågs det inte nödvändigt att reglera stödåtgärderna i lag, eftersom åtagandet endast var temporärt. Bankstödet reglerades således inledningsvis av förordningen (1993:215) om statligt stöd till ban-

ker och andra kreditinstitut. Sedermera, i samband med att en prövningsnämnd för bankstödsfrågor inrättades, kom dock bestämmelserna rörande bankstödet att överföras till lagen (1993:765) om statligt stöd till banker och andra kreditinstitut. Lagen trädde i kraft den 1 juli 1993.

När bankstödet infördes var det Finansdepartementet som beslutade i bankstödsfrågor. Denna funktion övertogs dock senare av Bankstödsnämnden, som inrättades den 1 maj 1993 som en myndighet under Finansdepartementet med en styrelse bestående av ledamöter dels från näringslivet, dels från regeringen och oppositionspartierna. Besluten i Bankstödsnämnden skulle tas efter samråd med Riksbanken och därefter underställas Finansdepartementet för slutligt godkännande. Rapporteringen från regering till riksdag om vilka åtgärder som vidtogs för att stärka det finansiella systemet skedde fortlöpande genom skrivelser. Det ålåg också regeringen att årligen, i budgetpropositionen, redovisa vilka stödåtgärder som vidtagits samt de budgetmässiga konsekvenserna av dessa.¹⁸

2.1.7. STATENS UTFÖRSÄLJNING AV NORDBANKEN

Relativt snart efter rekonstruktionen och statens övertagande av samtliga aktier i Nordbanken påbörjades en planering för att åter sprida ägandet av banken. Den 22 december 1993 beslutade regeringen att, inom Finansdepartementet, tillsätta en delegation för privatiseringen av Nordbanken. Frågan var dock inte okontroversiell. Flera av oppositionspartierna riktade skarp kritik mot regeringen och menade att staten skulle behålla ägandet i banken.¹⁹ Trots kritiken startade en privatiseringsprocess som ett par år senare kom att genomföras enligt denna tidsplan:

- *September 1995: beslut om erbjudande*

Regeringen fattade, med ett förslag från Bankstödsnämnden som grund, beslut om att erbjuda svenska och utländska investerare ca en tredjedel av aktierna i Nordbanken.

- *Oktober 1995: utförsäljning*

Försäljningen genomfördes av Bankstödsnämnden på uppdrag av regeringen. Priset per aktie var 92 kronor. De privatpersoner som erhöll tilldelning fick dock köpa till rabatterat pris av 85 kronor. Totalt avyttrades vid detta tillfälle 34,5 procent av aktierna i banken vilket gav staten en intäkt på 6,4 miljarder kronor.²⁰

- *November 1995: börsintroduktion*

Nordbanken introducerades på Stockholms Fondbörs.

- *Oktober–november 1996: inlösen*

Nordbankens finansiella kapacitet kom att förbättras så pass mycket att det fanns utrymme för att göra en nedsättning av det egna kapitalet genom inlösen. Vid en extra bolagsstämma i Nordbanken den 23 oktober 1996 lade styrelsen fram ett förslag om inlösen av drygt 32 miljoner aktier, vilket motsvarade ca 15 procent av det totala utestående antalet aktier, till ett pris av 155 kr per aktie. Förslaget hade utformats med tanke på att staten, som ett led i privatiseringen av banken, hade utfäst sig att ställa de 32 miljonerna aktierna till förfogande för inlösen.²¹

Förslaget godkändes av stämman samt även sedermera av Finansinspektionen. Erbjudandet om inlösen offentliggjordes i november och riktades till samtliga ägare. Praktiskt taget hela inlösen om 5 miljarder kronor avsåg dock aktier ägda av staten. Statens ägande i Nordbanken reducerades därmed från 65,5 procent till 59,4 procent.

2.2. *Securums tillgångar*

2.2.1. ÖVERFÖRINGEN

Processen med att överföra tillgångar från Nordbanken till Securum påbörjades i oktober månad 1992. Man uppskattade då att tillgångar med ett bokfört värde på ca 50 miljarder kronor skulle överföras. Slutligt beslut om urval och värdering fattades dock först i samband med att tillgångarna faktiskt överfördes. Behovet av finansiering för Securum berodde naturligtvis på värdet av de överförda tillgångarna, och bestämdes i praktiken som en del av besluten om överföring. För att vi skall få en tydligare överblick av hela processen kommer urval och värdering av tillgångar att behandlas först, följt av en beskrivning av det nya bolagets kapitalstruktur.

I praktiken var det Nordbanken som avgjorde vilka tillgångar som skulle överföras. Följande principer angavs vara vägledande:

Tillgångar som belastar Nordbankens intjäningsförmåga eller som av andra skäl inte bör behållas i banken, skall överföras i sådan omfattning att Nordbanken uppnår en tillräcklig kapitaltäckningsgrad och att Securum kan fullgöra sitt uppdrag med tilldelat riskkapital och övrig finansiering. För överföring kommer i princip endast engagemang överstigande 15 miljoner kronor i fråga. Krediterna avser huvudsakligen direkt eller indirekt fastighetsrelaterade engagemang.²²

Formuleringen »som av andra skäl inte bör behållas i banken« väckte viss uppmärksamhet, och det noterades i en artikel i Dagens Nyheter²³ att det nu blev möjligt att befria Nordbanken även från helt friska krediter. Man befارade också att de företag vars krediter hamnade hos Securum närmast automatiskt skulle komma att stämplas som krisföretag och därigenom bli styvmoderligt behandlade både av Securum och av övriga kreditgivare. Dessa farhågor skall ock-

så ses i ljuset av den kritik som senare kom att riktas mot Securum för att tendera att driva fram företagskonkurser i onödan.

Tillgångarna gick igenom och värderades under hösten 1992 med bistånd av externa konsulter. Fastighetspanterna värderades av experter från bl.a. VM Fastighetsekonomer och Institutionen för fastighetsekonomi vid Kungliga Tekniska Högskolan. Värderingen av krediter och bedömningen av kredittagarnas möjligheter att fullgöra sina åtaganden utfördes av specialistavdelningen Bank & Finans vid KPMG/Bohlins. På grund av den tidsbrist som förelåg hade man dock inte möjlighet att göra individuella värderingar av samtliga krediter före årsskiftet. En femtedel av krediterna värderades därför enligt en schablonmall baserad på genomgången av de övriga fyra femtedelarna.²⁴

Utifrån en bedömning av ränteutveckling, inflationstakt och krediternas kvalitet, beslutades slutligen att Securum skulle ta över tillgångar med ett bokfört värde av ca 67 miljarder kronor, ca 17 miljarder mer än uppskattningen i oktober. Anledningen till ökningen angavs vara att kreditförlusterna i Nordbanken blivit större än tidigare beräknat. Köpeskillingen uppgick dock inte till 67 miljarder kronor, utan reducerades till följd av reserveringar för kreditförluster till 50 miljarder kronor.

Överföringen av tillgångarna reglerades av ett antal avtal mellan Nordbanken och Securum, vilka finns förtecknade i appendix. Processen granskades på flera sätt. Den rena formaliagranskningen av krediterna och säkerheterna, avseende t.ex. giltighet och rätten till överlåtelse, sköttes av Nordbanken. Den värderingsmetod som användes liksom de slutliga värderingarna godkändes av en s.k. Cash-Flow-kommitté bestående av högre tjänstemän från Nordbanken och Securum. Auktoriserade revisorn Bo Fridman, tillsatt av Nordbankens styrelse efter samråd med Finansdepartementet, följde och granskade genomförandet av rekonstruktionsprocessen i Nordbanken. Han avgav sitt yttrande den 28 oktober 1992, ett par månader före själva överföringen. Inga anmärkningar riktades vare sig mot de åtgärder som vidtagits för att avskilja de nödlidande engagemangen eller mot själva överförandet av dessa till Securum.²⁵

En översikt över de tillgångar som slutligen överfördes ges i *tabell 2.2*. Där ingick ca 3 000 krediter till ett värde av ca 60 miljarder kronor före avskrivningar samt aktier och fastigheter till ett nominellt belopp av 7 miljarder kronor. Krediterna utgjorde en tredjedel av Nordbankens totala utlåning till företag. De var genomgående av låg kvalitet. Två tredjedelar hade konstaterade kreditrisker och endast någon procent av de överförda krediterna var inte riskklassificerade. Den radikala förbättringen av Nordbankens kreditstock som blev resultatet framträder också tydligt. Av de krediter som behölls i banken var tre fjärdedelar ej riskklassade. Eftersom riskklassificeringen gjordes inom Nordbanken och kan ha påverkats av beslutet att överföra krediterna, finns det skäl att granska de engagemang som överfördes närmare.

TABELL 2.2. Tillgångar överförda från Nordbanken till Securum, miljarder kronor.

Överförda till Securum		Kvar i Nordbanken	
<i>Krediter</i>	60	<i>Krediter</i>	120
Ej riskklassade	1	Ej riskklassade	92
Under observation	3	Under observation	14
Med latent risk	14	Med latent risk	5
Med konstaterad risk	42	Med konstaterad risk	9
<i>Aktier och fastigheter</i>	7		
<i>Summa tillgångar</i>	67		
<i>Reserveringar</i>	-17		
<i>Köpeskilling</i>	50		

KÄLLA: Nordbanken AB:s årsredovisning för 1992 s. 11.

2.2.2 OM BERÄKNINGEN AV KREDITFÖRLUSTER I NORDBANKEN OCH SECURUM

Efter hand som krediterna överfördes påbörjade Securum Finans arbetet med att få ut så stora värden som möjligt från de aktuella krediterna. För varje engagemang upprättades således en handlingsplan grundad på bedömningar av låntagarens betalningsförmåga, förekomsten av andra fordringsägare och de underliggande panternas marknadsvärden. Dessa bedömningar redovisades i den s.k. checklista 4 (CL4; se nedan och kapitel 5). CL4 innehåller bland annat en beskrivning av engagemangen, en bedömning av företagets betalningsförmåga, en säkerhetsvärdering samt risk- och avvecklingsbedömning. Merparten av CL4-dokumenterna upprättades 1992 inför överlåtelsen till Securum.²⁶ Handlingsplanerna godkändes av respektive divisionschef och beslut fattades av det centrala kreditutskottet i Securum Finans. När panterna sedan överfördes till de olika tillgångsbolagen inom koncernen skedde det till de uppskattade marknadsvärdena. Utöver de nedskrivningar på 17 miljarder kronor som gjordes i Nordbanken i samband med överföringen av krediterna visade det sig nu finnas behov av ytterligare nedskrivningar på 12,4 miljarder. Härtill skulle komma ytterligare nedskrivningar på 1,8 miljarder som gjordes i tillgångsbolagen.

Uppenbarligen var det inte lätt att beräkna kreditförlusternas storlek under bankkrisen, vare sig i Nordbanken eller i andra banker, särskilt under krisens inledande år. Den större delen av det som redovisas som kreditförluster utgjordes ju av reserveringar för befarade förluster, där den exakta omfattningen av förlusten ofta inte kunde konstateras förrän efter ett antal år. Utrymmet för subjektiva bedömningar var därför stort. Svårigheterna kan illustreras utifrån de beräkningar som gjordes i dokumentet »Nya Nordbanken« under våren

1992. I tabell 2.3 har vi sammanställt den prognos som där gjordes över framtida kreditförluster – om man valde alternativet med ett avvecklingsbolag – med faktiskt utfall av kreditförlusterna:

TABELL 2.3. Kreditförluster i Nordbanken och Securum – prognos och utfall, miljarder kronor.

	1992	1993	1994	1995	Totalt
Prognos ²⁷	7,5	5,8	4,5	2,9	20,7
Utfall Nordbanken	19,2	4,2	2,1	1,2	26,7
Utfall Securum Finans		12,4	-1,5	-	10,9
Utfall totalt	19,2	16,6	0,6	1,2	37,6
Prognos–Utfall	-11,7	-10,8	+3,9	+1,7	-16,9

KÄLLA: »Nya Nordbanken« dokumentnr 2826/92, Finansdepartementet samt Nordbankens och Securums årsredovisningar.

Bortsett från att ge en påminnelse om att det är svårt att spå om framtiden ger tabellen upphov till åtminstone två reflektioner. Den första är att de stora kreditförlusterna i Securum under 1993, som ju beräknats på grundval av CL4-kalkylerna, rimligen till stor del bör ha varit kända redan under 1992, och därför rätteligen borde ha belastat Nordbankens resultaträkning. Det skulle i praktiken innebära att banken fick för bra betalt för de lånefordringar som överfördes till Securum. Den andra är att de små förlustsiffrorna för 1994 och 1995 kan vara tecken på att kreditförlusterna för tidigare år var överskattade och att detta hade bidragit till att ge en överdriven bild av stödbehovet i Securum.

2.2.3. SECURUMS KUNDREGISTER²⁸

Vi har granskat de överförda krediterna med hjälp av interna data från Securums kundregister och uppgifter från företagens årsredovisningar. Kundregistret innehöll 1993 sammanlagt 1 274 bolag. Av dessa var 790 svenska aktiebolag, se tabell 2.4, varav sammanlagt 473 redan var försatta i konkurs eller kom att gå i konkurs och 78 kom att likvideras.

Som framgår av tabell 2.4 och figur 2.1 hade 54 procent av bolagen försatts i konkurs eller likviderats redan före årsskiftet 1992/1993 då Securum avskildes från Nordbanken. Sedan Securum tog över försattes ytterligare 16 procent i konkurs, medan återstående 30 procent av bolagen rekonstruerades. I vissa företag övertog Securum en betydande andel av aktierna. Detta gällde för 38 företag varav 3 försattes i konkurs och 8 likviderades. Även bland de företag som rekonstruerades var det vanligt att merparten av verksamheten avvecklades. För en fjärdedel av dessa företag hade de totala tillgångarna minskat med mer än hälften efter två år.²⁹

TABELL 2.4. Svenska aktiebolag i Securums kundregister 1993, population och urval.

	Konkurs/ likvidation	Rekonstruktion	Totalt	Konkurs/likvidation i procent av alla företag	
				Hela perioden	Före 1993
Samtliga aktiebolag	551	239	790	70	54
Vårt urval	443	217	660	67	50

KÄLLA: Securums kundregister och Upplysningscentralen.

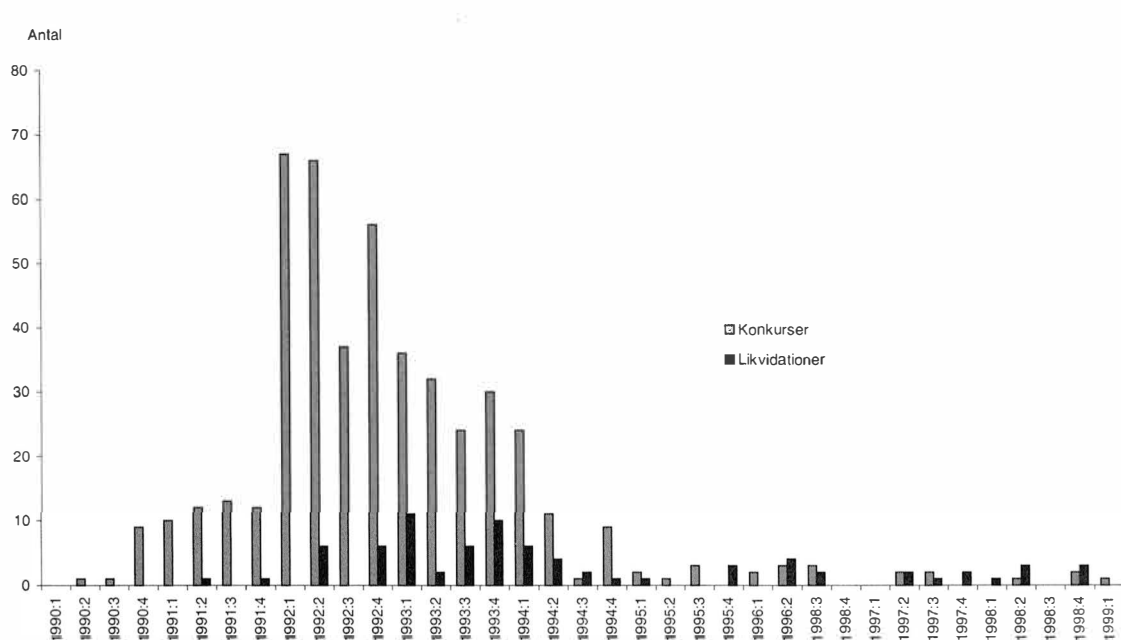
Vår undersökning omfattar de 660 aktiebolag i Securums kundregister för vilka årsredovisningar var tillgängliga från Upplysningscentralen (UC). Som framgår av tabellen var andelen företag som försattes i konkurs obetydligt lägre inom detta urval än bland alla företagen i kundregistret.³⁰ De flesta företagen var ganska små, men det fanns också enstaka större företag. Medelvärdet (medianvärdet) på tillgångarna var 162,3 (28,7) miljoner kronor, och medelvärdet (medianvärdet) på omsättningen 43,7 (7,3) miljoner kronor. 295 av företagen (45 procent) hörde till en koncern.

I huvudsak använder vi oss av de enskilda företagens bokslut, men i vissa fall skall vi även titta på resultat utgående från koncernredovisningar. Vi är framför allt intresserade av den ekonomiska statusen hos dessa företag vid tiden för Securums övertagande 1992. För knappt hälften av företagen saknades dock årsredovisningen för 1992 i UC:s databaser.³¹ Vi har då utnyttjat data från i första hand år 1991 och i andra hand år 1990. För de företag som försatts i konkurs eller likviderats var merparten av årsredovisningarna från 1990 eller 1991.³² Företagens branschfördelning framgår av *tabell 2.5*, som visar att 72 procent (354/493) av de företag för vilka branschuppgifter var tillgängliga är från fastighetsbranschen.

Utöver årsredovisningar har vi använt oss av intern dokumentation från Securum. Denna är upplagd kring ca 400 olika engagemang, där ett engagemang utgörs av ett enskilt företag eller en grupp av företag med nära ägarmässig anknytning till varandra. Det är framförallt två interna dokument om de olika kreditengagemangen som fått komplettera våra redovisningsdata: »checklista 4» (CL4) samt slutrapporter.³³ Slutrapporterna innehåller bland annat uppgifter om hur engagemanget avvecklats, resultatet från avvecklingen, och om misstankar om oegentligheter funnits.

I vissa fall uppgjordes ett CL4-dokument såväl separat för hela engagemanget som för de i engagemanget ingående företagen. I Securums arkiv återfann

FIGUR 2.1. Konkurer och likvidationer bland svenska aktiebolag i Securums kundregister 1993, antal per kvartal 1990–1999.



KÄLLA: Securums kundregister och Upplysningscentralen.

TABELL 2.5. Företagens branschfördelning.

Bransch	Konkurser/ Likvidationer	Rekonstruktioner	Totalt
Tillverkande företag (branschkod 1–3)	13	27	40
Byggnadsverksamhet (branschkod 4)	11	7	18
Parti- och detaljhandel (branschkod 5)	15	40	55
Transport och kommunikation; finansiell verksamhet (branschkod 6)	8	16	24
Fastighets- och uthyrningsverksamhet (branschkod 7)	251	103	354
Andra samhällseliga och personliga tjänster (branschkod 9)	2	0	2
Bransch ej känd	143	24	167
Totalt	443	217	660

KÄLLA: Securum och Upplysningscentralen.

vi 436 CL4 omfattande 232 engagemang. Detta innebär att vi saknar CL4-dokumentation för cirka 200 engagemang. Totalt 260 slutrapporter identifierades. Antalet observationer som ingår i analysen är därför i stor utsträckning beroende på vilken variabel som analyseras.

2.2.4. TILLGÅNGARNAS KVALITET

Nordbanken har kritiserats för att ha överfört inte endast krediter till företag i finansiell kris utan också krediter till friska företag. Den kritiken får visserligen inte mycket stöd i siffrorna i *tabell 2.2*, som tydligt pekar på att nästan inga av de krediter som överfördes var problemfria. Eftersom den klassificeringen gjordes inom Nordbanken, och därför kan ha färgats av bankens önskan att bli av med krediterna, kan det finnas skäl att göra en närmare analys av kreditrisken hos de överförda krediterna. Den finansiella och ekonomiska ställningen hos de aktuella företagen kan illustreras med olika nyckeltal avseende kapitalstruktur, likviditet och räntabilitet. Vi redovisar sådana nyckeltal för såväl de 660 enskilda företagen som för de 182 företag som var moderbolag i en koncern. Orsaken till att vi analyserar koncernboksluten separat är att det är möjligt att ett finansiellt starkt bolag ingår i en finansiellt svag koncern, och vice versa. I *tabell 2.6* presenteras värdena på olika nyckeltal. Företagen har rangordnats med avseende på vart och ett av nyckeltalen och resultaten presenteras i form av deciler, kvartiler och medianvärden.³⁴

Det första nyckeltalet är *skuldsättningsgraden*, beräknad som summan av kortfristiga och långfristiga skulder som andel av balansomslutningen. En högre skuldsättningsgrad innebär en större risk att förluster skall förbruka det kvarvarande egna kapitalet och att företaget skall hamna på obestånd. Merparten av företagen hade en mycket hög skuldsättningsgrad. För hälften var den högre än 96 procent, för tre fjärdedelar högre än 84 procent. Skuldsättningsgraden var obetydligt högre beräknad utgående från koncernbalansräkningarna. Medianvärdet var då 98 procent. Bilden ändras inte nämnvärt om vi exkluderar de företag som försattes i konkurs eller likvidation före årsskiftet 1992/1993, då Securum formellt övertogs av staten. Vid en bedömning av skuldsättningsgraden bör man beakta att tillgångarna i vissa fall kan ha varit övervärderade i bokslutet. Värdet på fastigheter sjönk kraftigt under 1990-talets första år. Det är troligt att många företag inte skrev ned värdet på sina fastighetsinnehav i tillräcklig utsträckning, vilket skulle innebära att den faktiska skuldsättningsgraden kan ha varit ännu högre än vad som anges i bokslutet.

Räntetäckningsgraden, beräknad som vinsten före räntekostnader som andel av räntekostnaderna, visar företagets förmåga att klara sina finansieringskostnader. Är den kvoten mindre än 1 täcker resultatet således inte räntebetalningarna. Värden under 2 brukar betraktas som risksignaler och indikera be-

TABELL 2.6. Finansiella nyckeltal, procent (utom för räntetäckningsgraden som är en kvot).

	Första decilen	Första kvartilen	Median	Tredje kvartilen	Nionde decilen	Antal observationer
A. Enskilda företags bokslut						
<i>A.1 Alla företag</i>						
Skuldsättningsgrad	67,5	84,2	95,7	100,2	124,2	659
Räntetäckningsgrad	4,5	1,2	0,6	-0,6	-5,6	658
Avkastning på totalt kapital	17,2	9,1	3,5	-0,8	-13,6	660
Obeståndssannolikhet	10,3	53,9	88,8	97,4	100,0	659
<i>A.2 Företag försatta i konkurs/likvidation före 1993 exkluderade</i>						
Skuldsättningsgrad	68,1	84,5	96,2	102,4	147,6	445
Räntetäckningsgrad	4,5	1,2	0,5	-0,8	-5,6	444
Avkastning på totalt kapital	20,4	10,0	3,7	-0,6	-12,6	445
Obeståndssannolikhet	10,8	51,7	89,2	97,7	100,0	445
B. Koncernbokslut						
<i>B.1 Alla företag</i>						
Skuldsättningsgrad	78,5	90,8	98,4	109,6	137,9	182
Räntetäckningsgrad	2,7	1,0	0,2	-1,3	-3,6	181
Avkastning på totalt kapital	15,0	7,2	3,1	-2,6	-14,6	181
Obeståndssannolikhet	37,4	81,4	94,1	99,4	100,0	181
<i>B.2 Företag försatta i konkurs/likvidation före 1993 exkluderade</i>						
Skuldsättningsgrad	77,8	89,9	98,2	109,4	137,9	175
Räntetäckningsgrad	3,5	1,0	0,2	-1,2	-3,5	174
Avkastning på totalt kapital	15,0	7,6	3,3	-1,8	-14,6	174
Obeståndssannolikhet	37,1	80,0	93,7	99,4	100,0	174
C. Engagemang för vilka CL4 är tillgängliga						
Säkerheternas värde/ Securums fordringar	92,6	63,9	45,3	30,2	20,9	209

KÄLLA: Securum, årsredovisningar, Upplysningscentralen och egna beräkningar.

hov av korrigerande åtgärder. För Securumföretagen var medianvärdet utgående från de enskilda bolagens bokslut 0,6. Endast en fjärdedel av företagen hade en räntetäckningsgrad som var över 1,2.³⁵ Utgående från koncernbokslut är siffrorna ännu lägre med en median på 0,2 och en första kvartil på 1,0.

Ett annat intressant mått är *säkerheternas värde* i relation till Securums fordringar. Säkerheterna bestod i huvudsak av fastigheter, vilka värderades av externa fastighetsvärderare. De bör därigenom avspegla den marknadsinformation som då fanns tillgänglig. Låga värden på säkerheterna indikerar att krediterna var nödlidande. Detta mått är beräknat för alla de 209 engagemang för vilka CL4 innehöll uppgifter om Securums fordringar och säkerheternas värde. Medianvärdet på säkerheternas värde som andel av fordringarna är 45,3 procent. Endast för 11 engagemang översteg säkerheternas värde Securums fordringar.

De skuldsatta företagens *räntabilitet* är självklart också av central betydelse, eftersom en låg lönsamhet kan leda till att det egna kapitalet förbrukas och företaget råkar på obestånd. Vi beräknade räntabiliteten på totalt kapital som resultatet före extraordinära poster och skatt plus räntekostnader och andra finansiella kostnader som andel av de totala tillgångarna. Medianvärdet på räntabiliteten var 3,5 procent, långt under vad som är tillräckligt för att täcka långivarnas och ägarnas avkastningskrav. Endast en fjärdedel av företagen hade en räntabilitet över 9,1, medan den nionde decilen låg vid 17,2 procent. Resultaten är ungefär desamma om vi i stället ser till finansieringsresultatet, definierat som resultatet före extraordinära poster och bokslutsdispositioner plus avskrivningar i relation till totala tillgångarna.

Vart och ett av dessa nyckeltal visar alltså med all önskvärd tydlighet att flertalet av de företag som överfördes till Securum befann sig i en djup finansiell kris. Samtidigt ser vi för varje nyckeltal att ett mindre antal företag hade goda värden. Det skulle kunna vara fråga om relativt friska företag som man av strategiska skäl inte ville behålla i Nordbanken, men det skulle också kunna vara företag som ingick i en finansiellt svag företagssfär.

I *tabell 2.7* presenteras fakta om de 74 företag i Securums kundregister som hade en relativt låg skuldsättningsgrad, understigande 70 procent. De flesta av dessa företag ingick i ett kreditengagemang med flera företag. Om en sådan företagssfär som helhet är finansiellt svag torde borgensförbindelser och pantar inom sfären leda till att alla krediter till sfären har en hög kreditrisk. Tabellen visar att flertalet av dessa företag ingick i en företagssfär som uppvisar ett eller flera tecken på hög kreditrisk. Således var skuldsättningen beräknad för hela sfären över 90 procent i 16 av de 74 fallen, och i 36 fall ingick företaget i en sfär där minst ett företag hade en skuldsättningsgrad som översteg 100 procent.

TABELL 2.7. Karakteristika hos företag med en skuldsättningsgrad under 70 procent.

	Antal
Företag med en skuldsättningsgrad under 70 procent	74
Avkastningen på det investerade kapitalet är negativ	21
Skuldsättningsgraden är över 90 procent inom den sfär som företaget tillhör	16
Den sfär som företaget tillhör innehåller minst ett företag med en skuldsättning som överstiger 100 procent	36
Sista tillgängliga bokslut är från 1990	25
Lån är avlyft eller återfört till Nordbanken	6
Uppfyller inte något av kriterierna ovan	13

NOT: Observera att företag kan ingå i mer än en av kategorierna i tabellen.

KÄLLA: Egna beräkningar.

Det är också viktigt att beakta den kombinerade effekten av flera indikatorer. Även om skuldsättningsgraden inte uppnått en kritisk nivå kan t.ex. företag med en mycket dålig lönsamhet betraktas som riskengagemang. 21 av de 74 företagen med en skuldsättningsgrad under 70 procent hade en negativ avkastning på totalt kapital. Analysen av företagen visade dessutom att 6 företag hade avlyfts eller återförts till Nordbanken. Bland de 74 företagen fanns dock 13 företag som inte uppfyllde något av kriterierna i tabellen. Av dessa försattes 6 företag i konkurs, varav 3 ingick i börsnoterade koncerner. Sammantaget får vi ett intryck av att så gott som alla de företag som överfördes till Securum kan betraktas som problemgäldenärer enligt åtminstone någon indikator.

Den bild som de enskilda nyckeltalen ger kan fördjupas med hjälp en statistisk modell för prognos av finansiellt trångmål.³⁶ Sådana modeller baseras på två urval av företag, en grupp med företag på obestånd och en kontrollgrupp med friska företag. Nyckeltal beräknas för ett eller flera år före den finansiella krisen för såväl företagen på obestånd som för kontrollgruppen. Olika statistiska metoder används sedan för att estimerar en statistisk modell som anger *sannolikheten för obestånd* som en funktion av ett antal olika nyckeltal. I *tabell 2.6* ovan presenteras sådana mått beräknade utifrån en modell som finns redovisad i Sundgren (2000). Modellen utnyttjar två relationstal: skuldsättningsgraden och avkastningen på det totala kapitalet och är estimerad för årsredovisningsdata från svenska börsbolag för år 1989. Obestånd definierades som att företaget försatts i konkurs eller rekonstruerats under åren 1990–1994.³⁷

Enligt prognosmodellen hade de till Securum överförda företagen en hög sannolikhet för obestånd. Medianvärdet var 88,8 procent för företagen i hela urvalet med 660 företag. För en fjärdedel av företagen var sannolikheten för

obestånd under 53,9 procent och för en fjärdedel var den över 97,4 procent. Resultaten är i stort sett oförändrade om de företag som försatts i konkurs före årsskiftet 1992/1993 exkluderas. Som jämförelse har vi använt samma modell och redovisningsdata från år 1991 för att beräkna obeståndssannolikheter för de 24 börsbolag som hamnade på obestånd under 1991–1994. Dessa företag uppvisar i genomsnitt lägre sannolikheter med medianen på 74,1 procent, den första kvartilen på 43,0 procent och den tredje kvartilen på 89,2 procent.

Trots allt fanns det ett mindre antal företag med en relativt låg obeståndssannolikhet i Securums kundregister. I *tabell 2.8* tittar vi närmare på de 73 företag som hade en lägre sannolikhet än 11,8 procent, medianvärdet för de börsbolag som inte försattes i konkurs eller rekonstruerades under 1991–1994. Av dessa hade 11 en negativ avkastning på investerat kapital, 13 ingick i en sfär med en skuldsättningsgrad som översteg 90 procent, medan 31 ingick i en sfär som innehöll åtminstone ett företag med en skuldsättningsgrad på över 100 procent. För 26 av företagen var det sista tillgängliga bokslutet från år 1990. Det är möjligt att den finansiella ställningen för dessa företag försämrats avsevärt mellan år 1990 och året då lånet överfördes till Securum. 5 av företagen hade avlyfts och återförts till Nordbanken. Det återstår 17 företag som inte uppfyllde något av de ovan nämnda kriterierna.

TABELL 2.8. Karakteristika hos företag med låg sannolikhet för obestånd.

	Antal
Företag med sannolikhet för obestånd mindre än 11,8 procent	73
Avkastningen på det investerade kapitalet är negativ	11
Skuldsättningen är över 90 procent inom den sfär som företaget tillhör	16
Den sfär som företaget tillhör innehåller minst ett företag med en skuldsättning som överstiger 100 procent	31
Sista tillgängliga bokslut är från 1990	26
Lån är avlyft eller återfört till Nordbanken	5
Uppfyller inte något av kriterierna ovan	17

NOT: Observera att företag kan ingå i mer än en av kategorierna i tabellen.

KÄLLA: Egna beräkningar.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att de allra flesta företag som överfördes till Securum hade en hög skuldsättningsgrad, låg räntetäckningsgrad och en hög beräknad sannolikhet för obestånd. Dessutom översteg Securums fordringar värdet på säkerheterna i så gott som alla fall. Slutsatsen är därför att om friska krediter överhuvudtaget överfördes, utgjorde dessa en ytterst liten andel av alla krediter som överfördes till Securum.

2.3. Securums kapitalstruktur

Ett definitivt beslut om hur Securums verksamhet skulle finansieras kunde inte tas förrän genomgången och värderingen av Nordbankens problemtillgångar hade slutförts. Som vi sett i *tabell 2.2* resulterade den i ett värde på 50 miljarder kronor för de tillgångar som överfördes till Securum. Härtill kom att bolaget gavs 1 miljard i kassa, varför prislappen blev 51 miljarder. Det var således det belopp som skulle finansieras den 1 januari 1993. Dessförinnan krävdes dock vissa inledande insatser. Vid bildandet den 6 oktober 1992 hade Securum AB fått ett eget kapital på 1 miljard kronor, varav 100 miljoner i aktiekapital och 900 miljoner i reservfond. Vidare fick Riksgäldskontoret den 29 oktober i uppdrag av regeringen att utfärda ett garantiåtagande på 9,85 miljarder kronor som skulle tillföras Securum i samband med att koncernen övergick i statens direkta ägo den 1 januari 1993. Frågan gällde nu hur stort eget kapital Securum skulle ha och hur stor del av de 51 miljarderna som skulle täckas med lån. Med CSFB:s rapport som underlag tog regeringen det slutliga beslutet om finansieringen av Securum den 22 december 1992.

Beslutet om finansieringen av Securum innehöll ett statligt åtagande om 24 miljarder kronor. I syfte att ge den nybildade koncernen finansiell stabilitet infriade staten detta åtagande i form av ett ovillkorat aktieägartillskott i stället för garantier om en successiv tillförsel av finansiella medel.³⁸ Det visade sig att bara 23 miljarder kronor behövde utnyttjas, och Securum avstod senare vid upprättandet av årsredovisningen för 1993 från den sista miljarden.³⁹ Resterande finansieringsbehov skulle täckas genom lån på förmånliga villkor från Nordbanken till ett belopp av 27 miljarder kronor. Härav utgick 10 miljarder i form av förlagslån för vilket staten ställde en garanti på samma belopp, samt ytterligare 5 miljarder kronor som kredit i räkning. Lånen reglerades genom fyra avtal undertecknade i januari 1993 (se appendix för detaljer). Räntan på lånen i inhemsk valuta var satt till gällande interbankränta (STIBOR). I de fall Securum lånade i utländsk valuta skulle räntan motsvara Nordbankens egen upplåningskostnad. Lånen skulle, förenklat uttryckt, amorteras i den takt som medel inflöt från de övertagna tillgångarna, i den mån dessa inte behövdes för att täcka andra utgifter i Securums verksamhet. Utseendet på Securums balansräkning sammanfattas i *tabell 2.9*.

Securum gavs således en hög soliditet från starten. Grundtanken angavs vara att det egna kapitalet skulle vara så stort att det täckte dels de ytterligare kreditförluster som kunde förväntas uppstå när tillgångarna såldes, dels skillnaden mellan den låga avkastningen som tillgångarna kunde förväntas ge och räntekostnaden för Securums upplåning fram till dess att tillgångarna kunde säljas. Av den redogörelse som regeringen lämnade till riksdagen i maj 1993 framgår att »om beräkningarna visar sig vara riktiga, kommer hela det egna fria kapitalet att vara förbrukat när verksamheten slutligen avvecklas».⁴⁰

TABELL 2.9. Securums tillgångar och skulder, januari 1993, miljarder kronor.

Tillgångar		Skulder och eget kapital	
Kassa	1	Lån	17
Krediter	60	Förlagslån	10
Aktier	6	Eget kapital	24
Fastigheter	1		
Reserveringar från Nordbanken	(17)		
<i>Summa</i>	51	<i>Summa</i>	51

KÄLLA: Securum AB:s årsredovisning för år 1992.

De växande statliga insatserna uppmärksammades av media: »Notan för Nordbanken exploderar« skrev Dagens Industri⁴¹ och konstaterade att statens insatser nu kunde jämföras med ett års dubbla försvarsanslag. Kritiker hävdade att om man ger ett bolag ett eget kapital av denna storlek och samtidigt ger det uppdraget att på lång sikt avveckla sig självt, kan man vara säker på att ledningen kommer att förbruka hela kapitalet. Stadshypotekets VD Lars Wohlin betecknade storleken på Securums egna kapital såsom »absurt«. Wohlin med flera kritiker hävdade att en garanti av Securums balansräkning hade varit att föredra. Avrop av kapital successivt efter behov hade varit en annan konstruktion, som inte heller skulle tära lika hårt på den statliga likviditeten.⁴²

I och med att planerna på en privatisering av Nordbanken tog fastare form under 1994 och 1995 kom förutsättningarna för bankens lån till Securum att ändras. Nordbanken var inte längre lika intresserad av att finansiera Securum på fördelaktiga villkor utan ville omförhandla lånen. Trots att löptiden på de ursprungliga lånen var satt till en bit in på 2000-talet startade således redan våren 1994 diskussioner om nya lånevillkor. Att komma överens visade sig dock inte så lätt. Securum hade av förklarliga skäl inget intresse av att snabbt förhandla sig till sämre lånevillkor, allra minst med tanke på att lånen faktiskt löpte ca 10 år till. Innan man förde diskussionerna vidare med Nordbanken ville Securum därför sondera terrängen genom att titta på andra finansieringslösningar och ta kontakt med andra finansörer.⁴³

I detta läge utfärdade Bankstödsnämnden ett brev som bekräftade att Securum var ett sådant institut som, enligt bankstödslagen, var berättigat till bankstöd. I brevet försäkrades också att Securum, under förutsättning att kraven för bankstöd uppfylldes, skulle kunna fullfölja sina finansiella åtaganden. Bankstödsnämnden åtog sig att utfärda specifika brev till slutliga långgivare, samt att utställa en direkt garanti uppgående till 10 miljarder kronor för ett efterställt lån.⁴⁴ Med detta brev som stöd kunde Securum relativt snabbt hitta nya finansörer.

Redan i början av 1995 undertecknades en överenskommelse om refinansiering på ca 20 miljarder kronor, vilket gjorde det möjligt för Securum att i mars samma år betala tillbaka större delen av lånen från Nordbanken. Här ingick ett internationellt syndikerat lån på 1,4 miljarder USA-dollar där bl.a. Chemical Bank, Enskilda Corporate samt Nordbanken ingick som långivare. Lånet var förenat med villkor som bl.a. innebar att Securum måste förbli helägt av staten under lånetiden samt att någon utdelning inte fick ske under denna tid. Vidare fick Securum två tioåriga efterställda förlagslån bestående av ett banklån på 5 miljarder kronor samt en obligationsemission, ett s.k. private placement, riktat till institutionella placerare på 5 miljarder kronor. Arrangör och långivare var S-E-Banken och Nordbanken. Efter bemyndigande av regeringen garanterade Bankstödsnämnden dessa båda förlagslån.

APPENDIX: *Överförings- och kreditavtalen*

ÖVERFÖRINGSAVTALEN

För att reglera själva överföringen upprättades, vid sidan av de beslut som togs av regering och riksdag, ett flertal avtal mellan Nordbanken och Securum. Under 1992 och början av 1993 ingicks bl.a. följande avtal rörande överföringen av tillgångar:

- *Ramavtal angående överlåtelse av aktier* (1992-12-23, mellan Nordbanken och Securum Finans AB/Securum Aktier AB).
 - Avtalet reglerade ramen för överlåtelseerna till Securumkoncernen av sådana aktier som Nordbanken övertagit för skyddande av fordran enligt bankrörelselagens (1987:617) 2 kap. 8 §.
- *Optionsavtal avseende aktier i Securum Fastigheter AB* (1992-12-23, mellan Nordbanken och Securum AB).
 - Avtalet föreskrev en rätt för Nordbanken att sälja, och en skyldighet för Securum AB att köpa, aktierna i Securum Fastigheter AB (som sedermera övergick till att kallas Securum Fastigheter Östra AB).
- *Optionsavtal avseende aktier i Nordbanken UK Holdings Plc* (1992-12-23, mellan Nordbanken och Securum AB).
 - Se det föregående avtalet.
- *Ramavtal angående överlåtelse av krediter m.m.* (1993-01-29, mellan Nordbanken, Nordbanken Hypotek AB, Nordbanken Företagskredit AB, Nordbanken Kredit AB och Nordbanken Finans AB å ena sidan och Securum Finans AB å andra sidan).
 - Detta avtal reglerade ramen för överföringen av »nödlidande krediter, lån med avtalade ränteeftergifter samt andra tillgångar som belastar Bankens intjäningsförmåga eller som av andra skäl inte bör behållas av Banken«.
- *Avtal angående överlåtelse av tillgångar* (1993-01-29, mellan Nordbanken å ena sidan och Securum AB, Securum Finans AB och Securum Aktier AB å andra sidan).
 - Reglerar den totala köpeskillingen.
 - Innehåller en lista över vilka tillgångar som skall tas över av Securum samt en riskklassindelning av dessa tillgångar.
- *Avtal om administration av krediter och garantier* (1993-02-05, mellan Nordbanken och Securum Finans AB).
 - Avtalet träffades för att Securum till en början inte hade möjlighet att administrera de aktuella krediterna och garantierna eftersom man inte

hade byggt upp ett eget datasystem för detta. Administrationen gällde bl.a. kontoföring och avisering.

- *Avtal om gemensam säkerhet* (1993-02-08, mellan Nordbanken och Securum Finans AB).
 - Reglerar pantvård samt parternas rätt att ta betalt ur säkerheten.

KREDITAVTALEN

- *Förlagslåneavtal* (1993-01-29, mellan Nordbanken och Securum AB).
 - Det högsta sammanlagda rambelopp som Nordbanken förband sig att låna ut till Securum enligt detta avtal var 10 miljarder kronor.
 - Låneavtalet innehöll en efterställningsklausul.
 - Som säkerhet för lånet ställdes en garanti av svenska staten uppgående till 10 miljarder kronor.
 - Räntesats: STIBOR.
 - Den slutliga återbetalningsdagen var satt till den 30 december år 2007.
- *Kreditavtal* (1993-01-29, mellan Nordbanken och Securum AB).
 - Detta avtal kallades huvudavtalet.
 - Nordbanken åtog sig i och med detta avtal att lämna kredit till Securum uppgående till ett rambelopp på 17 miljarder kronor.
 - Som säkerhet för lånet pantförskrev Securum samtliga sina aktier i »nu eller senare« direkt hel- eller delägda bolag i Securumgruppen.
 - Den slutliga återbetalningsdagen var satt till den 30 december 2001.
- *Avtal beträffande kredit i räkning I, II* (1993-01-29, mellan Nordbanken och Securum AB).
 - Nordbanken åtog sig i och med dessa avtal att till Securum bevilja kredit i räkning uppgående till högst sammanlagda belopp om 3 resp. 2 miljarder kronor (inkl. debiterad ränta). Krediterna var avsedda att användas som likviditetsreserv i Securum.
 - Till säkerhet för lånen gällde den generella pantförskrivningen i huvudlånet.
 - Slutlig återbetalningsdag var satt till den 30 december år 2007.

3. Avecklingsbolag – principer och utländska erfarenheter

I förra kapitlet beskrev vi den process som ledde fram till att Securum skapades. Att bilda ett särskilt avecklingsbolag var naturligtvis bara ett sätt bland många möjliga att ta hand om Nordbankens bestånd av problemkrediter. I detta kapitel skall vi uppehålla oss vid detta val och jämföra avecklingsbolag med alternativa sätt att hantera problemkrediter. Vi gör det utifrån två skilda perspektiv. I avsnitt 3.1 ger vi en översiktlig presentation av hur några andra länder har hanterat krisbanker och särskilt deras bestånd av dåliga lån. I avsnitt 3.2 skall vi sedan föra ett mer principiellt resonemang om vilka faktorer som har betydelse för om ett särskilt avecklingsbolag är den lämpligaste organisationsformen.

3.1. *Internationella erfarenheter*

Bankkriser av större omfattning leder nästan undantagslöst till att staten direkt eller indirekt får ansvar för de delar av banksystemet som annars skulle ha gått under. Sverige valde, i likhet med t.ex. Norge och delvis Finland, att låta staten ta över ägandet av de banker som inte kunde överleva på marknaden för att sedan driva bankrörelsen vidare i relativt oförändrad form. I likhet med i USA, men till skillnad från i Norge, uttalades på ett tidigt stadium att det statliga ägandet enbart skulle vara temporärt. Jämfört med USA iklädde sig dock staten i Sverige en mycket mer aktiv ägarroll. Det gäller hanteringen av såväl den friska verksamheten i Nordbanken som de nödlidande krediterna i Securum. I båda bolagen var strävan att vidta åtgärder för att höja marknadsvärdet på bolagen och deras olika tillgångar.

En åtgärd som brukar anses göra den svenska bankkrishanteringen särpräglad i ett internationellt perspektiv är just tillskapandet av ett särskilt avecklingsbolag med ett tydligt uppdrag att aveckla sig självt. Att detta skulle vara unikt svenskt är dock en sanning med modifikation. En studie från IMF,¹ ger en översikt över vilka medel som använts för att lösa bankkriser och omstrukturera banksystem i 24 olika länder. Det visar sig att någon form av avecklingsbolag (»workout unit») använts i tre fjärdedelar av de studerade länderna. Författarna anser sig också finna ett samband i så måtto som att alla länder vilka de bedömer ha gjort stora framsteg i att lösa problemen i banksektorn har använt sig av »workout units».² Graden av självständighet i förhållande till stat och regering varierar dock. Det torde vara ovanligt med avecklingsbolag som

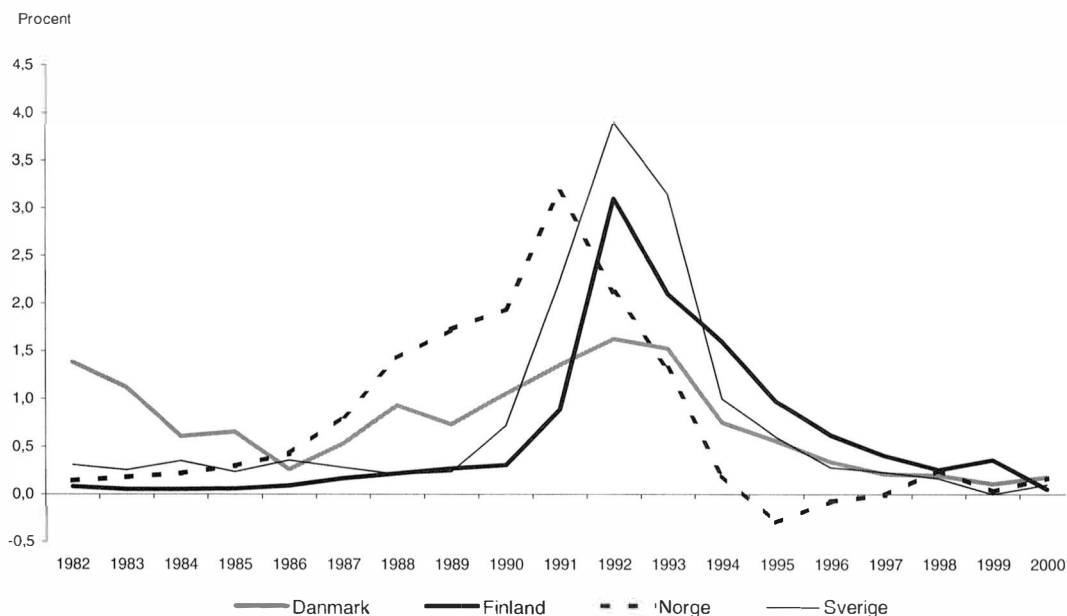
likt Securum gavs en sådan självständighet och finansiell styrka att de hade möjlighet till nyinvesteringar och att de själva kunde välja takt och metoder för sin avveckling.

Utan att göra någon fullständig genomgång av hur avvecklingen hanterades i andra länder kan det ändå vara lärorikt att titta lite närmare på ett par fall. Det är då naturligt att studera våra nordiska grannländer Norge, Finland och Danmark – där krisens bakgrund var relativt likartad den svenska – samt USA, vars krishantering är väl dokumenterad.

3.1.1. DE NORDISKA LÄNDERNA

Problem i banksektorn utvecklades ungefär parallellt i alla de nordiska länderna som ett resultat av en snabb kreditexpansion under den senare delen av 1980-talet och påföljande makroekonomiska kriser.³ Figur 3.1 ger en översikt över kreditförlusternas utveckling. Med undantag för i Danmark var kreditförlusterna så stora att problemen utvecklades till systemkriser.

FIGUR 3.1. Kreditförluster som andel av bankernas samlade tillgångar 1982–2000, procent.



KÄLLA: Koskenkylä (2000), figur 3.

Den norska bankkrisen växte fram under de sista åren på 1980-talet. Till bakgrunden hör en expansiv penningpolitik under mitten av 1980-talet som i kombination med en allmän högkonjunktur ledde till att bankernas utlåning ökade med 20–30 procent årligen under perioden 1985–1987. Utlåningsexpansionen ledde samtidigt till att bankernas soliditet försvagades. När sedan konjunkturen vek, med nolltillväxt i BNP åren 1988–1990, ökade bankernas kreditförluster från under 1 procent av utlåningen per år till som mest 6 procent av utlåningen under 1991. Under perioden 1987–1993 uppgick affärsbankernas kreditförluster i genomsnitt till 2,7 procent av utlåningen.⁴ Till skillnad från i Sverige var förlusterna relativt jämnt fördelade över olika sektorer i ekonomin.⁵

Kreditförlusterna ledde till att bankernas egna kapital urholkades. Genom regeringsbeslut i december 1991 tvingades aktieägarna i två av de tre dominerande affärsbankerna – Kreditkassen och Fokus Bank – att skriva ned värdet på aktierna till noll. Genom tillförsel av nytt kapital kom sedan staten att ta över dessa banker utan någon ersättning till de gamla aktieägarna.⁶ I den största affärsbanken, Den norske Bank, beslöt aktieägarna själva under 1993 att skriva ned aktiernas värde till noll. Även här kom staten sedan att ta över ägandet.

På många sätt påminde alltså situationen i Norge 1992–1993 om den i Sverige vid samma tidpunkt, med några viktiga skillnader. För det första hade staten blivit den helt dominerande ägaren på den norska bankmarknaden, medan den svenska staten endast hade ägaransvar för en tredjedel av de svenska storbankerna. För det andra var kreditförlusterna i Norge inte alls så nära knutna till fastighetsmarknaden som i Sverige. För det tredje hade Norge redan lagt botten i den makroekonomiska krisen bakom sig med en BNP-tillväxt på ett par procent årligen från 1991, medan den ekonomiska krisen i Sverige var akut när beslut om bankerna och deras nödlidande krediter skulle tas.

I Norge kom de nödlidande krediterna att hanteras inom ramen för de existerande bankkoncernerna. Särskilda avdelningar byggdes t.ex. upp för att ta hand om de fastigheter som tagits över som säkerheter. Däremot lyftes nödlidande krediter inte över till ett särskilt avvecklingsbolag som i Sverige och Finland, något som också förespråkades i Norge. Stortingets granskningskommission (1998) diskuterar frågan, men hävdar att fördelarna inte är uppenbara så länge som man inte kan visa att det samlade värdet av avvecklingsbolaget och den kvarvarande »friska» banken skulle överstiga värdet på hela den ursprungliga krisbanken.⁷ Vi återkommer till en principiell diskussion av den frågan i avsnitt 3.2.2.

Ett huvudsyfte med de svenska och finska avvecklingsbolagen var att göra det möjligt att avveckla krediterna över en längre period. I Norge har bl.a. Kreditkassen kritiserats för att ha sålt fastighetspanter snabbare än nödvändigt när

marknaden stod på botten omkring 1991. Den norska granskningskommis- sionen avfärdar denna kritik med argumentet att det vid den tidpunkten inte fanns grund för att bedöma fastigheter som någon särskilt fördelaktig investe- ring, och att därför valet av försäljningstidpunkt skulle sakna betydelse. Sam- manfattningsvis kan det finnas flera anledningar till de skilda bedömningarna i de olika nordiska länderna. En skillnad var att det allmänna ekonomiska lä- get var bättre i Norge än i Sverige och Finland när bankkrisen var akut, en an- nan att den norska krisen inte var så koncentrerad till fastighetssektorn.

Finland

Bakgrunden till den finska bankkrisen⁸ påminner om den i Sverige och Nor- ge. Bankernas utlåning ökade snabbt under slutet av 1980-talet, med 30 pro- cent under 1988. Förklaringen var till stor del avregleringen av kreditmark- naderna under 1986–1987 i kombination med en högkonjunktur och ett skattesystem som gynnade lånefinansiering. Högkonjunkturen bröts 1989, mycket som ett resultat av krisen i Ryssland, och följdes av nolltillväxt under 1990 och en minskning av BNP med så mycket som 6 procent under 1991. Kreditförlusterna i banksystemet exploderade under 1992, då de uppgick till 6 procent av utlåningen. Liksom i Sverige var förlusterna starkt koncentrerade till fastighetssektorn, som svarade för ca 45 procent av alla förluster.⁹

Värst utsatt av de finska bankerna var Skopbank, en affärsbank gemensamt ägd av de finska sparbankerna. Sedan den fått akuta likviditetsproblem under 1991 övertog Finlands Bank ägandet. Krisen spred sig sedan till en stor del av det finska sparbanksväsendet med följd att den finska staten fick gå in med y- terligare stöd. Som villkor för stöd drev staten fram en fusion, där ca hälften av sparbankerna under 1992 slogs samman till Sparbanken Finland. Den finska staten erbjöd också övriga banker kapitaltillskott i form av räntebärande s.k. ka- pitalbevis, vilka var kopplade till en rätt för staten att konvertera dem till aktie- kapital i de banker som inte erlade kontraktsevenlig ränta. Kapitalbevisen kom sedermera att lösas in av bankerna.

Under 1993 delades Sparbanken Finland upp i fyra delar som såldes till öv- riga banker. Samtidigt bildades ett särskilt bolag, Egendomsförvaltningsbola- get Arsenal, som övertog nödlidande krediter, fastighetspanter m.m. till ett sammanlagt värde av drygt 40 miljarder mark. Syftet angavs till att »så effektivt och lönsamt som möjligt realisera egendom ... som kommit i dess ägo«. Det be- tonades särskilt att bolaget skulle ges möjlighet att ha en lång tidshorisont för sin verksamhet: »verksamhetstanken får inte vara att egendomen så snabbt som möjligt förvandlas till pengar«. Vidare poängterades att »vid bedömning av för- säljningstidpunkten bör det också beaktas att realiseringsåtgärderna inte utgör ett störningsmoment för den övriga marknaden«.¹⁰ Som synes är parallellerna till Securums syften starka.

Arsenal avvecklades under 1999. Merparten av tillgångarna var då sålda och resterande tillgångar överfördes till andra statliga bolag. Enligt en utvärdering av Arsensals verksamhet på fastighetsmarknaden anses bolaget ha lyckats väl och sålt sina fastigheter till goda priser med hänsyn till marknadsutvecklingen.¹¹

Danmark

Danmark hade en mindre dramatisk ekonomisk utveckling än övriga nordiska länder under 1980-talet. Även om BNP utvecklades svagt noterades inte fallande BNP under något år. Den danska kreditmarknaden var i väsentliga stycken avreglerad redan tidigare och den privata sektorns skuldsättning ökade inte lika snabbt som i de andra länderna.¹² När flera år med svag tillväxt kombinerades med stigande världsmarknadsräntor i början av 1990-talet ökade dock kreditförlusterna även i Danmark, dock till lägre nivåer än i övriga nordiska länder. Eftersom de danska bankerna i allmänhet var väl konsoliderade i utgångsläget uppstod heller ingen allmän bankkris. Det förekom dock ett antal fall där banker hade problem, som oftast löstes utan statlig inblandning genom konkurs eller samgående mellan olika banker.

I några fall förekom likviditetstillskott från Danmarks Nationalbank. Danmark erbjuder också ett exempel där ett särskilt avvecklingsbolag bildats. Det gäller Varde Bank. Den var Danmarks nionde största bank när den fick problem 1992. Problemen löstes genom att en annan privat bank, Sydbank, övertog den friska delen av verksamheten. Resten överfördes till ett särskilt avvecklingsbolag finansierat med lån från Nationalbanken.

3.1.2. ERFARENHETER FRÅN USA

USA är det land som under senare år har den mest omfattande erfarenheten av att hantera krisbanker. Den amerikanska bankkrisen växte fram under hela 1980-talet och var inte slutgiltigt avvecklad förrän i mitten av 1990-talet. Anledningen till att den blev så långvarig och omfattande kan till stor del sökas i de amerikanska myndigheternas hantering av krisen. Under lång tid tycks man i stor utsträckning mest ha skjutit problemen framför sig. Icke desto mindre finns det viktiga lärdomar att dra från de amerikanska sätten att hantera övertagna banker och deras problemkrediter, när man väl tog sig an problemen. De amerikanska erfarenheterna är särskilt intressanta eftersom man genom åren kom att pröva ett antal olika metoder att hantera övertagna banker. Den amerikanska bankkrispolitiken är också väl dokumenterad.¹³ Det är därför naturligt att ägna särskild uppmärksamhet åt den.

Den amerikanska bankkrisen

Bankkrisen i USA skiljer sig från kriserna i flertalet andra länder – Japan undantaget – genom sin långvarighet. Antalet banker i kris började öka redan i

början av 1980-talet, men krisen nådde sin kulmen först ett decennium senare. Sammanlagt berörde krisen nära 3 000 sparbanker (Savings and Loan Associations) och affärsbanker, som antingen gick i konkurs och togs över av tillsynsmyndigheterna, eller fick direkt statligt stöd för att kunna omorganiseras och driva verksamheten vidare.

Bakgrunden till krisen kan bl.a. sökas i de regleringar som ännu i början av 1980-talet begränsade bankernas verksamhet, och medförde att särskilt sparbankerna i många fall kom att utsätta sig för stora ränterisker framför allt genom att de finansierade långfristiga bostadslån med avistainlåning. När det allmänna ränteläget steg till följd av att penningpolitiken efter 1979 blev mer inriktad på att hålla nere inflationen, medförde obalansen där tillgångar med långsiktigt bundna räntor skulle finansieras till stigande rörliga räntor en akut krissituation för rader av banker.

Samtidigt genomfördes olika avregleringar under 1980-talet som gav bankerna större frihet att placera sina tillgångar. Det låg då nära till hands för bankerna att söka ta sig ur svårigheterna genom att välja en mer riskfylld inriktning på sin verksamhet, t.ex. genom spekulativ fastighetsutlåning. För många banker blev resultatet endast att krisen fördjupades.

Till bilden av krisen hör också att bankernas verksamhet i allmänhet var starkt regionalt begränsad, i många fall med utlåningen koncentrerad till jordbruks- och energisektorerna, två krisbranscher i USA under senare delen av 1980-talet. Genom sin geografiska koncentration drabbades de också hårt av regionala ekonomiska kriser som ofta fick sina mest dramatiska uttryck på fastighetsmarknaden, bl.a. i Texas i mitten av 1980-talet och i New England några år senare.

Till skillnad från i Sverige var allmänhetens insatta medel i amerikanska banker garanterade genom ett system för inlåningsförsäkring, vilket införts som ett resultat av 30-talskrisen. Systemet hanterades av två federala organ, Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) för affärsbankerna och Federal Savings and Loans Insurance Corporation (FSLIC) för sparbankerna. Deras uppgift var dels att hantera betalningar till och från respektive fond för inlåningsförsäkring, dels att ingripa när banker närmade sig den lagstadgade gränsen för solvens och kapitaltäckning.

I takt med att alltfler förlusttyngda banker togs över kom de fonder som byggts upp genom avgifter under många år nu att tömmas i snabb takt. Snabbast gick det på sparbankssidan, där krisen var mest omfattande, och redan 1989 fick FSLIC läggas ned med ett underskott i försäkringsfonden på 75 miljarder dollar. I stället skapades ett nytt organ, Resolution Trust Corporation (RTC), med ett tidsbegränsat uppdrag att reda upp sparbankskrisen.

Krisens utveckling mätt med antalet och storleken på de banker som togs över och avecklades sammanfattas i *tabell 3.1*. Den visar att den amerikanska

bankkrisen var en utdragen process som nådde sin kulmen först vid utgången av 1980-talet, efter ett decennium av onormalt höga kreditförluster. Sammanlagt fick de amerikanska krismyndigheterna ta hand om 2 900 banker. De banker som stängdes mellan 1980 och 1994 svarade för ca en femtedel av banksystemets samlade tillgångar. Under det värsta krisåret 1989 gick mer än 500 banker under. Även med hänsyn tagen till den amerikanska ekonomins storlek var antalet drabbade banker mycket större än i de nordiska länderna.

I allmänhet rörde det sig dock om ganska små banker. Den totala omfattningen mätt med bankernas samlade tillgångsvärden var drygt 900 miljarder dollar, vilket innebär att den genomsnittliga krisbanken hade tillgångar på ca 300 miljoner dollar motsvarande under 2 miljarder svenska kronor (omräknat enligt växelkursen i början av 1990-talet). Endast i ett par fall rörde det sig om mycket stora banker. Continental Illinois Bank i Chicago och First Republic Bank Corporation i Dallas hade båda tillgångar på mellan 33 och 34 miljarder dollar, motsvarande ungefär 200 miljarder kronor. Som jämförelse kan nämnas att Nordbankenkoncernen var dubbelt så stor med en balansomslutning 1990 på 411 miljarder kronor.

TABELL 3.1. Avvecklade banker i USA 1980–1995, antal och tillgångar i miljarder dollar.

	FDIC		FSLIC		RTC	
	Banker	Tillgångar	Sparbanker	Tillgångar	Sparbanker	Tillgångar
1980	11	8,08	11	1,69	–	–
1981	10	4,97	34	30,85	–	–
1982	42	11,55	73	26,44	–	–
1983	48	7,27	51	9,78	–	–
1984	80	36,53	26	5,57	–	–
1985	120	8,40	54	17,73	–	–
1986	145	6,82	60	15,38	–	–
1987	203	9,24	48	8,72	–	–
1988	279	52,68	185	102,14	–	–
1989	207	29,40	8	0,73	318	141,75
1990	169	15,73	–	–	213	130,25
1991	127	62,47	–	–	144	79,03
1992	122	44,55	–	–	59	44,88
1993	41	3,53	–	–	9	6,11
1994	13	1,41	–	–	2	0,13
Totalt	1617	302,63	550	219,03	745	402,15

KÄLLA: FDIC (1998) chart I.1–1 och I.1–5.

FDIC och FSLIC hade tre huvuduppgifter: att hantera betalningar till och från respektive fond för inlåningsförsäkring, att övervaka de försäkrade instituten och begära att institut på obestånd försattes i konkurs, samt att agera konkursförvaltare. De olika uppgifterna kan sägas komplettera varandra på ett naturligt sätt. Genom att bedriva effektiv övervakning, att se till att institut sätts i konkurs innan det egna kapitalet är helt förbrukat samt att förvalta konkursboet på ett effektivt sätt kan man bidra till att hålla nere utbetalningarna från försäkringsfonden.

Till skillnad från i Sverige fanns det alltså redan när krisen började utvecklas institutioner på plats, vilka i princip borde ha intresse av att ingripa. I praktiken fungerade det inte så, utan det visade sig finnas motsättningar mellan de övervakande myndigheternas intressen på kort och lång sikt. På kort sikt var det frestande att försöka hålla nere utbetalningarna från försäkringsfonderna genom att se genom fingrarna och tillåta banker med svag soliditet att fortsätta att operera. Priset blev dock i de flesta fall att än större förluster måste tas fram vid en senare tidpunkt. Framför allt FSLIC har kritiserats för att ha betett sig på detta sätt.

När sparbankskrisen utvecklats så långt att det ändå var sannolikt att fondens medel skulle ta slut var det särskilt lockande att tillåta konkursmogna banker att fortsätta operera ännu en tid. Så länge som det fanns en rimlig chans att bankernas situation skulle ordna upp sig, fanns det också en chans för att FSLIC skulle komma ur krisen utan att behöva gå till kongressen och be om mer pengar för att kunna möta sina åtaganden. Som bekant blev så inte fallet. 1988 var fondens pengar slut.

Sparbankskrisen tycks ha förvärrats genom problem med *moral hazard* på två nivåer. Begreppet avser en situation där en aktör stimuleras till alltför stort risktagande genom att positiva resultat tillfaller honom fullt ut, medan negativa resultat kan vältras över på någon annan. För sparbanker nära konkurs skulle framtida förluster komma att bäras av fordringsägare och FSLIC, medan eventuella vinster kunde behållas inom banken. Konkurshotade institut hade därför incitament att ta extra stora risker.

Motsvarande mekanism kan som nämnts även ha påverkat ledningen för FSLIC. När fonden för insättningsförsäkring höll på att ta slut kunde man hoppas på att verksamheten skulle kunna drivas vidare utan tillskott från skattebetalarna så länge som inte ytterligare sparbanker försattes i konkurs. Ledningen för FSLIC och sparbankerna kan därför ha haft ett gemensamt intresse av att redan inträffade kreditförluster inte lyftes fram i ljuset och att problembanker därigenom i det längsta gavs möjlighet att fortsätta sin verksamhet. I den amerikanska debatten om sparbankskrisen har detta beskrivits som *regulatory forbearance*¹⁴.

I slutändan kom kostnaden för att sparbankskrisen tilläts utvecklas så länge att bäras av de amerikanska skattebetalarna. Den slutliga notan har beräknats till drygt 200 miljarder dollar eller 3,5 procent av ett års BNP.¹⁵

RTC¹⁶ bildades 1989, efter det att FSLIC gått i graven, som en del av ett större kongressbeslut, FIRREA, syftande till att reda upp sparbankskrisen.¹⁷ Dess uppdrag var tidsbegränsat, frikopplat från inlåningsförsäkringen och helt fokuserat på att hantera fallerade sparbanker. Från början var dess mandat på tre år, men det förlängdes sedan i ytterligare en treårsperiod innan uppdraget var slutfört och RTC kunde läggas ned 1995. Man underskattade från början medelsbehoven för att driva verksamheten och det krävdes flera nya kongressbeslut där RTC tilldelades ytterligare resurser.

Kongressen satte upp tre mål för RTC:¹⁸ 1) att maximera avkastningen (*net present value return*) på de resurser som övertagits från stängda sparbanker; 2) att minimera effekterna på lokala fastighets- och kreditmarknader; samt 3) att bidra till att göra billiga bostäder tillgängliga för låg- och medelinkomsttagare. Eftersom RTC:s fastighetsinnehav var starkt koncentrerat till vissa regioner uppfattades de första två målen stå i strid med varandra. Värdemaximering talade ofta för en snabbare avveckling än vad som var förenligt med stabilitet på den lokala fastighetsmarknaden. Vidare medförde det bostadspolitiska målet att hänsyn måste tas till köparens intentioner med de fastigheter som försålles.

Metoder för att hantera banker i kris

Processen att ta över krisbanker kan delas upp i två led. Det första avser hur man hanterade den krisdrabbade banken och det andra hur man avyttrade övertagna banktillgångar. För att hantera banker i kris använde de amerikanska avvecklingsinstitutionerna tre huvudsakliga metoder: överlåtelse av rörelsen (*purchase and assumption transactions*), betalning till insättarna (*deposit pay-offs*) och direkt stöd till krisbanken (*open bank assistance*).

Den första metoden innebar att problembankens tillgångar och skulder helt eller delvis överläts till en frisk bank. Det var den metoden som såväl FDIC som RTC försökte tillämpa i första hand där det bedömdes som möjligt. Den användes i mer än hälften av alla fall (se *tabell 3.2*). En överlåtelse föregicks normalt av budgivning där intresserade banker fick ange såväl pris som vilka tillgångar och skulder man önskade överta.

I allmänhet kom överlåtelsen endast att omfatta en del av problembankens balansräkning. Den inlåning som omfattades av inlåningsförsäkringen ingick alltid, men annan inlåning och andra skulder likaväl som problemkrediter låg ofta utanför transaktionen. Dessa krediter var ju ofta förknippade med stor osäkerhet samtidigt som de var särskilt svåra att värdera för en extern köpare.

Med tiden blev det ett växande problem för avvecklingsinstitutionerna att de kom att bli sittande med en stor mängd problemkrediter. De utvecklade därför metoder för att dela på riskerna och på så sätt göra det mer attraktivt för förvärvande banker att även ta över dåliga lån. En sådan metod var att erbjuda den förvärvande banken saljoptioner på dessa lån. Om lånen visade sig vara av säm-

re kvalitet än förväntat var man ändå garanterad ett lägsta värde. Användandet av säljoptioner fick dock vissa bieffekter. Dels kunde den köpande banken plocka russionen ur kakan och bara behålla sådana krediter som var undervärderade i förhållande till lösenpriset. Dels tenderade värderna att bli eftersatt i de fall där det på ett tidigt stadium stod klart för den köpande banken att den skulle utnyttja sin rätt att sälja tillbaka krediten. För att lösa dessa problem började man i stället att använda vinstdelningskontrakt, där problemkrediter buntades samman i paket, och slutresultatet efter avveckling delades mellan den förvärvande banken och avvecklingsinstitutionen. Härigenom fick den förvärvande banken incitament att vårda krediterna effektivt.

TABELL 3. 2. Olika metoder för att hantera krisbanker, andelar av antalet engagemang, procent.

	Överlåtelse av rörelsen	Betalning till insättarna	Direkt bankstöd
FDIC 1980–1994	73,5	18,3	8,2
RTC 1989–1995	66,5	33,5	0

KÄLLA: FDIC (1998), chart I.1–3 och I.1–4.

Huvudalternativet var således att *överlåta* den försäkrade inlåningen och så mycket som möjligt av *bankrörelsen* i övrigt i en och samma transaktion. I de fall där avvecklingsinstitutionen inte fick något acceptabelt bud för övertagande av tillgångar och skulder, fick de insättare som täcktes av inlåningsförsäkringen i stället ut sina insättningar direkt från FDIC eller RTC, som sedan behöll bankens övriga tillgångar och skulder.

Betalning till insättarna (deposit payoffs) var vanligast för mindre banker där själva rörelsen hade litet värde. I många fall överfördes insättningarna direkt till ett speciellt konto i en annan bank som tjänstgjorde som agent för FDIC. Oförsäkrade insättare fick särskilda värdepapper (s.k. receivership certificates) som berättigade dem till andelar i det eventuella restvärde som banken visade sig ha sedan alla tillgångar avvecklats. I många fall betalades delar av denna ersättning ut innan tillgångarna var slutgiltigt avvecklade.

Den tredje huvudmetoden för krishantering var att ge *direkt stöd* till en bank (open bank assistance) som därigenom kunde fortsätta driften. Sådant stöd kunde ta olika former. Oftast kopplades det till krav på ny företagsledning och på insatser av nytt ägarkapital och/eller att de gamla ägarnas intressen späddes ut. Direktstöd gavs i första hand till större banker, vars fortsatta existens bedömdes som väsentlig för den lokala marknad där de opererade. Det är viktigt att hålla i minnet att amerikanska banker på grund av lagstiftning ofta opererat på en mycket begränsad marknad, men att de där kan inta en dominerande roll.

Som ett resultat av de två första sätten att hantera banker på obestånd kom FDIC och RTC att som konkursförvaltare eller på annat sätt bli ägare till nödlidande lån, fastigheter och andra tillgångar i stor skala. Det samlade värdet av övertagna tillgångar uppgick till 924 miljarder dollar. Härav såldes 43 procent i samband med överlåtande av bankrörelsen.¹⁹

Olika metoder för att avveckla resterande tillgångar kom till användning. I stor utsträckning såldes lån, såväl friska som nödlidande, i paket till högstbjudande. Budgivning skedde till en början främst genom slutna skriftliga bud, men framför allt RTC kom under 1990-talet att arrangera öppna auktioner (*open outcry*) i relativt stor omfattning. Erfarenheterna tyder på att den senare auktionsformen oftast visade sig effektiv för att maximera intäkterna.²⁰ Värde- mässigt svarade dock öppna auktioner för en liten del av alla försäljningar av lån.

Lån som inte var nödlidande avvecklades också genom värdepapperisering. Det program för *mortgage-backed securities* som RTC utvecklade 1990 bidrog till att vidga marknaden för sådana tillgångar. Tidigare hade den dominerats av instrument uppbäckade av bostadslån med låg risk. Nu bidrog RTC till att vidga den till instrument i högre riskklasser med uppbäckning i kommersiella lån.

I många fall kom FDIC och RTC i egenskap av konkursförvaltare att ta in pantar som säkerhet för sina fordringar. Fastighetspantar såldes i allmänhet i auktionsform. Under de första åren framstod FDIC och FSLIC ofta som prisokänsliga; man var angelägen att snabbt sälja fastigheterna trots att marknaderna många gånger var hårt nedpressade. Försäljningarna fick därför karaktär av »krisförsäljningar« (*fire sales*). Detta ledde till kritik från andra marknadsaktörer för dumpning liksom kritik från kongressen och annat håll för dåligushållning med allmänna medel. Av det skälet innehöll FIRREA ursprungligen en instruktion till RTC att inte acceptera försäljningspriser under 95 procent av uppskattat marknadsvärde.²¹ När det senare uppstod kritik mot RTC för alltför långsam försäljningstakt, sänktes reservationspriset till 75 procent av uppskattat marknadsvärde.

I vissa fall lade man ut uppdrag att hantera övertagna tillgångar på privata företag. För FDIC gjordes det endast i samband med vissa större engagemang. För RTC, som i en mer direkt mening hanterade skattebetalarnas pengar, fanns det inskrivet i instruktionen att man i största möjliga utsträckning skulle utnyttja resurser från den privata sektorn. I det syftet slöt RTC särskilda avtal (*Standard Asset Management and Disposition Agreements*) med agenter som hade till uppgift att ombesörja försäljning av tillgångar. Ersättningen till dessa agenter bestod av tre komponenter: en förvaltningsavgift som var proportionell mot värdet av förvaltade tillgångar; en avvecklingspremie som var relaterad till värdet av avvecklade tillgångar;²² och en snabbhetspremie som utgick om till-

gången avvecklades inom en specificerad tid. I genomsnitt svarade förvaltningsavgiften för 43 procent av kontraktskostnaden, avvecklingspremien för 17 procent och snabbhetspremien för 40 procent.

En annan metod som användes var partnerskap (*equity partnerships*) mellan RTC och privata aktörer. Privata investerare gavs delägarande och företagsledande ansvar medan RTC stod för en del av risktagandet genom delägarskap. Sammanlagt såldes tillgångar till ett värde av över 20 miljarder dollar genom olika partnerskapsprogram.

3.2. Att avveckla problemkrediter – ekonomiska drivkrafter

Erfarenheterna från USA och andra länder låter sig naturligtvis inte överföras direkt till den svenska situationen. Ett sätt att dra paralleller med USA skulle t.ex. vara att uppfatta Securum som en svensk motsvarighet till RTC, men det är missvisande eftersom RTC:s portfölj hela tiden fylldes på med nya krisbanker, något som gjorde det svårare att utveckla en långsiktig strategi. En annan parallell skulle vara till de agenter som skötte försäljningen av vissa tillgångar för RTC:s räkning. Deras mandat var dock väsentligt snävare än det uppdrag Securum hade från svenska staten. Ändå är en jämförelse med utländska erfarenheter instruktiv, inte minst genom att den lyfter fram andra konstruktioner, kontraktsformer och försäljningsmetoder som kunde ha valts, båda av den svenska staten och av Securums ledning. I detta avsnitt skall vi diskutera olika ekonomiska mekanismer som har betydelse i sammanhanget.

Antingen en krisbank förblir i privat ägo eller tas över av staten måste ägaren välja en organisatorisk form för att hantera problemkrediterna. En enkel lösning vore att snabbt sälja krediterna vidare, genom värdepapperisering eller på annat sätt. Men detta uppfattades knappast som ett aktuellt alternativ i det akuta krisläget i Sverige 1992–1993. Dels saknades en fungerande marknad för att sälja krediter. En sådan skulle alltså behövt utvecklas, i likhet med vad RTC bidragit till att göra med mortgage-backed securities för kommersiella lån i USA. Dels bedömdes de priser man kunde få ut för krediterna, eller de underliggande säkerheterna, som onormalt lågt nedpressade i ett läge där många naturliga köpare hade finansieringsproblem. Även i detta avseende kan det ha funnits en viss skillnad i förhållande till USA, där bankkrisen visserligen var omfattande men aldrig en nationell systemkris, och marknaden som helhet därför sannolikt inte var lika likviditetsbegränsad.

Det kan diskuteras hur starka argumenten är för att inte sälja av alla krediter så snabbt som möjligt. Det hänger samman med krisens omfattning. Om förlustfallen vore få skulle det ju vara rationellt och oproblematiskt för en bank att sälja av förvärvade panter mer eller mindre omgående, men mitt i en allmän kris kan möjligheten att vänta ut branschutvecklingen bli desto viktigare. Om

priserna är nedpressade av tillfälliga finansiella problem kommer de rimligen att gå uppåt förr eller senare, frågan är snarast när och i vilken takt. Vidare kan priserna vara särskilt känsliga för ett forcerat utbud om branschen befinner sig i en finansiellt pressad situation. Vi återkommer till frågan om tidsutdräkt i samband med en diskussion om fastighetsmarknadens funktion i kapitel 7 där vi behandlar hur Securum avvecklades.

När den svenska krisen var akut och besluten att bilda Securum fattades, betraktades det dock allmänt som självklart att problemkrediterna inte skulle avyttras direkt utan att hela processen skulle tillåtas ta lång tid. Detta är därför en naturlig utgångspunkt.²³ De olika arbetsmomenten för att hantera problemkrediterna är då dessa, ordnade i ungefärlig tidsordning: 1) *omförhandling av gamla krediter* genom låneeftergifter; 2) *avveckling av krediter och panter*; 3) *strukturerande av panter och förvärv av kompletterande egendom*, främst fastigheter och aktier, i syfte att höja värdet på övertagen egendom; 4) *förvaltning av övertagen egendom*, t.ex. drift av sådan fastighets- och industriverksamhet som var förknippad med de övertagna panterna samt investeringar ägnade att höja värdet på panterna; 5) *bedömning av framtida marknadsutveckling* och prisbild för övertagna panter, något som är särskilt viktigt om det kopplas med finansiell styrka att vänta ut rätt säljtillfälle på marknaden; samt 6) *prissättning och metod för försäljning*.

Av dessa uppgifter måste den första och den sista alltid lösas, medan betydelsen av de moment som ligger däremellan kan variera. Inte minst beror det på tidsperspektivet för verksamheten. Ju längre tid som går fram till försäljning desto viktigare är förvaltningsfasen. Således lade Securum i Sverige och Arsenal i Finland, som båda hade ett långt och öppet tidsperspektiv, ned större ansträngningar på förvaltning och på att välja tidpunkt för försäljning än RTC i USA, som enligt kongressbeslut skulle avvecklas inom några år.

Det handlade alltså om att välja bästa sätt att organisera dessa olika arbetsuppgifter. Olika organisatoriska lösningar kan inordnas utefter en skala där problemkrediterna hanteras med varierande grad av oberoende i förhållande till den övriga bankverksamheten. I ena änden av skalan ligger att sköta alla arbetsmomenten helt *inom ramen för existerande organisation*. Nästa alternativ är att inom banken bilda *särskilda enheter eller dotterbolag*. Båda dessa organisatoriska lösningar ryms inom existerande bankföretag. En tredje och mer radikal lösning är att bilda ett fristående *avvecklingsbolag* (bad bank)²⁴, där problemkrediterna lyfts över till ett för ändamålet specialdestinerat företag som inte bedriver vanlig bankverksamhet.

Att organisera avvecklingsbolaget som ett fristående bolag kan öka handelsfriheten på ett avgörande sätt eftersom banklagstiftningen, med dess regler som begränsar bankers möjlighet att förvärva egendom och att välja försäljningstidpunkt, inte är tillämplig på ett sådant bolag, till skillnad från ett dot-

terbolag som på grund av »banksmitta« faller under samma regler som moderbanken. Konsekvenserna av den svenska banklagstiftningens regler i detta avseende utreds närmare i nästa kapitel.

Ett fristående avvecklingsbolag kan antingen ha samma ägare som banken eller en annan ägarkonstellation. Även om den ursprungliga tilldelningen av aktier i avvecklingsbolaget enbart skulle gå till den gamla bankens ägare kan dessa naturligtvis i sin tur sälja av sitt aktieinnehav helt eller delvis till nya ägargrupper. Denna möjlighet att sälja andelar i hela beståndet av problemkrediter kan jämföras med den värdepapperisering som genomfördes av RTC i USA.²⁵ En sådan lösning var dock knappast möjlig i Sverige, beroende på att sådana marknader var (och alltså är) outvecklade här, bl.a. beroende på gällande regler för kapitaltäckning.²⁶ Däremot var det naturligtvis möjligt att sälja ut ett avvecklingsbolag helt eller delvis.

Andra svenska banker än Nordbanken valde att lägga sina problemkrediter i dotterbolag eller i särskilda enheter inom banken. Således inrättade S-E-Banken i samband med en omorganisation i januari 1993, samtidigt som banken gjorde sig beredd att ingå i förhandlingar med Finansdepartementet och Bankstödsnämnden, en speciell division för problemengagemang under namnet Diligentia. Den bestod av tre enheter: Diligentia Finans, för engagemang som inte redan var omvandlade till panter, och två tillgångsenheter, Diligentia Fastigheter och Diligentia Invest. Division Diligentia kom att ta över panter till ett bokfört värde av 16 miljarder kronor, varav fastigheter stod för 13,5 miljarder. Diligentia Fastigheter omvandlades sedan till ett självständigt fastighetsbolag, vars aktier med ett bokfört värde på 7 miljarder kronor delades ut till bankens aktieägare. Företaget börsnoterades på OTC-listan från den 30 september 1996. I samband härmed återfördes Diligentia Invest och dess verksamhet till banken.

I Handelsbanken med dess tradition av decentralisering inrättades aldrig någon särskild division för problemkrediter, utan hanteringen av dem låg kvar hos lokalkontoren. Större problemengagemang granskades också av regionkontor och bankens centrala kreditavdelning. Däremot inrättade banken två separata tillgångsbolag, AB Närkebro för fastigheter och AB Handel och Industri för övertagna aktier. Närkebro tillfördes totalt 196 fastigheter till ett bokfört värde kring 7 miljarder kronor. Bolaget delades senare ut till bankens aktieägare och noterades på Stockholmsbörsens O-lista från juni 1996. De aktieposter som tillförts Handel och Industri såldes av varefter bolaget avvecklades i början av 1996.

För Nordbankens problemkrediter valdes att organisera Securum som ett fristående avvecklingsbolag. Från januari 1993 var Securumkoncernen fristående från Nordbanken och direktägd av staten, först genom Kammarkollegiet och från maj 1993 genom den då nybildade Bankstödsnämnden.

I det följande skall vi i olika avsnitt diskutera principiella för- och nackdelar med att välja olika lägen på skalan – från att organisera krediterna inom existerande organisation till att inrätta ett fristående avvecklingsbolag. Vi särskiljer då fem huvudaspekter: möjligheter till ökad specialisering, effekter på konkurskostnader, effekter som sammanhänger med möjligheten att utnyttja interna kapitalmarknader, effekter som mer direkt beror på informationsproblem samt effekter på den interna incitamentsstrukturen i banken. Betydelsen av de restriktioner som banklagstiftningen medför behandlas tillsammans med andra juridiska spörsmål i kapitel 4.

3.2.1. SPECIALISERING

Att hantera och avveckla en stor mängd problemkrediter i ett krisläge är en helt annan slags verksamhet än den banker normalt sysslar med. De arbetsmoment vi identifierat ovan kräver en annan typ av kompetens än att bevilja krediter och bevaka dem under normala förhållanden. Visserligen blir regelmässigt ett antal krediter nödlidande, men oftast är de få – mindre än en procent av lånestocken – och i många fall är problemen knutna till speciella förhållanden i varje enskilt fall. I samband med en kris är problemkrediterna däremot i allmänhet relaterade till struktur- och branschproblem i ekonomin, t.ex. fastighetsmarknadens kollaps i det svenska fallet. I ett krisläge ökar därför behovet både av specialister på att hantera problemkrediter i allmänhet och av särskilda branschspecialister.

En särskild enhet kan mot den bakgrunden ses som ett sätt att utnyttja fördelarna med specialisering och stordrift.²⁷ Bland de uppgifter som vi listat ovan tillhör punkterna 1 och 2 (och i viss mån 6) sådant som banker regelmässigt ägnar sig åt. Det speciella i ett krisläge är främst omfattningen av verksamheten som medför att specialiserade enheter kan utnyttja skalfördelar på ett annat sätt än normalt. De övriga momenten intar normalt en mycket undanskymd plats i bankers verksamhet. Sannolikt är det lättare att snabbt bygga upp kompetens på dessa områden om verksamheten koncentreras i en särskild enhet eller ett särskilt bolag än om den skall spridas ut i den befintliga organisationen. Samtidigt skall fördelarna med att bygga upp särskild kompetens vägas mot de kostnader som det medför, och den barlast i form av särskilda enheter som man därigenom bygger in i bankorganisationen för framtiden.

Det bör också bäras i minnet att betydelsen av dessa verksamheter beror på i vilken takt man väljer att avveckla problemlånen. Om man bestämde sig för en snabb process skulle ju momenten 3, 4 och 5 förlora i betydelse, just de verksamheter som är mest främmande för normal bankverksamhet. Beslutet att låta avvecklingen av Nordbankens problemkrediter dra ut över lång tid hade därför stor betydelse för valet av organisatorisk form för verksamheten.

En annan faktor som kan tala för specialisering är att de bankanställda som

en gång varit med om att bevilja krediter som visat sig leda till problem – och som just därför ofta har den bästa informationen om låntagaren – kan vara särskilt obenägna att bidra till att problemen lyfts fram i ljuset. Sannolikt skulle det inte gagna deras framtida karriär inom banken, och de kan också ha en tendens att identifiera sig med låntagaren. Effekten kan bli att verkningsfulla åtgärder fördröjs och att det ekonomiska utfallet för banken blir sämre än nödvändigt. Det kan därför vara lämpligt att överlåta avvecklingen av problemkrediter på personer och enheter inom banken vilka tidigare inte varit involverade i kreditgivning.

För valet mellan olika sätt att organisera problemkrediter utgör specialiseringsfördelar argument mot att hantera problemkrediterna inom existerande organisation, men de har föga bäring på om det ska inrättas en ny division, ett dotterbolag eller ett separat avvecklingsbolag. Andra faktorer, som diskuteras nedan, har mer direkt betydelse för den avvägningen. Här spelar det också in att friheten för en bank, eller ett dotterbolag till en bank, att förvärva och förvalta fast egendom är starkt begränsad av banklagstiftningen (se vidare kapitel 4).

3.2.2. KONKURSKOSTNADER OCH UTTAGSANSTORMNING

Redan när planerna på att bilda ett särskilt avvecklingsbolag drogs upp inom Nordbanken under våren 1992 framstod det klart att ett viktigt delmål var att bidra till att göra »den nya Nordbanken« attraktiv på marknaden inför en framtida privatisering och börsintroduktion. Även för Securum diskuterades en försäljning, helt eller delvis, till privata ägare som en möjlighet i framtiden. Det är därför viktigt att fundera över vilken betydelse en uppdelning av en krisbank i en frisk del och ett avvecklingsbolag kan ha för marknads värdering av de båda företagen. Att den friska bankdelen skulle värderas högre av marknaden utan tyngande ballast av problemkrediter kan synas uppenbart. Men den relevanta frågan är hur en uppdelning av verksamheten i två separata bolag skulle påverka den *samlade* värderingen av de båda bolagen. Har en uppdelning i sig någon betydelse, utöver de effekter den kan ha på verksamheten genom att möjliggöra en längre driven specialisering?

Vi kan tänka på värdet av ett företag som det diskonterade nuvärdet av förväntade framtida vinster. Diskonteringsfaktorn, dvs. marknads avkastningskrav, skall ta hänsyn till hur osäkra vinsterna är. En uppdelning av banken i en »frisk« säker del och en »sjuk« riskfylld del borde då sänka avkastningskravet på den friska delen, men samtidigt höja avkastningskravet på det mer riskfyllda avvecklingsbolaget. Under vissa idealiserande antaganden kan man teoretiskt visa att avkastningskravet på avvecklingsbolaget borde öka just så mycket att det samlade värdet av de båda enheterna blir oförändrat. En uppdelning på två bolag skulle i så fall vara poänglös.

Slutsatsen att det samlade värdet inte skulle påverkas är en direkt tillämpning

av den sats som brukar förknippas med namnen Miller och Modigliani. Deras resonemang förutsätter bl.a. att de förväntade konkurskostnaderna är försumbara, antingen därför att inga särskilda kostnader uppstår i samband med en konkurs eller därför att risken för en konkurs är obetydlig.

I praktiken kan dock sådana kostnader vara betydande. För det första kan den rättsliga processen runt en konkurs vara kostsam och tidskrävande. För det andra, och viktigare, uppstår ofta olika indirekta kostnader. De hänger i grunden samman med intressekonflikter mellan aktieägare och borgenärer och mellan olika kategorier av borgenärer. Dessa kan ge upphov till olika kostnader innan konkursen är ett faktum, t.ex. i form av alltför riskfyllda investeringar eller att ägarna på olika vägar försöker att ta ut pengar ur företaget. De kan också leda till kostnader under konkursprocessen, t.ex. genom att driften blir eftersatt. Det finns därför skäl att tro att det samlade värdet av ett företag kan ökas genom åtgärder som leder till att betydelsen av konkurskostnader kan nedbringas.

Frågan är nu hur betydelsen av konkurskostnader skulle påverkas om en bank på obestånd lade över problemkrediterna i ett avvecklingsbolag. Uppenbarligen skulle den kvarvarande friska banken då i stort sett befrias från konkursrisk. Samtidigt skulle dock konkursrisk överföras till avvecklingsbolaget, och det är därför inte uppenbart hur det samlade företagsvärdet skulle påverkas.

Just när det gäller banker tillkommer emellertid en särskild källa till konkursrisk som inte föreligger för vanliga företag, nämligen risken för en uttagsanstormning (*bank run*). Denna företeelse som är unik för banker, och beror på att medel insatta på bank är fullt likvida, är en viktig anledning till de speciella regleringar med rörelsebegränsningar och kapitaltäckningskrav som gäller för banker.²⁸ Genom att lyfta ut problemkrediterna från banken till ett särskilt avvecklingsbolag minskar risken för uttagsanstormning; den minskar i banken som blir av med sina problemkrediter och får höjd kapitaltäckningsgrad och den blir noll i avvecklingsbolaget som inte finansieras med avista insättning.

3.2.3. DIVERSIFIERING OCH INTERNA KAPITALMARKNADER

Att dela upp en bank i två delar med olika fokus kan allmänt ses som ett steg mot minskad diversifiering. En stor litteratur behandlar för- och nackdelar med diversifierade företag.²⁹ En effekt av diversifiering är att den företagsspecifika risken i företaget minskar. Securums resultat var t.ex. mycket känsligt för fastighetsmarknadens utveckling, en risk som till viss del hade diversifierats bort om företaget ingått i Nordbankenkoncernen. För en marknadsvärdering saknar detta dock direkt betydelse, eftersom sådana företagsspecifika risker kan diversifieras bort på marknaden. Det kan dock ha en indirekt betydelse på

olika sätt. Lägre osystematisk risk kan t.ex. medföra att företagets kostnader för humankapital reduceras. Presumptiva anställda kan sätta större tillit till framtida karriärmöjligheter och känna större trygghet i sysselsättningen i ett företag vars framtid inte beror på ett enda verksamhetsområde. De kan härigenom bli mer intresserade av att investera i företagsspecifik kunskap. Motsvarande effekter kan också uppstå för kunder och leverantörer. Kunds specifika investeringar kan t.ex. genomföras med en större tillit hos leverantörerna till ett diversifierat företag.

En annan aspekt på diversifiering är att den gör det möjligt att utnyttja fördelarna med en intern kapitalmarknad, där resurser slussas mellan avdelningar och dotterbolag i en koncern. Interna kapitalmarknader kan vara bättre ägnade att hantera känslig information, medan uppgifter som lämnas till externa investerare lättare kan misstolkas eller hamna i felaktiga händer. Den hierarkiska strukturen inom ett företag gör det också lättare för en koncernledning att agera resolut, t.ex. genom att föra över resurser mellan olika divisioner, ändra deras verksamhetsinriktning och omplacera chefer och annan personal. Externa investerare är sällan organiserade så att de kan utöva en sådan makt. Även om de skulle ha korrekt information och veta vad som bör göras, har de inte det inflytande som krävs för att genomföra sådana förändringar.

Diversifiering kan också vara fördelaktig ur skattesynpunkt. Om medel skall slussas mellan verksamheter som bedrivs i två olika företag utan koncerngemenskap kommer de att drabbas av inkomstskatt på utdelningar. På en intern kapitalmarknad sker däremot inget sådant avbräck utan vinsten på en viss verksamhet kan oavkortat användas till andra ändamål. Internt genererade medel är således billigare än externt kapital. Vidare kan diversifierade bolag ha större möjligheter att skattemässigt fullt utnyttja underskottsavdrag.

För alla som tillskjuter kapital till ett bolag gäller det att genomföra en kreditbedömning eller en företagsvärdering och utforma förutsättningarna för sin medverkan därefter. Extern finansiering är dyr, jämfört med internt genererade medel. En anledning till detta – vid sidan av skatteeffekten – är att externa finansiärer kräver en högre riskpremie eftersom de har mindre information om verksamheten och vinstutsikterna än vad företagsledningen har. Åtminstone teoretiskt finns det således en potential att skapa värden genom att bilda företagsgrupper som kombinerar kassastinna företag som annars riskerar att överinvestera med företag som har små kassaflöden men goda projekt och som annars skulle investera för lite.

En del av fördelarna med interna kapitalmarknader beror på den makt som ledningen har över koncernens resurser. Det underliggande antagandet är att koncernledningens signaler hörsammas mer än de krav som den externa kapitalmarknaden ställer. Denna koncentration av makt kan också innebära kostnader. Ett konglomerat kan i själva verket förstöra värden om ledningen an-

vänder den ökade flexibiliteten som den interna kapitalmarknaden erbjuder till att subventionera de icke lönsamma delarna i företagsgruppen med medel från de lönsamma delarna. Subventioner av det här slaget kan förekomma om ledningen inte har samma intressen som aktieägarna, och t.ex. är mer intresserad av att styra ett stort företagsimperium än att nå bästa möjliga resultat. Man kan inte heller utesluta att ledningen vill undvika att felaktiga satsningar kommer i dagen.

Det finns således argument som talar både för och emot diversifierade företag. Det är därför inte förvånande att frågan har gett upphov till en stor empirisk litteratur. Resultaten talar ganska samstämmigt för att diversifiering normalt tenderar att leda till lägre företagsvärden. Således skriver ett par av de ledande auktoriteterna på området i en aktuell översikt:

In recent years, it has become almost axiomatic among researchers in finance and strategy that a policy of corporate diversification is typically value reducing. A variety of empirical evidence lends support to this view.³⁰

Slutsatsen är alltså att de incitaments- och informationsproblem som kan leda till att externa kapitalmarknader allokera kapital ineffektivt tycks skapa än större problem då företagsledningar styr kapitalallokering internt. Detta är alltså en generell slutsats som gäller för företag i allmänhet. I nästa avsnitt skall vi diskutera några effekter av informationsproblem som är specifika för banker.

3.2.4. INFORMATIONSPROBLEM

Banker beskrivs ofta som komplexa och föga transparenta för externa analytiker som skall bedöma deras värde. Detta är en naturlig följd av bankers verksamhet, där de viktigaste tillgångarna är krediter till hushåll och mindre och medelstora företag. Bedömningen av värdet på sådana krediter bygger på information som inte är allmänt tillgänglig, och som därför är svår att överföra från banken till externa bedömare på ett trovärdigt sätt. Utomstående bedömare kan alltid misstänka att ledningen för en bank utnyttjar sitt informationsövertag för egna syften.

Normalt, när kreditförluster är försumbara, kanske denna aspekt har mindre betydelse, men med en större andel problemkrediter ökar rimligen lockelsen för banken att dra nytta av sitt informationsövertag. Ett exempel är att den sunnda delen av bankens rörelse tillåts subventionera den nödlidande delen och att problemkrediternas redovisade värde hålls uppe i en krissituation i syfte att underlätta anskaffandet av nytt eget kapital.³¹

Ur detta perspektiv kan en uppdelning av banken i två delar tänkas få två effekter. För det första ökar den transparensen, framför allt hos den friska banken som befrias från svårvärderade problemkrediter. Förutsättningarna för en extern marknadsvärdering skulle därigenom öka. För det andra minskar möj-

ligheterna till korssubventionering mellan de båda delarna av banken. Båda dessa effekter tenderar att gagna det samlade marknadsvärdet.

Informationsproblem mellan banken och dess finansiärer kan också påverka benägenheten att ta risker i bankrörelsen. Även i detta avseende kan en uppdelning i en frisk bank och ett avvecklingsbolag tänkas ha betydelse. Det är väl känt att lånefinansierade företag som hamnar i ett utsatt läge kan stimuleras till överdrivet risktagande (*moral hazard*). För en bank nära obestånd kan det t.ex. vara lockande att ta på sig extra riskfylld utlåning till hög ränta. Om lånen resulterar i kreditförluster så är en konkurs det värsta som kan hända; banken kan inte bli mer än värdelös och förlusterna därutöver skiftas över på bankens borgenärer eller andra intressenter. Om det däremot går väl kan banken och dess ägare tillgodogöra sig de extra ränteintäkterna fullt ut. Genom att riskerna på detta vis får ett asymmetriskt genomslag blir ett högt risktagande extra attraktivt. Erfarenheterna från den amerikanska sparbankskrisen under 1980-talet rymmer många exempel på banker som gav sig in på riskfyllda strategier, ofta på eller bortom gränsen för det lagligt tillåtna. Den mekanism vi skisserat är således inte bara en teoretisk tankekonstruktion.

En uppdelning av en krisbank i två enheter kan minska betydelsen av sådana informationsproblem mellan krisbanker och deras finansiärer.³² Framför allt minskar incitamenten till extra risktagande för den friska banken, eftersom dess soliditet ökar och konkursalternativet därför inte blir lika näraliggande. Beroende på hur avvecklingsbolaget styrs kan en uppdelning också tänkas minska utrymmet för nya riskfyllda aktiviteter där. Detta beror dock på vilka möjligheter avvecklingsbolaget ges att ägna sig åt kreditgivning och nyinvesteringar.

3.2.5. INCITAMENT I BANKRÖRELSEN

Banker, liksom andra företag, är beroende av en ändamålsenlig intern incitamentsstruktur. Det förutsätter bl.a. att resultaten från olika verksamheter kan mätas väl, något som i allmänhet underlättas av att artskilda verksamheter hålls isär. Här finns alltså ett argument för att separera hanteringen av problemkrediter i en särskild resultatenhet. Detta är dock uttryck för ett något statiskt synsätt.

En varaktig bankorganisation behöver en incitamentsstruktur som belönar en professionell kreditvärdering och bestraffar vårdslös hantering av kreditärenden. Men det slutliga resultatet av ett kreditbeslut kan avläsas först med lång eftersläpning. Från det perspektivet kan det vara önskvärt att de som varit ansvariga för att bevilja en kredit också görs ansvariga för att reda ut de eventuella problem som kan uppstå längre fram; att de får vara med och ta det ekonomiska ansvaret för kreditbeslut de själva har fattat ända fram till dess att krediten är avvecklad till fullö. Detta argument har särskild tyngd i en företagskultur som starkt betonar ansvaret på kontorsnivå, likt Handelsbankens.

En annan aspekt är att man vill närma sig låntagare med problemkrediter på helt olika sätt beroende på om man bedömer låntagaren och hans verksamhet som långsiktigt bärkraftig eller ej. I det förra fallet gäller det att via förtroendefulla diskussioner omförhandla lånet. I det senare fallet handlar det om att utan onödig tidsspillan och värdeförstöring ta kontroll över underliggande panter.³³

Betydelsen av att vidmakthålla incitamenten för den enskilde banktjänstemannen är naturligtvis starkare ju tydligare kreditförlusterna kan kopplas till enstaka missbedömningar. Om kreditförlusterna däremot har uppkommit som resultat av oförutsebara makroekonomiska störningar, kanske i en situation som uppfattas som historiskt unik, har sådana incitament inte lika stor betydelse. Vidare ger stora förluster ofta upphov till radikala organisatoriska förändringar och stor personalomsättning, medan organisationen av naturliga skäl hålls mer intakt om förlusterna är mindre. Om vi ser bankkrisen som en historiskt unik händelse, skulle därför hänsyn till denna typ av incitaments-effekter inte ha någon större betydelse i det läge med stora förluster som Nordbanken befann sig i 1992 och 1993.

Hur en bank väljer att hantera de kredittagare som hamnat i svårigheter har också inverkan på hur attraktiv samma bank är som givare av nya krediter. Förhållandet mellan en bank och dess kunder kan ses som uttryck för ett *långsiktigt kontrakt* med skrivna och oskrivna regler för uppsägning och omförhandling av krediter. I praktiken har en bank stor laglig frihet att säga upp en kredit med mycket kort varsel.³⁴ Men oberoende av det formella regelverket har naturligtvis en bank med långsiktigt perspektiv, som vill dra till sig nya och behålla gamla kunder, ett starkt intresse av att inte utnyttja denna möjlighet alltför skrupulöst. Detta intresse är inte lika uttalat för ett avecklingsbolag, som ju är en temporär organisation utan egen nytulåning. Mot detta synsätt kan förstås invändas att avecklingsbolagets agerande även kan bidra till att svärta ned ryktet för den friska banken som den är avknoppad ifrån. Det är därför stor skillnad mellan att tillskapa ett avecklingsbolag i ett unikt krisläge och att göra det regelbundet så fort problem med kreditförluster uppstår.

Ett annat problem gäller incitamenten för effektivitet i avecklingen av problemkrediterna. Incitamentsproblem kan uppstå i all verksamhet där den verkställande ledningen inte disciplineras av en stark ägare och därför får utrymme att sträva mot egna mål som kan skilja sig från uppdragsgivarnas. Betydelsen av sådana problem hänger samman med ägarnas praktiska möjligheter att ha insyn i företaget och därmed utöva kontroll över företagsledningen. Denna fråga har spelat en viktig roll i den amerikanska debatten kring avecklingen av sparbankskrisen.³⁵

Tillämpat på organisationen av problemkrediter torde incitamentsproblem bli större ju mer oberoende den enhet som hanterar dessa är i förhållande till

ägarna och till den friska delen av banken. I det svenska fallet hängde det alltså på Finansdepartementets och Bankstödsnämndens förmåga att kontrollera och styra Securum.

Sammanfattningsvis har vi alltså identifierat ett antal faktorer som kan utgöra argument för att organisera problemkrediterna i ett fristående avvecklingsbolag. Flera av dessa argument framstår som starkare ju större mängd problemkrediter som skulle hanteras samt ju längre tid man tänkt sig att avvecklingen skulle ta. Fördelarna med ett fristående avvecklingsbolag skall naturligtvis vägas mot de fördelar som en sammanhållen bank kan ha i form av möjligheter till samordning och att utnyttja interna arbets- och kapitalmarknader.

Halten i de principiella resonemang vi fört kan bara mätas mot bakgrund av det praktiska exempel som Securums verksamhet utgör. Hur skötte Securum det uppdrag man fått av staten? Svaren på olika sidor av den frågan har betydelse för den vidare frågan huruvida en sådan organisatorisk lösning är mer allmänt tillämplig.

4. Avvecklingsbolag ur ett regelmässigt perspektiv

4.1. *Inledning*

Vi har ställt oss frågan om det fanns uppenbara fördelar från regleringssynpunkt med att bilda ett avvecklingsbolag. Var det enklare att överta, äga och förvalta egendom av det slag som överfördes till Securum i ett avvecklingsbolag än i en bank? Medgav avvecklingsbolaget större flexibilitet i finansieringen? Frågorna skall ses mot bakgrund av att banker är föremål för en omfattande reglering och tillsyn, bl.a. rörande vad en bank får ägna sig åt för verksamhet (verksamhetsreglerna) och hur den skall vara finansierad (kapitaltäckningsreglerna). I detta kapitel jämför vi de regler som gäller för banker med motsvarande regler för avvecklingsbolag.

Härutöver har vi ställt oss frågan hur uppdelningen av banken i en frisk bank och ett avvecklingsbolag kan ha påverkat ansvaret för kreditgivningen i banken. Vi diskuterar också statens insatser i Nordbanken och Securum under krisen utifrån konkurrensrättsliga utgångspunkter.

Vi inleder med en redogörelse för reglerna för redovisning av kreditförluster under krisen, bl.a. för att försöka besvara frågan om reglerna bidragit till att upptäcka krisen i tid och om de påverkat agerandet under bankkrisen.

4.2. *Reglerna för redovisning av kreditförluster*

En fråga som ofta ägnas betydande intresse vid bankkriser är vilken roll redovisningsreglerna och tillämpad redovisningspraxis haft för krisförloppet. Mer precist handlar det om huruvida reglerna bidragit till att upptäcka krisen i tid och om de påverkat agerandet under krisen. Det finns till och med de som hävdar att redovisningsreglerna i sig kan vara en starkt bidragande orsak till att en kris över huvud taget inträffar, vad som i den norska debatten kallats »papperskris«.¹

4.2.1 ALLMÄNT

En bank som upptäcker att en låntagare inte kan infria sina åtaganden enligt kreditavtalet, vilket kan gälla såväl löpande räntebetalningar som amorteringar och återbetalning av hela lånebeloppet, kan välja mellan att i förhandlingar med kunden omförhandla avtalet eller säga upp krediten och ta i anspråk ställ-

da säkerheter (panter). En omförhandling kan t.ex. leda till att banken efterskänker en del av lånet, att banken avstår från ränta under viss tid (s.k. ränteeftergift) eller att räntan sänks. Om panten tas i anspråk kan den antingen säljas omedelbart eller förvärvas av banken och behållas under en begränsad period innan den säljs.

En rimlig utgångspunkt för redovisningsreglerna är att de skall förhålla sig neutrala till bankens olika alternativa sätt att hantera de dåliga krediterna. Så är fallet om en förlust på en lånefordran redovisas som en kreditförlust oberoende av om denna realiserats genom att banken avstår ränta, del av kapitalbeloppet eller övertar panten. Vi har undersökt om reglerna var neutrala i detta avseende under bankkrisen.

Kreditförluster uppkommer vid förluster i utlåningen. Det är därför i första hand principerna för värdering av lånefordringar som här skall uppmärksammas. Dessa är av central betydelse i en bank, eftersom denna balanspost dominerar balansräkningen. Som exempel kan nämnas att utlåningen svarade för ca 65 procent av den totala balansomslutningen i Nordbanken i 1992 års bokslut. Detta innebär bl.a. att även små procentuella förändringar av förlusterna i utlåningen kan få betydande effekter på en banks resultat och ställning. Vi redogör nedan för reglerna för redovisning av konstaterade och befärade kreditförluster samt för s.k. ränteeftergift.

Ett särskilt komplicerat fall att bedöma är storleken på förlusten i en lånefordran där banken övertar panten för försäljning längre fram. För att bestämma kreditförlustens storlek måste man fastställa pantens värde vid övertagandet. Eftersom ingen avyttring till utomstående ägt rum måste vissa principer gälla för värderingen av panten, principer som blir av avgörande betydelse för hur stora kreditförluster som redovisas. Vi redogör nedan för reglerna för värderingen av övertagna panten under bankkrisen.

Tillämpliga regler

Vid tiden för den svenska bankkrisen gällde reglerna om redovisning i 4 kap. bankrörelselagen (1987:617). Där framgick att de allmänna reglerna i bokföringslagen (1976:125) också var tillämpliga på banker. Numera är bankernas redovisningsregler överförda till lag (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag. Den nya lagstiftningen behandlas inte i det följande.

Företag som står under tillsyn måste utöver lagstiftningen iakttäta det regelverk som tillsynsmyndigheten har utfärdat. För bankernas del är det framför allt Finansinspektionens bindande föreskrifter², och då särskilt de årliga föreskrifterna för kreditinstitutens årsredovisningar, som påverkar innehållet i den offentliga redovisningen. Finansinspektionens regelverk karaktäriseras av att det är mycket branschspecifikt och till viss del mer ett resultat av internationella

överenskommelser på det finansiella området än en samordning med generella, dvs. icke branschspecifika, redovisningsrekommendationer. I allt väsentligt är det dessa regler som är av intresse för den fortsatta framställningen.

Även om det har gjorts ett stort antal ändringar i regelverket för bankernas årsredovisningar under 1990-talet är det anmärkningsvärt lite ändringar av materiell eller principiell betydelse. Nyligen har dock den s.k. Baselkommittén framlagt förslag som – om de genomförs – i väsentligt avseende skulle kunna förändra redovisningen av bankernas kreditförluster.³ I korthet innebär förslaget att lånefordringar skall marknadsvärderas och att kreditriskerna skall genomlysas bättre.

Klassificering av lånefordringar

Tillgångar klassificeras i balansräkningen utifrån syftet med innehavet. Som omsättningstillgångar räknas vanligtvis tillgångar som är avsedda att innehas högst ett år. Andra tillgångar är anläggningstillgångar. Denna indelning har främst betydelse för hur värderingen skall ske. Anläggningstillgångar skrivs ned först om värdenedgången är varaktig medan värdenedgång i omsättningstillgångar kostnadsförs omedelbart enligt den s.k. lägsta värdets princip.

För lånefordringar fanns en särskild värderingsregel i 16 § bokföringslagen. Den var allmänt hållen och föreskrev bara att en lånefordran skall tas upp till det belopp varmed den beräknades inflyta.⁴

Principiellt är det således av betydelse om en lånefordran är kort- eller långfristig. Men att särskilda förhållanden gäller i bankerna framgår bl.a. av att före och under bankkrisen redovisade bankerna hela sin utlåning som omsättningstillgångar, dvs. lånefordringarna betraktades i praktiken som kortfristiga.⁵ Konsekvensen av denna klassificering var att lägsta värdets princip skulle tillämpas, och att varje avsteg från denna princip krävde tillstånd av Finansinspektionen.⁶

I praktiken hade således uppdelningen i kort- och långfristig utlåning ingen betydelse i bankerna. Kreditrisken skulle hanteras och kreditvillkoren var normalt sådana att uppsägning kunde ske. Något utrymme att avstå från nedskrivning av en lånefordran med hänvisning till att denna var långfristig och förlusten inte varaktig fanns därför inte i realiteten när väl kriterierna för en »dålig kredit« var uppfyllda. Det var således dessa kriterier (se nedan) som avgjorde den praktiska hanteringen.

4.2.2. KONSTATERADE RESPEKTIVE BEFARADE KREDITFÖRLUSTER

Med undantag för den tid bankkrisen varade har volymen och utvecklingen av kreditförlusterna varit jämn och odramatisk i samtliga svenska banker. Före 1982 resultatförde inte bankerna annat än konstaterade kreditförluster, dvs. inga reserveringar gjordes för befarade kreditförluster. En genomgång av ban-

kernas årsredovisningar för tiden efter 1982 visar att man också därefter endast i begränsad utsträckning gjorde reserveringar för befarade kreditförluster. De konstaterade kreditförlusterna dominerade starkt. Under bankkrisen, dvs. fr.o.m. 1990, var det emellertid tvärtom. Huvuddelen av de redovisade kreditförlusterna var befarade kreditförluster.

Man kan ställa sig frågande till den praxis som utvecklats inom banksektorn rörande redovisning av befarade kreditförluster. En redovisning med tyngdpunkt på konstaterade förluster leder inte till att varje räkenskapsår får bära sina kostnader, ett synsätt som innebär att förluster skall kostnadsföras det år det framstår som sannolikt att de kommer att inträffa. Endast härigenom återspeglar resultatredovisningen den bedömda förändringen av risksituationen och värdena på innehavda tillgångar och ingångna förpliktelser det år denna förändring ägt rum. Det förefaller som att redovisningen i bankerna i detta avseende avvek från vad som gällde i vanliga företag. Äldre praxis kan ha lett till att man löpande underskattade riskerna i kreditgivning. En väl utvecklad praxis för redovisning av befarade kreditförluster borde kunna vara till nytta för att man i tid skall kunna identifiera en bankkris. Det finns dock inget i materialet som visar att man generellt sett skulle ha »missat« att upptäcka krisen i tid på grund av en dåligt utvecklad redovisningspraxis. I länder med en mer utvecklad praxis, t.ex. USA, blev ju krisen också minst lika allvarlig.

Om man ser till reglernas innehåll kan följande sägas. Före 1991 gjordes i dåvarande Bankinspektionens föreskrifter för kreditinstitutens årsredovisningar visserligen en uppdelning i konstaterade och befarade kreditförluster men reglerna var kortfattade och innehöll inga definitioner.⁷ 1991 infördes sedan kriterier för vad som skulle anses vara konstaterade resp. befarade kreditförluster.⁸ Dessa regler som i allt väsentligt kom att gälla under hela bankkrisen innebär följande:

- En *konstaterad förlust* var en förlust som beloppsmässigt var fastställd eller till övervägande del sannolik. Det senare ansågs vara fallet t.ex. om en konkursförvaltare lämnat uppskattning om utdelning i konkurs, ackordsförslag antagits eller fordran eftergivits på annat sätt.
- Nedskrivning för *befarad förlust* skulle göras om a) räntor och amorteringar var förfallna till betalning sedan mer än 60 dagar eller b) andra omständigheter medförde osäkerhet om kreditens värde *förutsatt* att kredittagarens återbetalningsförmåga inte kunde förväntas bli förbättrad inom två år och pantens värde inte täckte lånebeloppet. Nedskrivning skulle ske till verkligt värde, dvs. vad som beräknades inflyta med hänsyn till återbetalningsförmåga och pantvärde.⁹

4.2.3. REDOVISNING AV RÄNTA, RÄNTEEFTERGIFT M.M.

År 1991 infördes en regel i Finansinspektionens föreskrifter som innebar att intäktsföring av räntor skulle upphöra när ränta eller amortering på viss kredit var förfallen till betalning sedan mer än 60 dagar eller andra omständigheter förelåg som medförde osäkerhet om kreditens värde.¹⁰ Tidigare intäktsförda men obetalda räntor på en sådan kredit skulle samtidigt återföras. Därefter gällde kontantprincipen för räntor på krediten i fråga. Fanns det en pant som med betryggande marginal täckte lånebeloppet gällde inte dessa regler, dvs. räknan kunde även fortsättningsvis intäktsföras och ingen återföring krävdes.¹¹

En fråga av principiellt intresse med koppling till redovisningen av räntein-täkter är hanteringen av s.k. *ränteeftergifter*. Med detta menas varje form av eftergift från de ursprungliga lånevillkoren som var sådana att de gällande lånevillkoren gjordes mindre förmånliga än sådana som ingåtts på armslängds avstånd. Som exempel nämndes avstående av ränta för viss tid, anstånd med betalning av räntebelopp och liknande konstruktioner som syftade till att ge låntagaren rådrum.

Före 1991 fanns över huvud taget inga regler om ränteeftergifter.¹² Enligt 1991 års föreskrift fick lån med ränteeftergift i 1991 års bokslut upptas till nominellt värde, förutsatt att denna princip tillämpats i föregående bokslut. Enligt Finansinspektionen skall regeln ses mot bakgrund av att inspektionen hösten 1991 övervägde att införa krav på nuvärdering av osäkra lån efter amerikansk förebild.¹³ Något sådant krav uppställdes således inte och uttalandena i föreskriften utgick i senare föreskrifter. Att medge ränteeftergift utan att göra en nedjustering av kapitalbeloppet är ett avsteg från lägsta värdets princip som var accepterat inom bankredovisningen.

Reglerna för redovisning av ränteeftergifter är av särskilt intresse för att belysa regelverkets neutralitet. Ränteeftergifter, som var vanliga under bankkrisen, påverkade således inte lånefordringarnas storlek och därmed inte heller storleken på kreditförlusterna. För banken affärsmässigt neutrala alternativ kunde därför redovisas på olika sätt.¹⁴ Det är inte uteslutet att denna brist på neutralitet påverkat bankernas agerande. En rättvisande redovisning av kreditförlusterna under bankkrisen hade krävt att ränteeftergifterna inkluderats, särskilt som dessa uppgick till väsentliga belopp.

4.2.4. VÄRDERING AV PANTER

Panter och annan egendom som en bank övertar för skyddande av fordran skall avyttras. Som vi redogör för i efterföljande avsnitt gällde under bankkrisens inledning att avyttring skulle ske inom tre år (treårsregeln). Senare ändrades detta krav till »när det med hänsyn till marknadsförhållandena lämpligen kan ske» dock senast när det kan ske utan förlust för banken.

Avyttringskravet anses innebära att egendom som övertagits enligt 2 kap. 8 §

bankrörelselagen utgör *omsättningstillgångar* och därför skall värderas enligt den s.k. lägsta värdets princip. Erforderlig *nedskrivning* av sådan egendom skall redovisas som *kreditförlust*, oberoende av om denna görs vid övertagandet eller senare vid en avyttring till utomstående. Värdeförändring på egendom som överförs till ett tillgångsbolag, dvs. ett icke kreditmarknadsbolag, redovisades dock inte under rubriken kreditförluster. Därför kom t.ex. inte vinsten vid försäljningen av Nobel Industrier att redovisas som en korrigering av tidigare redovisade kreditförluster.

Enligt 1991 års föreskrifter från Finansinspektionen skulle panter som banken övertagit *värderas* enligt följande. Noterade tillgångar skulle marknadsvärderas. För onoterade tillgångar gällde avkastningsvärdet eller på annat sätt uppskattat marknadsvärde. För *fastigheter* gällde att pantbrev skulle värderas på samma sätt som fastighet som övertagits för skyddande av fordran. Under bankkrisåren utvecklades Finansinspektionens regler för värdering av övertagna fastigheter i korthet enligt följande. Enligt *1990 års föreskrift* skulle fastigheter värderas utifrån ett bedömt *kassaflöde*. Utgångspunkten var att intäkterna skulle täcka driftkostnaderna samt en marknadsmässigt beräknad finansieringskostnad för en treårig innehavsperiod. Som grundläggande krav gällde individuell värdering av varje fastighet, och att den gjorda värderingen skulle omprövas i varje bokslut. År *1991* kompletterades föreskrifterna med en värderingsregel för fastigheter från vilka inga hyresintäkter erhöles. För dessa gällde ett nettoförsäljningsvärde som skulle styrkas av en opartisk värderingsman.¹⁵ Vidare angavs att en avvikelse från huvudregeln i 1990 års föreskrift kunde göras, men skulle då dokumenteras och styrkas av en opartisk värderingsman. I *1992 års föreskrift* gjordes en principiell ändring i det att huvudregeln om värdering utifrån kassaflödet ändrades till *nettoförsäljningsvärdet*. Det infördes också en möjlighet till förenklad värdering (gruppvis och generell) för vissa fastigheter med begränsat värde. Nästa ändring i föreskrifterna kom 1995 (för räkenskapsåret 1996 och framåt). Begreppet marknadsvärde ersattes med *verkligt värde*, som definieras som det pris man på balansdagen skulle erhålla vid en frivillig, offentligt utbjuden försäljning på en marknad som tillåter försäljning i normal ordning och där skälig tid ges för förhandlingar.

4.2.5. SAMMANFATTNING AV REGLERNA FÖR REDOVISNING AV KREDITFÖRLUSTER

Reglerna för redovisning av kreditförluster ger ett stort utrymme för egna bedömningar. Utrymmet var särskilt stort under bankkrisen eftersom förhållandena var så komplicerade. En rad faktorer också utanför bankernas kontroll påverkade bedömningen av kreditförlusternas storlek. Särskilt besvärligt var det att uppskatta de framtida – orealiserade – förlusternas storlek.

På ett generellt plan finns det anledning att vara kritisk till reglerna för ban-

kernas redovisning av kreditförluster i flera avseenden. Det är t.ex. anmärkningsvärt att reglerna, när bankernas huvudsakliga tillgångar och skulder utgörs av monetära fordringar och skulder, ännu idag inte föreskriver diskontering vid värderingen. Löste en bank problemet med en dålig kredit genom en ränteeftergift kom detta därför inte att redovisas som en kreditförlust. Denna brist på neutralitet i regelverket har också lett till svårigheter att beräkna de verkliga kreditförlusternas storlek under bankkrisen.

Härtill har det funnits förhållanden som klart motverkat en kvalitativ utveckling av redovisningspraxis i bankerna. Bankerna hade t.ex. fram till 1990, före skattereformen, rätt att göra stora generella reserveringar vid beskattningen i form av avsättningar till ett värderegleringskonto, en reserv som grundades på (4,5 procent av) utlåningen. Avsättningen förutsatte att samma disposition gjordes i räkenskaperna. Detta ledde sannolikt till att erforderliga reserver för kreditförluster kom att redovisas som en skattedisposition i stället för som förlust i rörelsen. Detta sätt att redovisa tillgodosåg behovet av förlustreserver i räkenskaperna, men förhindrade samtidigt utvecklingen av redovisningen mot en bättre genomlysning av kreditförlusterna i bankerna.

Bankernas offentliga redovisning av kreditförluster under denna tid utgör ingen säker grund för slutsatser om hur regelverket har fungerat. Vi har funnit att förlusternas tidsprofil skiljer sig åt mellan bankerna, men vet inte om detta beror på reglernas flexibilitet, olikartade bedömningar eller faktiska skillnader i förloppet.¹⁶ Att Nordbanken (inkl. Securum) redovisar störst kreditförluster och återföringar är inte särskilt överraskande eftersom man var först ut med sina bedömningar som därför blev osäkrare. Allmänt sett förefaller återföringarna inte på något sätt exceptionella under en bankkris, vilket tyder på att bankernas uppskattningar av kreditförlusternas storlek i allmänhet gjordes med hygglig precision.

Vid vår genomgång av regelverket och bankernas externa redovisning har vi inte funnit något som tyder på att redovisningen av kreditförlusterna i praktiken försvårat upptäckten och den löpande hanteringen av bankkrisen. Det är knappast troligt att händelseförloppet skulle ha påverkats av om bankerna i sina årsredovisningar redan före krisen skulle ha lämnat de kompletterande uppgifter om sin kreditgivning som tillkom och utvecklades under de år bankkrisen varade. Det är således vår uppfattning att reglerna för redovisning av kreditförluster inte haft något större inflytande på den svenska bankkrisens händelseförlopp. Upptäckten av bankkrisen och utvecklingen under krisåren har således i allt väsentligt sin grund i underliggande ekonomiska förhållanden och inte i reglerna för rapportering av kreditförluster.

4.3. *Regler för bankers och avvecklingsbolags verksamhet och finansiering*¹⁷

4.3.1. ALLMÄNT

Banker är företag som fått tillstånd, s.k. oktroj, att bedriva bankrörelse. Av en bank krävs att den tar emot inlåning från allmänheten. Härutöver tillhandahåller en bank en mängd andra tjänster som t.ex. utlåning och medverkan vid värdepapperstransaktioner.

Bankers verksamhet har sedan lång tid tillbaka ansetts vara mycket viktig för samhället i stort och då framför allt för det finansiella systemets effektivitet och funktion. Betydelsen av verksamheten har bl.a. resulterat i att banker är föremål för en omfattande reglering och tillsyn. Det uttalade huvudsyftet bakom gällande bankreglering är att säkerställa effektiviteten i det finansiella systemet genom att skydda insättarna från förluster.¹⁸ Därför är bankregleringen så uppbyggd att den begränsar bankernas möjligheter att fritt bestämma organisation, styrning och verksamhetsinriktning. Bankerna är t.ex. förhindrade att äga viss egendom. Regleringen ställer också krav på hur stort eget kapital en bank måste ha och hur detta kapital skall vara sammansatt. En särskild myndighet, Finansinspektionen, har till uppgift att utöva *tillsyn* över bankerna och därmed se till att reglerna efterlevs. Inspektionen har relativt omfattande befogenheter och kan vid grova regelbrott dra tillbaka bankens oktroj.

Behovet av handlingsutrymme under en bankkris

Bankkrisen på 1990-talet var inte 1900-talets första bankkris. Vi har upplevt ett antal allvarliga bankkriser under förra seklet. Orsakerna till dessa kriser har varit många och av skiftande slag. Men det har också funnits gemensamma drag. Kriserna har primärt berört en eller ett fåtal banker som har drabbats av stora kreditförluster, vilka i sin tur har lett till stora soliditetsproblem. Svårigheten att locka till sig nytt kapital har resulterat i att bankregleringens krav på kapitaltäckning inte gått att uppfylla.

Bankerna har då haft behov av att säga upp krediter, överta panter och erhålla finansiering för att täcka uppkomna förluster. Staten har i samtliga fall varit tvungen att ingripa för att rädda det finansiella systemet. Det har man gjort dels genom kapitaltillskott till de drabbade bankerna, dels genom bildande av avvecklingsbolag som överförts till statens ägo. Staten har alltså tvingats kliva ur rollen som lagstiftare och tillsynsman, och i egenskap av garant för det finansiella systemet fått vidta åtgärder som i mångt och mycket vid en första anblick kan tyckas vara ett kringgående av bankregleringen. Vilka för- och nackdelar som ett avvecklingsbolag har ur regelsynpunkt skall vi uppmärksamma nedan. Men först skall vi sammanfatta de »krav« som finns på regelverket i en krissituation av det slag som förelåg i Nordbanken 1992:

1. En effektiv hantering av problemengagemangen krävde att man så smidigt som möjligt kunde *överta och omstrukturera panterna* i banken.
2. Det fanns också ett behov av att kunna *förvärva till panterna kompletterande egendom*, främst fastigheter och aktier.
3. Vidare krävdes att man kunde *effektivt förvalta* övertagen egendom. För att bibehålla och höja värdet på tillgångarna fanns ett behov av att kunna driva sådan fastighets- och industriverksamhet som var förknippad med de övertagna panterna.
4. Man behövde också ha möjlighet att *vänta ut marknaden*. Prisbilden på fastigheter bedömdes som mycket osäker och när man bildade Securum kalkylerade man med att hanteringen av Nordbankens problemengagemang skulle ta mellan 10 och 15 år.
5. Slutligen, eftersom bankens kapitaltäckningsgrad låg under minimigränsen fanns det ett stort och överhängande behov av att så snabbt som möjligt *förstärka bankens soliditet*.

4.3.2. VERKSAMHETSREGLERINGEN

4.3.2.1. Bankregleringens huvuddrag och begränsningar

Ett grundläggande problem med att hantera en stor mängd problemkrediter inom ramen för en bank är att en av *bankrörelselagens* grundläggande principer har uttryckts som att bankerna skall ägna sig åt kreditgivning och inte delta i spekulation och onödigt risktagande.¹⁹ Av detta följer bl.a. att en bank bör hålla isär kreditgivning och företagsägande. Bankerna förväntas ha en oberoende ställning i förhållande till insättare och låntagare.

Dessa principer kommer i bankrörelselagen till uttryck i en stark begränsning av rätten att bedriva viss verksamhet och att förvärva olika slags tillgångar. Det finns t.ex. ett förbud mot att driva fastighets- och industriverksamhet, dvs. sådan verksamhet som Securum till stor del kom att driva. Rätten att förvärva fastigheter och aktier var i princip begränsad till att *överta säkerheter och annan egendom för att skydda en fordran* (2 kap. 8 §). Sådana förvärv är motiverade av att banken genom att överta äganderätten till egendomen skulle kunna tillgodogöra sig värdet av underliggande säkerheter för de fall kredittagarna inte fullgjorde sina förpliktelser. Med stöd av denna *undantagsregel* hade Nordbanken således kunnat överta den egendom som kredittagarna lämnat som säkerhet för sina krediter i banken.

4.3.2.2. Allmänna begränsningar i bankens rätt att bedriva viss verksamhet

Definitionen av *bankverksamhet* i bankrörelselagen anger uttömmande vilken slags verksamhet en bank får bedriva. Enligt den lydelse som gällde under bankkrisens inledning utgjordes central bankverksamhet av inlåning (2 kap. 1 §).²⁰

Därutöver hade banken rätt att bedriva finansieringsverksamhet, annan finansiell verksamhet och med denna kärnverksamhet förenlig verksamhet.²¹ Definitionen var som synes vagt utformad. Ytterst gick gränsen för vad en bank fick göra vid vad som uppfattades som förenligt med insättarskyddet.²² Verksamhet som innebar ett stort risktagande och därför kunde äventyra insättarskyddet fick inte bedrivas. Hit räknades driften av fastighets- eller industrirörelser.

För att inte göra det möjligt att flytta otillåten verksamhet till andra koncernbolag gäller särskilda regler om s.k. *banksmitta* i en bankkoncern. Med detta menas i korthet att samma verksamhetsbegränsningar som gäller för moderbolaget också gäller för alla bolag inom bankkoncernen.

4.3.2.3. Allmänt om rätten att förvärva fastigheter och aktier

Huvudregeln är att banker inte får förvärva *fastigheter*. Detta beror på att fastigheter typiskt sett är långsiktiga – illikvida – placeringar medan bankens verksamhet typiskt sett är kortfristig. Undantagna är i princip bara fastigheter som behövs för bankens rörelse. Någon möjlighet att förvärva fastigheter i placerings syfte finns därför inte. Detsamma gäller t.ex. förvärv av fastigheter som komplement till övertagna fastighetspanter.

Huvudregeln är att banker inte heller får förvärva *aktier*. Denna regel har sin grund i kravet på att separera kreditgivning och ägande av företag. Aktieförvärvsförbudet har utgjort en av grundpelarna i banklagstiftningen alltsedan början av 1930-talet fram till i våra dagar. Det innehåller vissa *undantag*, nämligen rätt att förvärva organisationsaktier, placeringsaktier samt aktier i värdepappersrörelse (s.k. transaktionsförvärv). De två första undantagen är av intresse under en bankkris.

Anledningen till att en bank får förvärva *organisationsaktier* är främst behovet av att bilda särskilda dotterbolag för viss verksamhet (2 kap. 6 § bankrörelselagen). Tillstånd krävs eftersom dotterbolag inte får bedriva sådan verksamhet som är förbjuden inom banken.²³ Det förutsätts en viss restriktivitet i tillståndsgivningen, och det är inte givet att tillstånd meddelas även om verksamheten i dotterbolaget är tillåten enligt bankrörelselagen.²⁴ Det har t.ex. ofta ställts krav på att banken kan påvisa ett rationellt skäl för att förlägga viss verksamhet i ett dotterföretag, t.ex. att det medför organisatoriska fördelar eller kostnadsbesparingar. Denna regel hade möjliggjort för Nordbanken, om man hade velat, att bilda och driva ett finansbolag som Securum Finans för hanteringen av sina problemkrediter. Av den s.k. *banksmittan* följer dock att för ett sådant bankägt finansbolag hade gällt samma inskränkningar i rätten att förvärva viss egendom och driva viss verksamhet som gällde för banken.

Sedan början av 1990-talet har bankerna rätt att förvärva *placeringsaktier* (2 kap. 15 § punkt a bankrörelselagen). Denna rätt är emellertid starkt begränsad.²⁵ Någon möjlighet t.ex. för Nordbanken att återopa denna bestämmelse

för att förvärva aktier inom ramen för hanteringen av sina problemkrediter fanns inte.

4.3.2.4. *Rätten att förvärva egendom för skyddande av fordran*

Enligt 2 kap. 8 § bankrörelselagen får en bank undantagsvis förvärva egendom för skyddande av fordran. Syftet är att förhindra *onödiga* förluster. Banken kan härigenom komma att driva verksamhet som den annars inte får, och överta egendom som den i princip inte får äga. Bestämmelsen är som alla förstår av central betydelse under en bankkris.

I praktiken hade regeln ytterst sällan använts före bankkrisen, varför det saknades vägledande praxis om hur den förhållandevis detaljerade regeln skulle tillämpas. I förarbetena förespråkas en restriktiv tillämpning. Vad som hände under bankkrisen var att Finansinspektionen accepterade en mycket extensiv tillämpning av regeln.²⁶ Möjligheten för Nordbanken att i krisens inledning förutse detta var naturligtvis liten.

4.3.2.5. *Vilka förvärv som var möjliga och hur de skulle gå till*

En bank har rätt att *köpa* den underliggande säkerheten, t.ex. pantsatta aktier eller fastigheter, i samband med att en kredit förfaller till betalning och kredittagaren inte kan betala eller ställa ytterligare säkerhet. Ett sådant köp måste genomföras vid en offentlig auktion, reglerad marknadsplats (t.ex. börs) eller exekutiv försäljning.

En bank har också rätt att *överta egendom som betalning* för fordran. Det kan gälla såväl egendom som ställts som säkerhet som annan egendom. Inga krav finns på hur övertagandet skall göras. Banken har således rätt att komma överens med kredittagaren om att panten skall övertas som betalning för fordran. Ett grundläggande krav är dock att det finns anledning att anta att banken annars skulle lida *avsevärd förlust*. Detta krav skall ses mot bakgrund av att en bank enligt huvudregeln inte har rätt att äga rörelsefrämmande egendom.

Bestämmelsen ger också banken rätt att göra *kompletterande förvärv* av aktier av det slag som köpts eller övertagits, t.ex. vid bytesaffärer. Denna rätt gäller *endast aktier* och t.ex. inte fastigheter. Motivet för ett sådant förvärv kan t.ex. vara att banken vill få kontroll över ett företag. För kompletterande förvärv krävs att det finns en *uppenbar fara* för att banken annars skulle lida förlust.

I fallet Nordbanken skulle alltså banken med stöd av 2 kap. 8 § bankrörelselagen kunnat förvärva underliggande panter och annan egendom för att skydda sina fordringar. Eftersom regeln är en undantagsbestämmelse, från bankrörelselagens strikta verksamhets- och förvärvsregler, skall den tillämpas restriktivt. Enligt de äldre förarbetena är regeln typiskt sett tillämplig då ett normalt försäljningspris inte kan erhållas på grund av en *tillfällig* frånvaro av köpare. Regeln är dock enligt förarbetena inte tänkt för det fall att prisbilden är så osäker att

det är svårt att avgöra om man genom att vänta med en försäljning inom en rimlig framtid skulle få ut mer för panten. Bestämmelsen är således inte i första hand tänkt att användas för det fall banken, vilket var fallet under bankkrisen, sitter med ett stort antal fastighetspanter på en under överskådlig tid framöver ej fungerande fastighetsmarknad.

4.3.2.6. *Förvaltningen av förvärvad egendom*

Regleringen hindrade inte Nordbanken att till ett förvaltande dotterbolag föra över ägandet av sådana fastigheter och industriell verksamhet som övertagits med stöd av 2 kap. 8 § bankrörelselagen. Enligt förarbeten skulle dock bankens möjligheter till aktiv förvaltning av egendomen ha varit begränsad. Stora och omfattande engagemang är nämligen som regel otillåtna, och det sägs uttryckligen i förarbetena att en större kapitalinvestering för omläggning av driften i ett företag inte bör genomföras av en bank. Detta ställningstagande är motiverat av insättarskyddet och bankens oberoende ställning i förhållande till näringslivet.

4.3.2.7. *Krav på avyttring*

Egendom som förvärvas med stöd av 2 kap. 8 § bankrörelselagen får innehas endast under en begränsad tid. Kravet på avyttring är motiverat av att denna egendom typiskt sett utgör rörelsefrämmande tillgångar i banken. Det framstår tydligt att ett avyttringskrav kan vara ett stort hinder för en bank som behöver överta och förvalta egendom på en marknad som beräknades ta 10–15 år att hämta sig.

När bankkrisen startade gällde att egendomen skulle avyttras så snart det var lämpligt och senast när det kunde ske utan förlust för banken. Innehav utöver tre år krävde särskilt tillstånd (*treårsregeln*). Regeln ändrades dock 1993. Motivet var att prisbilden på framförallt fastigheter uppfattades som oklar, vilket berodde på bristen på köpare och för få transaktioner.²⁷ Det bedömdes som sannolikt att den rådande situationen skulle hålla i sig under åtminstone de närmast följande åren. Den långsiktiga prisnivån bedömdes dock som stigande. Enligt förarbetena var risken stor för att bankerna skulle drabbas av onödiga förluster om de tvingades till snabba utförsäljningar. Man underströk också att en uppluckring av avyttringskravet skulle ha en stabiliserande effekt på fastighetsmarknaden. På dessa grunder *avskaffades treårsregeln*. Efter 1993 skall avyttring ske *så snart marknadsförhållandena tillåter och senast när det kan ske utan att banken drabbas av förlust*. Numera gäller således ingen absolut tidsgräns.

Vad som menas med förlust enligt 2 kap. 8 § bankrörelselagen är inte närmare utvecklat i förarbetena utan har överlämnats till Finansinspektionen att bestämma inom ramen för sin tillsynsverksamhet. Av regeln följer att banken inte har rätt att kalkylera med vinster vid en framtida försäljning. Banken är alltså ovillkorligt skyldig att avyttra egendomen så fort fordran är täckt. En helt

fundamental men obesvarad fråga är dock hur man bestämmer värdet på bankens fordran när man räknar fram om en förlust föreligger eller ej. Och vad gäller då marknaden är så osäker som den var under bankkrisen? Innebär regelns uttryck »så snart marknadsförhållandena tillåter« att banken i vissa fall är skyldig att avyttra egendomen trots att fordran inte är täckt, eller har banken en obegränsad rätt att vänta ut marknaden?

Kravet på avyttring är bl.a. motiverat av att banken inte skall kunna skjuta upp eller dölja oundvikliga förluster. När man tog bort treårsregeln var avsikten att bankerna så snart fastighetsmarknaden stabiliserades, och en ny hållbar prisnivå etablerades, skulle agera för att minska de fastighetsinnehav som hade byggts upp under bankkrisen.²⁸ Om den nya hållbara prisnivån medförde att fastigheterna visade sig vara övervärderade, och banken således inte skulle få täckning för sina fordringar, var man ändå tvungen att avyttra egendomen. Dock hade banken rätt att successivt avyttra egendomen om detta krävdes för en fortsatt stabil utveckling av marknaden. Bankerna hade således inte en obegränsad rätt att vänta ut marknaden, men ändå en stor frihet att själva bestämma när en avyttring skulle ske.

Ser man till fallet Nordbanken fanns vid bankkrisens inledning således ett stort hinder för hanteringen av problemkrediterna inom ramen för banken. Övertagna panter skulle behöva säljas inom tre år. Visserligen fanns en dispensmöjlighet, men det saknades i stor utsträckning praxis på området varför möjligheten att överblicka konsekvenserna av avyttringskravet var liten. Om man kunde överföra tillgångarna till ett bolag som inte hade något avyttringskrav var det i detta läge en uppenbar fördel. Reglerna om *banksmitta* krävde då att detta var ett bolag utanför bankkoncernen. Nordbanken kunde vid detta tillfälle inte gärna veta att Finansinspektionen under bankkrisen inte närmare skulle lägga sig i bankernas avyttringsplaner. Så länge treårsregeln gällde gavs regelmässigt dispens från tidsbegränsningen. När regeln försvann nöjde Finansinspektionen sig med att kräva in rapporter från bankerna om vilka innehav de hade.

4.3.2.8. *Avvecklingsbolagets verksamhetsreglering*

Avvecklingsbolag som ägs av en bank omfattas på grund av banksmittan av bankregleringens verksamhetsregler. Vi skall nu utreda vilka regler som gäller när övertagen egendom omhändertas av ett från banken fristående avvecklingsbolag (Securum). Vad som behandlas är dels vilka regler som gäller för överlåtelsen av krediterna och egendomen till ett finansbolag (Securum Finans), dels de regelmässiga konsekvenserna av att de i nästa steg överförs till ett s.k. kallat tillgångsbolag.

När överföringen gjordes omfattades finansbolagets verksamhet av lagen (1988:606) om finansbolag. Denna lag ersattes år 1995 av lagen (1992:1610)

om kreditmarknadsbolag.²⁹ Redan här kan nämnas att tillgångsbolagen inom Securumkoncernen inte omfattades av denna reglering. Det berodde på att de var systerbolag till finansbolaget, och att ingen *smittoregel* fanns av det slag som finns i bankregleringen.

4.3.2.9. *Allmänt om finansbolagets verksamhetsregler*

Finansbolag är inte lika reglerade som banker. Detta beror främst på att de inte mottar inlåning från allmänheten.³⁰ Finansbolag tillåts därför ta större risker i sin verksamhet. För kreditväsendets funktionsduglighet har det enligt förarbetena emellertid ansetts vara av vikt att trygga allmänhetens förtroende även för dessa bolag. Även finansbolagens exponering för olika typer av risker måste därför hållas inom rimliga gränser. Också på detta område har konsumentskyddsintressen haft en avgörande roll för regleringens innehåll.

4.3.2.10. *Vilken slags verksamhet fick finansbolag (Securum Finans) bedriva?*

Enligt definitionen i lagen om finansbolag var ett finansbolag ett bolag som bedrev finansiell verksamhet (1 §). Med sådan verksamhet avsågs verksamhet vars ändamål var att lämna eller ställa garanti för kredit, förmedla kredit till konsumenter samt i övrigt medverka till finansiering. Till skillnad från bankrörelselagens strikta verksamhetsregler sänkades det fram t.o.m. år 1994 klara regler för vad som var tillåten verksamhet. I praktiken innebar det att finansbolag kunde bedriva en mängd olika verksamheter.

Genom lagen om kreditmarknadsbolag infördes en ny verksamhetsregel (3 kap. 1 §). Avsikten var inte att begränsa de tidigare finansbolagens verksamhetsområden, eftersom det enligt förarbetena inte fanns samma långtgående skyddsintressen i ett kreditmarknadsbolag som i en bank.³¹ Det betonades särskilt att den lista som fanns över tillåtna verksamhetsområden skulle ses som exemplifierande och som en vägledning för instituten rörande vad som typiskt sett ingår i begreppet finansieringsverksamhet. Huvudinriktningen på verksamheten skall vara finansiering och att utveckla ändamålsenliga finansieringsformer. Förmodligen innebär lagen jämfört med tidigare vissa inskränkningar av finansbolagens möjligheter att t.ex. bedriva industriell verksamhet och andra verksamheter som ligger utanför det finansiella området.

4.3.2.11. *Begränsningar i rätten för finansbolag att förvärva fastigheter och aktier*

Huvudregeln i lagen om finansbolag var att ett finansbolag fick förvärva all slags egendom. Endast förvärv av organisationsaktier krävde särskilt tillstånd (10 § punkt b). Denna tillståndsplikt var motiverad av behovet av effektiv tillsyn och möjligheten att kontrollera finansbolagens verksamhet och engagemang.³²

Genom lagen om kreditmarknadsbolag inskränktes möjligheten att förvärva

aktier, bl.a. rätten till s.k. *kvalificerade innehav*³³ av aktier i bolag som inte bedriver finansiell verksamhet eller försäkringsverksamhet (3 kap 6 §). Kreditmarknadsbolag kan endast göra sådana förvärv upp till ett värde av 60 procent av bolagets kapitalbas. Syftet bakom denna regel var detsamma som för den nyss nämnda tillståndsregeln om förvärv av organisationsaktier.³⁴ Därutöver nämndes också behovet av kontroll över att kreditmarknadsbolagen inte överförde s.k. kreditmarknadsbolagsnära verksamhet till bolag utanför inspektionens tillsynsområde.

Det är av särskild betydelse i detta sammanhang att lagen om kreditmarknadsbolag inte innehåller någon smittoregel av den typ som finns i bankrörelselagen. Reglerna träffar därför t.ex. inte kreditmarknadsbolagets systerbolag inom samma koncern. Om däremot Securum Finans hade varit moderbolag i koncernen skulle smittoregeln ha varit tillämplig.

4.3.2.12. *Rätten för finansbolag att förvärva egendom för skyddande av fordran*

När överföringen av Nordbankens problemkrediter gjordes till Securum Finans fanns inga förvärvsbegränsningar i lagen om finansbolag. Finansbolaget kunde därför förvärva vilka tillgångar som helst för skyddande av sina fordringar.

Lagen om kreditmarknadsbolag begränsar som nämnts på visst sätt rätten till kvalificerade innehav av aktier i icke finansiella bolag. Men lagen innehåller också ett undantag från denna verksamhetsinskränkning som liknar den som gäller för banker (3 kap. 7 §). Regeln ger bolagen rätt att för skyddande av fordran köpa aktier eller andelar som är pantsatta för den aktuella fordringen, utan iakttagande av reglerna om organisationsförvärv eller kvalificerade innehav. Villkoren för sådana förvärv liknar dem som gäller för banker. Samma regler gäller t.ex. för hur förvärvet skall gå till och kreditmarknadsbolaget har också rätt att förvärva aktier som betalning för fordran om det finns anledning att anta att bolaget annars skulle komma att lida avsevärd förlust. Också avyttringskravet är detsamma. Däremot finns ingen rätt för kreditmarknadsbolaget att bilda eller förvärva bolag för förvaltningen av övertagna aktier eller att göra kompletterande förvärv.

4.3.2.13. *Fördelarna med att ett avvecklingsbolag bildades*

Bankrörelselagens generellt sett restriktiva verksamhetsregler ger den yttre ramen för bankernas hantering av problemkrediter. Dessa regler utgör ett principiellt hinder för riskfyllda förvärv och stort aktivt engagemang i egendom som förvärvas för att skydda värdet av en fordran.

Av såväl lagtext som förarbeten förstår man att det inte var förutsett att bankerna någonsin skulle sitta med så omfattande innehav av fastigheter och aktier som blev aktuellt under bankkrisen. Reglerna gav inte enligt sitt tänkta in-

nehåll en bank som borgenär lika stort spelrum som andra företag, t.ex. att välja mellan att driva företag i konkurs och teckna överenskommelser om förvärv av aktier i samband med rekonstruktioner. Begränsningar fanns också i möjligheten att förvalta övertagen egendom och rätten att vänta ut marknaden. Exempel på detta är förbudet att förvärva fastigheter som kompletterande egendom och kravet på avyttring av förvärvad egendom (treårsregeln). Detta senare krav utgjorde ett särskilt stort hinder i början av bankkrisen. Vidare påverkades bankens handlingsutrymme av banksmittoregeln som i korthet innebär att det som gällde i banken också gällde i övriga koncernbolag.

I praktiken kom dessa legala begränsningar för bankernas agerande inte att utgöra något väsentligt hinder för de banker som under bankkrisen hanterade egendomen inom ramen för bankens egen organisation. Finansinspektionen tillämpade nämligen av praktiska skäl reglerna generöst under denna tid. Vissa förbud upprätthölls dock, t.ex. förbudet mot kompletterande förvärv. Regeltillämpningen var inte lätt att förutse i krisens början.

Ett avvecklingsbolag har större möjligheter än en bank att överta, äga och driva verksamhet med högre risk och större osäkerhet. Detta ledde till fler handlingsalternativ vid förvaltningen av övertagen egendom.

Securum organiserades som en *vanlig industri- och fastighetskoncern*, med ett holdingbolag i toppen och med ett finansbolag (Securum Finans) och en rad tillgångsbolag som dotterbolag. Detta har viss betydelse från regleringssynpunkt. När överföringen gjordes till finansbolaget fanns i regleringen för detta bolag inga hinder att överta samt omstrukturera egendomen, vilket gav bolaget stor frihet. I praktiken kom denna frihet kanske inte att betyda så mycket eftersom övertagna tillgångar strax därefter slussades över till olika tillgångsbolag inom koncernen.

Lagen om finansbolag uppställde inte heller några krav på vilka som kunde äga ett finansbolag, vilket möjliggjorde den valda konstruktionen med finansbolaget som ett systerbolag till tillgångsbolagen. Härigenom kom endast finansbolaget att stå under tillsyn och Securum var fritt att organisera resten av verksamheten i princip utan tillsynsmyndighetens inblandning. Finansbolaget Securum hade således när överföringen gjordes rätt att förvärva vilken egendom man ville och var inte underkastat det avyttringskrav som gällde i banken. Genom tillkomsten av kreditmarknadsbolagslagen ändrades regleringen i riktning mot den som gällde för banker. Men vid detta tillfälle var egendomen redan överförd till tillgångsbolagen. Inte heller nu gäller dock någon smittoregel varför tillgångsbolagen fortfarande hamnar utanför regleringen. Det fanns med andra ord formellt sett uppenbara regelmässiga fördelar – sett utifrån verksamhetsregleringen – med att bilda ett avvecklingsbolag.

4.3.3. KAPITALTÄCKNINGSGREGLERNA

4.3.3.1. Allmänt om kravet på kapitaltäckning för kreditrisker

Banker och ett stort antal andra finansiella företag är underkastade krav på s.k. kapitaltäckning. Detta krav innebär förenklat uttryckt att banken måste vara finansierad med en viss andel eget kapital i förhållande till riskerna i bankens tillgångar (placeringar). Genom kravet på kapitaltäckning har lagstiftaren velat bygga in en slags lagreglerad riskhantering och därmed se till att bankerna har en sådan kapitalstyrka att insättarna kan få sin rätt även i tider av allmän kris eller vid en katastrofförlust för banken.

Vid tiden för Nordbankens rekonstruktion fanns kapitaltäckningsreglerna i bankrörelselagen. Från och med 1995 finns reglerna i lag (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag. Lagstiftningen är av ramkaraktär och detaljerna har lämnats åt Finansinspektionen att reglera genom föreskrifter.

I korthet innebär kapitaltäckningsreglerna att en bank skall ha minst 8 procent kapitaltäckning. Beräkningen påverkas dels av risken med olika placeringar, dels av hur banken är finansierad (kapitalbasen). Vad gäller placeringarna gäller som huvudregel att tillgångarna skall tas upp till sina bokförda värden. Tillgångar med lägre kreditrisk får dock tas upp till ett reducerat – viktat – värde. Dessa viktade värden grundas på en indelning av bankens låntagare efter risken för betalningsinställelse och vilken typ av säkerhet som finns för krediten. Reglerna ser i stort sett likadana ut idag som i början av 1990-talet.³⁵

Reglerna innebär följande: Placeringar utan risk (kategori A) behöver inte räknas med. Placeringar med låg risk (B) ingår med 20 procent av sitt värde. Härutöver finns kategori C och D som ingår med 50 resp. 100 procent av sitt värde. Kapitalbasen skall vara minst 8 procent av summan av dessa viktade värden.

För *bankkoncerner* gäller, som vi tidigare har sett, en *banksmittoregel* som innebär att de rörelse regler som gäller för banken smittar av sig även på andra företag inom samma koncern. Denna regel gäller även på kapitaltäckningsområdet, vilket innebär att alla bolag som en bank direkt eller indirekt äger skall uppfylla kravet på 8 procent kapitaltäckning. Finansinspektionen har dock möjlighet att i enskilda fall medge *undantag* från detta, förutsatt att skyddsintressena i banken inte kommer i fara. Enligt uppgift fanns innan bankkrisen ingen praxis för när undantag gavs. Frågan hade helt enkelt aldrig uppstått. Vad som kan konstateras så här efter krisen är att banksmittoregeln inte tillämpades på övertagna eller bildade bolag för hantering av problemkrediter.

Inom banksektorn gäller också ett krav på *konsoliderad kapitaltäckning* för hela bankkoncernen. Syftet bakom dessa regler är bl.a. att kapitaltäckningskravet skall vara neutralt i förhållande till hur banken väljer att organisera sig,

dvs. samma kapitalkrav skall gälla för tillgångarna oavsett var i koncernen de placeras. Koncernens kapitalbas och placeringar bestäms därför med utgångspunkt i koncernredovisningen.

Enligt 2 kap. 11 § bankrörelselagen (som gällde fram t.o.m. 1994) uppställdes ett krav på konsoliderad kapitaltäckning, såväl för det fall banken valde att direkt äga de företag i vilka övertagen egendom förvaltades som om man organiserat detta ägande i underkoncerner. Det spelade med andra ord ingen roll hur banken organiserade ägandet av den egendom man tog över genom pantrealisation. Inte heller till denna regel fanns någon praxis innan bankkrisen. Frågan fick därför lösas praktiskt. Det utvecklades en praxis som innebar att endast förvärvade fastighetsföretag och företag som bildats för övertagande av fast egendom skulle konsolideras. Övriga bolag ansågs verksamhetsfrämmande och behövde inte konsolideras. Likaså behövde inte ytterst tillfälliga innehav konsolideras. Innehavet ansågs vara ytterst tillfälligt då en köpare praktiskt taget var identifierad och då en försäljning inom ett år bedömdes som sannolik.³⁶ Om denna praxis kan sägas att den var inriktad på enskilda fall, och att det inte fanns något uttryckligt stöd i lagtexten för att göra en åtskillnad mellan fastighets- och industribolag. Det var inte lätt för Nordbanken att förutse denna tolkning av reglerna.

Reglerna om konsoliderad kapitaltäckning ändrades fr.o.m. 1995, och är numera tillämpliga endast på vad som kallas finansiella företagsgrupper (6 kap. 3 § lagen om kapitaltäckning och stora exponeringar i kreditinstitut och värdepappersbolag). En sådan grupp föreligger när – och endast då – en bank har ett starkt ägarintresse i ett kreditinstitut, värdepappersbolag, motsvarande utländskt företag eller i ett finansiellt institut. En bankgrupp utan ett sådant ägarintresse, men med andra typer av dotterbolag t.ex. tillgångsbolag för problemkrediter, utgör därför ingen finansiell företagsgrupp i lagens mening. En bankgrupp med ett finansiellt dotterbolag och andra dotterbolag (s.k. anknutna företag) utgör dock en sådan finansiell företagsgrupp som omfattas av kraven på konsoliderad kapitaltäckning. Den praxis som skapades under krisen synes alltjämt gälla. Fastighetsbolag skall konsolideras om inte innehaven är ytterst tillfälliga, medan industribolag undantas från den konsoliderade kapitaltäckningen. Till skillnad från tidigare kan det numera således ha betydelse – från kapitaltäckningssynpunkt – hur man organiserar ägandet av övertagna panter i en bank.

4.3.3.2. *Hur kapitaltillskott kan göras*

Vi skall här kort beröra vilka slags kapitaltillskott som kan stärka kapitalbasen och samtidigt bidra till en effektiv förvaltning av övertagna panter.

Kapitalbasen består av vad man kallar primärt och supplementärt kapital. Till *primärt kapital* räknas eget kapital och vissa öppet redovisade reserver.³⁷ Till *supplementärt kapital* räknas visst lånat kapital som har drag av primärt kapital.³⁸

De svenska reglerna om supplementärt kapital var vid tiden för rekonstruktionen av Nordbanken följande. Med supplementärt kapital avsågs det nominella värdet av *förlagsandelsbevis*, *förlagsbevis* och *andra skuldförbindelser* med en *löptid på minst fem år* samt med *efterställd betalningsrätt*. Sådana skulder fick dock högst tas upp till ett belopp motsvarande 50 procent av det primära kapitalet. För de fall de ovan nämnda skulderna hade en kortare löptid än fem år fick de endast tas upp till ett värde motsvarande 20 procent av det nominella värdet för varje helt år som återstod till förfallodagen. Efter medgivande av Finansinspektionen fick även andra kapitaltillskott räknas till det supplementära kapitalet.

Det är därför inte särskilt förvånande att staten förbättrade kapitaltäckningsgraden i Nordbanken genom *aktieägartillskott*. År 1992 gav staten Nordbanken ett *aktieägartillskott* på 10 miljarder kronor och utfärdade två garantier gentemot Securum uppgående till sammanlagt 24 miljarder kronor. Dessa garantier infriades genom *aktieägartillskott* under år 1993.

Ett *aktieägartillskott* skall vara kontant inbetalt samt i princip utan återbetalningsvillkor för att få räknas in i kapitalbasen. Eftersom varken tillskotten till Nordbanken eller Securum innehöll några uttryckliga *återbetalningsvillkor* kunde de räknas in i kapitalbasen. Däremot kunde inte de *garantier* som utfärdades gentemot Securum medföra en förstärkning av kapitalbasen. Avsaknaden av eventuella återbetalningsvillkor finns annars anledning att särskilt uppmärksamma vid tillskott till banker i kris. *Aktieägartillskott* utan återbetalningsvillkor kan nämligen i vissa fall strida mot EG:s konkurrensregler, som normalt kräver att tillskott skall ha återbetalningsvillkor för att inte omfattas av reglerna om statsstöd. Sådana villkor gör dock att tillskottet inte får räknas in i kapitalbasen. Ett villkorat *aktieägartillskott* får enligt svensk bolagsrättslig praxis räknas till eget kapital om kravet på återbetalning är riktat mot ägarna och inte mot bolaget. Så anses t.ex. vara fallet om återbetalningen skall ske ur utdelningsbara medel. Denna praxis synes gälla även på kapitaltäckningsområdet.³⁹

Ytterligare ett sätt att förstärka kapitalbasen är genom s.k. *förlagslån*, dvs. lån med efterställd betalningsrätt. Ett sådant lån på 10 miljarder kronor gavs också till Securum. Ett *förlagslån* räknas till supplementärt kapital och får endast tas upp till 50 procent av sitt värde.

4.3.3.3. *Kapitalbehovet i Nordbanken om problemkrediterna stannat kvar*

I augusti 1992 uppgick Nordbankens kapitaltäckning till 5,5 procent. Vi skall nu visa vilka alternativ som stod till buds för att klara kapitalkravet i banken, dvs. minst 8 procent kapitaltäckning, och hur dessa alternativ påverkade beräkningen av kapitaltäckningen. Vi skall också visa på skillnaderna mellan om krediterna innehades av banken eller avvecklingsbolaget.

Banken behövde således täcka den uppkomna bristen på kapital. Härtill be-

hövdes kapitaltäckning för de kompletterande förvärv som ansågs erforderliga. Även om våra resonemang och exempel nedan grundas på regleringens minimikrav var det egentliga problemet att man måste tillskjuta så mycket kapital att man återställde förtroendet för banken på marknaden.

Utgångsläget. Nordbanken överförde tillgångar till Securum till ett bokfört bruttovärde på cirka 67 miljarder kronor. Detta belopp fördelade sig enligt följande: krediter till allmänheten (60), aktier (6) och fastigheter (1). För krediterna till allmänheten fanns i stor utsträckning säkerheter i fastigheter eller aktier. Större delen av tillgångarna tillhörde den högsta riskklassen D (57 av de 67).⁴⁰

Det krävdes således i princip full kapitaltäckning (8 procent) på överförda tillgångar. Mer exakt uppgick det viktade värdet (riskvägt belopp) innan nedskrivning till 61,4 miljarder kronor, vilket medförde att kapitaltäckningskravet var 4,9 miljarder kronor på dessa tillgångar.

Om man hade valt alternativet att Nordbanken skulle behålla tillgångarna hade det enligt våra beräkningar krävts ca 30 miljarder kronor i kapitaltillskott.⁴¹ Detta beror i första hand på att det erfordrades ca 31 miljarder i nedskrivningar på tillgångarna under åren 1992 och 1993. Beloppet behöver sedan justeras med hänsyn till att banken »sparade» ca 2,4 miljarder i kapitaltäckning genom att tillgångarna minskat i värde från 61,4 till 31 miljarder (uppskattade riskvägda belopp). Utöver det på detta sätt beräknade nettot (28,6 miljarder kronor) erfordrades kapital för att göra tilläggsförvärv.⁴² Man får i sammanhanget inte heller glömma bort att banken i utgångsläget hade en för låg kapitaltäckning, vilket krävde ca 1,5 miljarder i kapitaltillskott.

4.3.3.4. *Kravet på kapitaltäckning i avvecklingsbolaget (Securum)*

Kapitaltäckningsreglerna var identiska för banker och finansbolag. Därför var det ingen fördel från kapitaltäckningssynpunkt med att föra över krediterna till ett avvecklingsbolag av Securums typ.

I lagen om finansbolag fanns ett krav på konsoliderad kapitaltäckning för hela finansbolagskoncernen. Kravet gällde alla koncernbolag oavsett vilken verksamhet som bedrevs.⁴³ Om Securum hade organiserats så att finansbolaget blivit moderbolag för hela koncernen hade det således förelegat ett krav på konsoliderad kapitaltäckning. Ingen skillnad således mellan ett avvecklingsbolag och en bank.⁴⁴ Genom att göra finansbolaget till ett systerbolag till Securums tillgångsbolag undvek man dock kravet på konsoliderad kapitaltäckning.⁴⁵

Redan vid utgången av 1992 hade tillgångar för 7 miljarder kronor överförts från Securums finansbolag till tillgångsbolagen. Kravet på kapitaltäckning i finansbolaget hade då minskat med ca 0,5 miljarder (8 procent av 7 miljarder). Om man ser till hela kreditstocken som överfördes till Securum återstod efter

nedskrivning 31 miljarder kronor i krediter. Avsaknaden av en konsoliderad kapitaltäckning ger således ca 2,5 miljarder (8 procent av 31 miljarder) i minskad kapitaltäckning genom att problemkrediterna omvandlades till tillgångar och överfördes till Securums tillgångsbolag.

4.3.3.5. Fördelarna med att ett avvecklingsbolag bildades

Om vi först ser till hur bankens kapitaltäckning påverkades av att problemkrediterna överfördes till ett avvecklingsbolag (Securum Finans) kan följande konstateras. Nordbanken hade i utgångsläget ca 251,4 miljarder kronor i tillgångar (riskvägt belopp), som efter initiala nedskrivningar var ca 235 miljarder kronor. Efter tillskotten från staten var bankens kapitalbas vid årsskiftet 1992/1993 ca 19 miljarder (ca 8 procent kapitaltäckning). När problemkrediterna sålts till Securum för 50 miljarder, riskvägt belopp 45 miljarder, mot kontanter hade de riskvägda tillgångarna minskat till 190 miljarder. Med oförändrad kapitalbas på 19 miljarder ger det en kapitaltäckning på ca 10 procent, dvs. 2 procent bättre än i utgångsläget.

Överföringen av krediterna till ett avvecklingsbolag medförde sedan den stora fördelen att man undvek krav på konsoliderad kapitaltäckning. Genom att omvandla krediterna i Securum Finans, som var underkastat samma kapitaltäckningskrav som banken, till tillgångar i Securumkoncernens tillgångsbolag krävdes ingen kapitaltäckning, eftersom dessa bolag var systerbolag till finansbolaget. Bara dotterbolag till finansbolaget omfattades således av kapitaltäckningsreglerna. Någon motsvarande möjlighet att sänka kapitaltäckningskravet i banken fanns inte.

Eftersom tillgångar till ett (riskvägt) värde av 31 miljarder kronor överfördes till tillgångsbolagen, och tilläggsförvärv gjordes på 18,3 miljarder, blev besparingen av den valda lösningen från kapitaltäckningssynpunkt ca 2,5 miljarder. Detta var dock en regelmässig fördel som inte utnyttjades. Staten tillsköt betydligt mer än minimikapitalet för att rädda problemkrediterna. Fördelarna med avvecklingsbolaget var således inte primärt att staten behövde tillskjuta mindre kapital. Kapitalbehovet i banken styrdes ytterst av hur stort tillskott som behövdes för att återställa förtroendet på marknaden för banken. Fördelarna med den valda lösningen var i stället att man fick större spelrum för hur man kapitaliserade Securum. Man kunde också enklare återta tillskjutna medel utan negativa effekter på kapitaltäckningen inom avvecklingsbolaget.

4.4. Ansvarsfrågor vid användning av avvecklingsbolag för att lösa bankkriser¹⁶

Den ansvarsfråga som tilldrar sig mest intresse vid en bankkris är ansvaret för vårdslös kreditgivning i banken. Frågan om skadeståndsansvar för Nordbankens styrelse och verkställande ledning för vårdslös kreditgivning blev också föremål för flera utredningar under början av 1990-talet. En av staten år 1993 väckt skadeståndstalan för Nordbankens räkning mot vissa personer i styrelsen slutade i förlikning. Eventuella konsekvenser av att ett avvecklingsbolag använts uppmärksammades inte i dessa sammanhang. Vi skall nu i första hand belysa vilken inverkan uppdelningen av Nordbanken i en bank och ett avvecklingsbolag (Securum) kan få för ansvaret för eventuella brister i kreditgivningen i Nordbanken.

Styrelsen och ledningen i en bank kan bli skadeståndsskyldiga om de förfarit vårdslöst i kreditgivningen eller underlåtit att vidta erforderliga åtgärder i samband med denna. Det krävs att skadan skall kunna beräknas och att det finns ett orsakssamband mellan de vårdslösa handlingarna och skadan. Vidare måste tale- och preskriptionsregler beaktas.

Uppdelningen av banken skulle kunna få betydelse vid ansvarsbedömningen dels vid beräkningen av skadans storlek, dels i samspelet mellan preskriptionsregler och valet av tidpunkt för uppdelningen av banken. Givetvis gäller som princip att ansvaret för bankens ledning är begränsat till de förluster som uppstått i banken. Ansvaret för verksamheten i Securum faller på ledningen i detta bolag.

Bedömningen av om kreditgivningen varit vårdslös måste grundas på konkreta ställningstaganden till varje berörd kredit. Den innefattar såväl förhållandena när krediten beviljades som vilka åtgärder som senare vidtagits för att begränsa förlusten. Man måste också kunna bestämma skadans storlek vid en viss tidpunkt. En avyttring av en kredit till en utomstående – här ett avvecklingsbolag – kan givetvis underlätta att fixera skadan. Ett problem i sammanhanget kan dock vara att överflyttningen av krediterna gjordes mellan två närstående bolag. Om värderingen av krediterna var marknadsmässig skulle därför möjligen kunna ifrågasättas. Vår bedömning är att förhållandena var så komplicerade att överlåtelsevärdena, inom ramen för en process, inte okritiskt skulle läggas till grund för beräkningen av skadans storlek i banken.

En annan fråga som behöver bedömas är om återvinningen i ett avvecklingsbolag (Securum) skulle kunna påverka skadeberäkningen. Huvudprincipen är här att en återvinning i ett annat bolag inte direkt kan påverka beräkningen av skadans storlek. Däremot är det inte uteslutet att det kan ske viss jämkning med hänsyn till storleken på återvunna belopp. En komplikation är dock att en ansvarsprocess kan starta vid olika tidpunkter och möjligheten att bedöma storleken på återvinningen därmed kan variera.

Vidare kan det vara svårt att föra en skadeståndsprocess på grund av pre-skriptionsreglerna, som ställer till problem vid skador som uppstår till följd av vårdslös kreditgivning. Som regel måste nämligen talan väckas inom ett år från bolagsstämman, om frågan gäller ansvarsfrihet för styrelse och ledning. Det kan emellertid vara svårt att så snabbt konstatera förekomsten av och storleken på skador som orsakats av vårdslös kreditgivning. Om krediterna avyttrats till ett avvecklingsbolag till ett värde som inte kan ifrågasättas ökar dock möjligheten att bestämma skadan.

Ansvaret för ledningen i avvecklingsbolaget måste bedömas med hänsyn tagen dels till hur de olika engagemangen hanterades, dels till de stora risker som var förknippade med verksamheten. En fråga av särskilt intresse i detta sammanhang är om det skulle kunna göras gällande att ledningen förvärvat krediterna från Nordbanken till ett för högt belopp och därmed orsakat bolaget skada. Generellt kan sägas att det med hänsyn till den positiva återvinning som ägde rum i Securum är föga troligt att ledningen i avvecklingsbolaget kan bli skadeståndsskyldigt för sin förvaltning. Skulle däremot den negativa utvecklingen ha fortsatt i Securum hade ansvar kanske kunnat utkrävas. I det sammanhanget hade ett eventuellt överpris på förvärvet av krediterna kunnat vägas in i bedömningen.

4.5. Konkurrensrättsliga aspekter på statens insatser i Nordbanken⁴⁷

En av de större principiella frågorna vid en bankkris som ställer krav på statligt ingripande är om insatserna som görs är förenliga med den konkurrensrättsliga lagstiftningen. Denna lagstiftning var som vi strax skall visa inte särskilt väl utvecklad i Sverige under bankkrisen. I vår undersökning av de konkurrensrättsliga aspekterna på insatserna i Nordbanken och Securum har vi därför lagt tyngdpunkten på om de var förenliga med gällande EG-rättsliga reglering. Det främsta motivet till detta är att vi vill dra lärdomar av den svenska lösningen på bankkrisen för framtiden och sätta in den i ett internationellt perspektiv. Framtida statliga insatser måste nämligen uppfylla de krav som uppställs inom EU eftersom denna reglering i dag även gäller för svenskt vidkommande. Samtidigt har gemenskapens konkurrensrätt stora likheter med den amerikanska regleringen, och kan därför ge en bättre bild än då gällande svensk rätt av allmänt tillämpliga principer och synsätt i den moderna konkurrensrätten. Värdet av de svenska erfarenheterna av bankkrisen kan således väsentligen begränsas om de insatser som gjordes skulle ha varit omöjliga att genomföra idag, och kanske i de flesta andra länder redan då det begav sig, därför att de var i strid med den konkurrensrättsliga regleringen inom gemenskapen.

Den svenska konkurrensrättsliga regleringen under bankkrisen

Den generella konkurrensrättsliga regleringen vid bankkrisen bestod av 1982 års konkurrenslag (1982:729). Denna innehöll inte några regler eller uttalanden om hur statliga stöd skulle bedömas. Men det var alltså denna lag som i allt väsentligt var tillämplig på insatserna i Nordbanken. Den nya konkurrenslagen (1993:20) som gällde från 1 juli 1993 grundades på gemenskapsrätten men innehöll inga statsstödsregler.⁴⁸ I förarbetena uppmärksammades emellertid statliga regleringars konkurrenshämmande inverkan för första gången i lagstiftningssammanhang. Konkurrensbegränsande avtal som grundades på offentliga regleringar – till skillnad från avtal – ansågs dock inte möjliga att angripa med stöd av denna lag.

Parallellt med dessa allmänna regler fanns det speciella konkurrensregler också i regelverket för det generella bankstödet. I såväl bankstödslagen som i den förordning⁴⁹ som föregick lagen fanns en regel om att bankstödet så långt möjligt skulle vara konkurrensneutralt. Rekonstruktionen av Nordbanken hade dock inletts och i huvudsak slutförts innan denna reglering trädde i kraft. Därför var möjligheten att angripa dessa insatser med stöd av svensk konkurrensrätt mycket begränsad. Härtill kommer regleringens oklara utformning. Inte heller kunde Bankstödsnämnden, som ensam hade att tillämpa konkurrensreglerna i bankstödslagen, angripa insatserna eftersom dessa låg före i tiden.

Slutligen skall anmärkas att konkurrensfrågorna var uppmärksammade när insatserna i Nordbanken diskuterades i riksdagen, men allmänna uttalanden om att tillskotten inte skulle få ge några konkurrensfördelar och att avkastningskraven skulle vara marknadsmässiga, var i praktiken tandlösa. Frågan om krav på återbetalning diskuterades, men några sådana krav uppställdes sedan inte.

De statliga insatsernas förenlighet med EG:s konkurrensrätt

Inom gemenskapen finns en reglerad kontroll av statliga stöd. Den innebär att innan stöden sätts in måste de anmälas till Europeiska kommissionen, som gör en bedömning av åtgärdernas tillåtlighet. Det är ett antal frågor som måste bedömas för att man skall kunna avgöra om insatserna i Nordbanken och Securum var förenliga med EG:s konkurrensregler eller inte. I ett första steg måste man bedöma om insatserna utgjorde *stöd*, i EG-rättslig mening, som gavs *selektivt* och till *ekonomisk förmån* för Nordbanken, och i ett andra steg om insatserna var oförenliga med den gemensamma marknaden och kunde medföra en *snedvridning av konkurrensen och påverka handeln mellan medlemsstaterna*. Om utfallet av denna prövning blir att insatserna var i strid med EG:s konkurrensrättsliga reglering blir det aktuellt att i ett tredje steg pröva om något *undantag* från denna reglering kunde ha varit tillämpligt. Härvid är det av särskild betydelse att pröva frågan om proportionalitet, dvs. om insatserna i Nordban-

ken stod i rimlig proportion till kostnaden för att behålla Nordbanken som en marknadsaktör.

Frågan om ett statligt stöd förelåg eller inte prövas genom att man testat om villkoren för insatserna var marknadsmässiga. Detta sker genom en fingerad jämförelse med vad en tänkt privat investerare skulle ha gjort i en motsvarande situation. Tanken är att det finns inslag av stöd i en transaktion om en jämförbar privat investerare inte skulle ha genomfört transaktionen på marknaden. Bedömningen görs vid tidpunkten för beviljande av stödåtgärder, eller egentligen vid den tidpunkt då åtgärderna anmäls till kommissionen. Mot att statens insatser i Nordbanken vid denna bedömning skulle bedömas som marknadsmässiga talar bl.a. avsaknaden av återbetalningsvillkor om utfallet skulle bli väsentligt bättre än beräknat. Det fanns också goda skäl att ifrågasätta om det rent faktiskt fanns någon privat investerare som var villig att rädda Nordbanken.

Som nämnts måste ett statligt stöd, för att kunna angripas enligt EG-rätten, ges *selektivt* och ge *ekonomiska fördelar* för mottagaren (i förhållande till konkurrenterna). Denna prövning förutsätter att man kan pröva marknadsmässigheten i statens olika insatser i Nordbanken i detalj. Statens dubbla roller som beskyddare av systemet och ägare till Nordbanken komplicerar bedömningen. Något som skulle kunna ställa till problem vid en prövning i kommissionen är de uttalanden som gjordes om att staten såg sina åtgärder i Nordbanken som viktiga också ur ägarsynpunkt⁵⁰ och att det rent faktiskt var Nordbanken som var särskilt gynnad under bankkrisens inledning. Typiskt sett ser också kommissionen på bildandet av ett avvecklingsbolag av Securums typ som ett statligt stöd, eftersom de förluster som uppstår i ett avvecklingsbolag i sista hand bärs av staten.

Det är vår bedömning att kommissionen sannolikt skulle ha ansett att statens insatser i Nordbanken i EG-rättslig mening utgjorde ett statligt stöd som givits selektivt och till Nordbankens fördel.

Nästa steg i den konkurrensrättsliga prövningen enligt EG-rätten är att bedöma om det statliga stödet också var *oförenligt med den gemensamma marknaden*. För detta krävs att det dels hotade att snedvrider konkurrensen, dels påverkade handeln mellan medlemsstaterna. Inom EG-rätten finns en presumtion för att statliga stöd snedvrider konkurrensen. Det faktum att det i princip bara var Nordbanken och Gota Bank som mottog statligt stöd under bankkrisen skulle kunna vara tillräckligt för att kommissionen skulle anse stödet som snedvridande. Vad gäller bedömningen av om stödet påverkade handeln mellan medlemsstaterna är det tillräckligt med att stödet får indirekt effekt. Om det förhindrade utländska banker att expandera i Sverige, t.ex. genom att ta över hela eller delar av Nordbanken, eller möjliggjorde för Nordbanken att expandera utomlands, skulle detta vara tillräckligt. Det finns skäl att tro att stödet till

Nordbanken vid en EG-rättslig bedömning skulle anses ha hotat konkurrensen och påverkat handeln mellan medlemsstaterna.

Men även om ovanstående prövning leder till att insatserna i Nordbanken utgjorde ett otillåtet statligt stöd kan kommissionen – om *insatserna står i rimlig proportion till behoven* – besluta om att stödet skall tillåtas. Förutsättningen är att det finns en proportionalitet mellan konkurrensbegränsningen och de valda åtgärdernas omfattning (proportionalitetsprincipen). I praktiken brukar denna prövning göras vid diskussioner mellan den aktuella staten och kommissionen.

I Nordbankens fall är det två undantag från proportionalitetsprincipen som kunde ha aktualiserats. Det är nämligen tillåtet att ge stöd för att avhjälpa en systemkris och för omstrukturering av verksamhet. Inom konkurrensrätten har man en utomordentligt snäv syn på vad som är en systemkris. Detta undantag har faktiskt aldrig använts inom EU. Systemkris som konkurrensrättsligt begrepp synes ha få likheter med vad som i ekonomisk mening är en systemkris. Det är därför sannolikt att detta undantag inte hade varit tillämpligt på insatserna i Nordbanken. I praktiken verkar kommissionen ha haft svårt att skilja mellan stöd som används för att avhjälpa en allvarlig störning i en medlemsstats ekonomi från sådana stöd som avser ett enskilt företags svårigheter. Den senare typen av stöd kan i vissa fall tillåtas för omstrukturering av företaget.

Den centrala frågan för ett möjligt undantag för en *omstrukturering* av banken är om insatserna i Nordbanken stod i rimlig proportion till vad som krävdes för att hindra banken från likvidation. I syfte att uppnå en rimlig avvägning mellan stödets eventuella konkurrensbegränsande effekt och positiva verkningar för stödmottagaren brukar kommissionen här uppställa uttryckliga krav på mottagaren att själv bidra till åtgärderna. Tanken är att dessa insatser skall kompensera konkurrenterna för stödets snedvridande effekter.

Frågan om proportionaliteten av insatserna i Nordbanken är svår att besvara på en principiell nivå. Vi vill dock peka på att det finns ett antal omständigheter som sannolikt skulle ställa till stora problem vid kommissionens prövning. En sådan omständighet är uttalandet i förarbetena, som också återges i Nordbankens årsredovisning, om att mer tillgångar än vad som var nödvändigt för att rädda banken överfördes till Securum.⁵¹ En annan sådan omständighet är att staten inte uppställde några villkor om återbetalning i det fall stödet senare skulle visa sig större än nödvändigt. Kravet på en begränsning av stödet till det nödvändiga innebär bl.a. att bankens egna kapital inte får öka utöver vad som är absolut nödvändigt för dess omstrukturering. Vi ställer oss också frågande till om svenska staten hade kunna uppfylla kommissionens krav på alternativa lösningar till att lösa krisen i Nordbanken. Man behövde nämligen övertyga kommissionen om att man valt det alternativ som var minst konkurrensbegränsande.

Vår bedömning är – mot bakgrund av hittillsvarande praxis inom kommissionen – att det är sannolikt att undantaget för omstrukturering ändå hade varit tillämpligt, förutsatt att Nordbanken själv hade medverkat i omstruktureringen, t.ex. genom att man begränsade sin närvaro på vissa marknader och att vissa friska tillgångar avyttrades till utomstående. Detta anses inom EG-rätten vara ett sätt att kompensera konkurrenterna för den skada de kan ha åsamkats på grund av de statliga insatserna.

Vår slutsats är därför att insatserna i Nordbanken förmodligen utgjorde ett otillåtet stöd i EG-rättslig mening, men att de ändå varit möjliga förutsatt att de begränsats och att Nordbanken på ett aktivt sätt medverkat till »omstruktureringen« av banken genom att t.ex. sälja av viss frisk verksamhet till konkurrenterna. Den lärdom man kan dra av bankkrisen i denna del är därför att man idag inte hade kunnat rädda banken enbart genom riktade stöd, utan dessa hade behövt kombineras med att banken avstod från viss verksamhet.

5. Kredithantering – intressekonflikter och incitament

5.1. Inledning

Som vi redogjorde för i kapitel 2 övertog Securum en mycket stor kreditportfölj av nödlidande krediter från Nordbanken. Portföljen innehöll omkring 3 000 krediter härrörande från 1 274 bolag. Över 50 procent av bolagen hade försatts i konkurs före överföringstillfället. Inledningsvis var Securum huvudsakligen en kreditorganisation och problemkrediterna hanterades framför allt av Securum Finans AB. Den centrala uppgiften för finansbolaget var att *omvandla* kreditportföljen till andra typer av tillgångar eller att ha kvar dem som rekonstruerade krediter. I detta skede gjorde man bedömningar av vilka avvecklingsalternativ som var lämpliga för de företag som ingick i engagemangen. De vanligast förekommande avvecklingsmetoderna var konkurser och rekonstruktioner.

Det har på sina håll hävdats att Nordbanken och Securum gick onödigt hårt fram mot sina låntagare och drev fram företagskonkurser helt i onödan. Ett annat inslag i kritiken mot Securum har varit att det saknades en mer långsiktig strategi i agerandet gentemot företag i svårigheter och att besluten rörande avvecklingsmetod var inkonsekventa och irrationella.

I debatten kring Securum har det hävdats att företagets kredithantering och de incitamentssystem som gällde för olika befattningshavare hade negativa styreffekter på hur arbetet kom att bedrivas inom organisationen. Kritikerna har påstått att en rad enskilda kredittagare och företag försattes i konkurs i onödan. Kritiken av Securums agerande har särskilt riktat in sig på utformningen av den s.k. *snabbhetspremien* och man har gjort gällande att detta incitamentsprogram innebar att Securums handläggare erhöll bonuspremier då antalet indrivna panter ökade. Snabbhetspremien skulle således enligt kritikerna ha bidragit till att antalet företagskonkurser under krisen drevs upp i onödan.

Vi skall i detta kapitel redogöra för hur kredithanteringens organiserades inom Securum och vilka incitamentsprogram som tillämpades inom organisationen. I det här sammanhanget är det viktigt att analysera vilka principiella problem som är förknippade med förvaltning av en portfölj med nödlidande krediter. Detta är en komplicerad fråga eftersom man kan förvänta sig olika intressekonflikter mellan borgenärerna och gäldenären i företag som är nära obestånd, eller där obestånd är ett faktum.

Borgenärerna och gäldenären/aktieägarna har i sådana situationer ofta motstridiga intressen vad gäller den löpande driften och investerings- och finansieringspolitiken. Av det skälet kan det finnas anledning för borgenärerna att agera skyndsamt när ett företag är på randen till obestånd. Eftersom Securum därför skulle avveckla krediterna under en begränsad tidsperiod ställdes speciella krav på både personal- och lönepolitik. I företag som har en definitiv tidsbegränsning för sin verksamhet, och det därför saknas möjligheter till framtida avancemang, kan det vara svårare att motivera personal än i företag med motsvarande verksamhet utan tidsbegränsning. Det kan därför vara motiverat att införa särskilda incitamentsprogram. Securums program skall ses i ljuset av detta.

I debatten har det hävdats att incitamentsprogram av de slag som förekom inom Securum uppvisade tydliga negativa effekter, exempelvis att antalet företagskonkurser drevs upp i onödan. Om så verkligen var fallet väcks frågan om det är lämpligt att överföra problemkrediterna till en tidsbegränsad organisation. I så fall kan det i stället vara mer ändamålsenligt att integrera hanteringen av problemkrediter i en »icke-tidsbegränsad« organisation, exempelvis i den bank från vilken krediterna härstammar.

I detta kapitel undersöker vi hur kreditengagemangen utvecklades. Vi använder oss av statistiska metoder för att studera huruvida det faktum att ett företag fanns med i Securums kundregister *i sig* (dvs. med hänsyn tagen till olikheter vad avser finansiell status) ökade sannolikheten för att det skulle försätas i konkurs.

Dispositionen av kapitlet är som följer. I avsnitt 5.2 diskuterar vi närmare två olika incitamentsproblem som kan uppkomma i samband med förvaltning av en portfölj med nödlidande krediter. Det ena avser intressekonflikten mellan borgenärerna och gäldenären i företag som är på randen till obestånd. Det andra problemet handlar om att motivera de anställda i ett företag med en begränsad tidshorisont. I avsnitt 5.3 ges sedan en redogörelse för hur Securum organiserade avvecklingen av den övertagna kreditportföljen. Denna redogörelse tjänar som en nödvändig bakgrund till avsnitt 5.4 där vi beskriver de olika incitamentsprogram som tillämpades inom Securum.

Avsnitt 5.5 diskuterar frågan om incitamentsprogrammen kan ha haft icke önskvärda bieffekter på Securums sätt att agera. Hur såg avvecklingsprocessen av problemengagemangen ut och finns det någon koppling mellan en påstått hårdför kreditpolicy och incitamentsprogrammen? Vilken betydelse har de fundamentala intressekonflikter som föreligger mellan borgenärer och gäldenären i företag på obestånd för hanteringen av krediterna till dessa företag?

5.2. Kreditavveckling och incitament – några principiella resonemang

Intressekonflikten mellan borgenärer och gäldenären i ett företag på obestånd¹

Det faktum att aktieägare inte har något personligt ansvar för bolagets skulder ökar risken för att kreditgivare aldrig får tillbaka sitt utlånade kapital. Begränsat ansvar kan exempelvis leda till att aktieägarna på kreditgivarnas bekostnad drar fördel av att företaget väljer mer riskfyllda projekt än vad man från början talat om. När en stor del av det egna kapitalet är förbrukat har aktieägarna incitament att investera i mer riskfyllda projekt. Blir utfallet av investeringen dåligt förvärras situationen inte så mycket för aktieägarna men om utfallet blir bra har de mycket att vinna. Följden av att öka den operativa risken är därför att värdet på aktierna ökar. För borgenärerna gäller motsatsen. De föredrar säkra investeringsprojekt framför riskfyllda projekt som potentiellt kan ge en mycket bra avkastning. Frestelsen för aktieägarna att öka risktagandet tilltar i proportion till den andel som finansieras med lån. Den intressekonflikten mellan aktieägare och kreditgivare som innebär att aktieägarna drar fördel av att företaget ändrar investeringsinriktning och väljer mera riskfyllda projekt brukar benämnas *riskskiftningsproblemet*.

En jämförbar situation betecknas *likvidationsproblemet*. Det aktualiseras då aktieägarna i ett företag som inte är livsdugligt trots detta fortsätter med verksamheten. I en sådan situation är värdet på tillgångarna högre om företaget likvideras än om verksamheten skulle fortsätta. Därför bör ett sådant företag avvecklas. På grund av begränsat personligt ansvar för aktieägarna har dessa i ett sådant läge incitament att fortsätta att driva verksamheten. Aktieägarna förlorar med säkerhet sitt företag vid en likvidation eller avveckling, medan fortsatt verksamhet med viss sannolikhet kan ge utdelning. För borgenärerna kan det omvända gälla, särskilt om likvidationsvärdet täcker de fordringar dessa har på bolaget. De har då allt att vinna på en likvidation eller avveckling. En fortsatt drift av företaget kan däremot innebära att värdet på deras fordringar sjunker.

Vidare kan aktieägarna ha incitament att förkasta lönsamma projekt då företaget är på randen till obestånd, om dessa skall finansieras med eget kapital. I sådana situationer är det troligare att det endast är borgenärerna som drar fördel av att projektet kommer till stånd. Denna intressekonflikt benämns *underinvesteringsproblemet*. Aktieägarna kan också välja att omfördela värden från långivarna till sig själva, t.ex. genom att betala ut extra utdelningar när bolaget närmar sig en obeståndssituation. Strategin är snarlik underinvesteringsproblemet där gäldenären vägrar att tillskjuta mer riskkapital, men den går ett steg vidare eftersom kapital tas från bolaget genom utdelning.

Aktieägarna kan också ha incitament att generera kassaflöden som infaller

tidigt för att minimera den mängd lån som måste refinansieras till höga räntor. Sådana incitament kan ge upphov till en annan intressekonflikt som brukar rubriceras som *kortsiktighetsproblemet*. Detta yttrar sig i att aktieägare väljer kortsiktiga projekt som mynnar ut i kassaflöden inom en nära framtid framför mer lönsamma projekt som genererar kassamedel på lite längre sikt.

Ytterligare en intressekonflikt kan tänkas uppkomma om gäldenären *minskar värdet av bolagets säkerheter* för de befintliga långivarna genom att företaget tar nya lån med samma eller högre prioritet än gamla lån. Konsekvensen för de tidigare långivarna är uppenbar: värdet av deras säkerheter minskar.

Den praktiska konsekvensen av dessa intressekonflikter är att de gäldenärer som inser att de egna värdena sannolikt är förlorade inte längre kan förutsättas driva företaget effektivt. I syfte att undvika onödig kapitalförstöring kan det därför vara befogat för en långgivare att agera skyndsamt, exempelvis snabbt ta kontroll över krediternas underliggande panter. Detta gäller särskilt för engagemang i företag på obestånd. Sådana engagemang kräver ofta snabba och omfattande åtgärder för undvika resursslöseri.

Interna incitamentsproblem i ett avvecklingsbolag med begränsad livslängd

Genom utformning av anställningsavtal och kompensationssystem kan en organisation bringa olika befattningshavares intressen i bättre samklang med ägarnas. Anställda kan motiveras med pekuniära eller andra incitament knutna till ägarens mål.

Utsikter om framtida avancemang i organisationen torde vara det vanligaste sättet att motivera anställda. Ett företag som Securum, vars uppdrag är att avveckla sig självt har mindre möjligheter att motivera sina anställda med att ställa en intern karriär i utsikt. Ett sådant företag har därför större behov att motivera sin personal på annat sätt än företag vars verksamhet kommer att fortbestå och växa. Uppsägning eller omplacering till mindre attraktiva arbetsuppgifter är mer drastiska metoder, som dock är svåra att genomföra i praktiken. I en organisation likt Securum, där alla anställda med tiden kommer att sägas upp, har en uppsägning också litet signalvärde och därmed sannolikt ringa betydelse för den typ av anställning och lön man kan få efter anställningen i Securum. I avsaknad av möjligheter till framtida avancemang kan det vara motiverat i en tidsbegränsad organisation att förlita sig på andra motivationshöjande metoder. Det är mot denna bakgrund införandet av incitamentsprogrammen i Securum skall ses. Att koppla prestation till någon form av bonus är ett sätt att upprätthålla personalens motivationsnivå.

5.3. Kredithanteringen inom Securum Finans

Organisationen

Direkt från starten, när Securum fortfarande var ett dotterbolag till Nordbanken, påbörjades ett intensivt arbete med att organisera och bemanna Securumkoncernen. Personal rekryterades i stor utsträckning från Nordbanken. Etiska regler sattes upp för exempelvis arbetet med rekonstruktioner och ianspråktagande av borgensförbindelser. Dotterföretag etablerades och registrerades för att kunna ta emot de engagemang som överfördes från Nordbanken.

Ett av de dotterbolag som etablerades på ett tidigt stadium var Securum Finans AB som bildades den 6 oktober 1992 som ett auktoriserat finansbolag för att hantera de svenska kreditengagemang som övertogs från Nordbanken. Styrelsen för finansbolaget bestod av dess VD, VD för Securum AB samt koncernens rörelsechefer.

Inom Securums svenska kreditrörelse byggdes ytterligare bolag upp som fick i uppgift att förvalta och avveckla de leasing-, avbetalnings- och reversavtal som utgjorde underliggande säkerheter i krediter till finansbolag.² Andra bolag fick i uppdrag att hantera Securumgruppens centrala finansiering, likviditet och finansiella riskhantering.³

Bakom många av de problemkrediter som Securum tagit över fanns misstankar om ekonomisk brottslighet. Bolagets formulerade policy var att »i största möjligaste mån samarbeta med och bistå myndigheter, konkursförvaltare och Nordbanken vid utredningar som syftar till att avslöja ohederligt beteende».⁴ Dessa frågor hanterades inom Securum Finans av en särskild grupp för oegentlighetsärenden.

Avvecklingen av den övertagna kreditportföljen startade redan när Nordbankens rekonstruktionsgrupp tillstyrkt och bankens styrelse därefter beslutat vilka krediter som skulle föras över till Securum. Vi skall i det följande redogöra för de viktigaste stegen i hanteringen av dessa krediter.

Analys av engagemangen

I det första steget analyserades och värderades de engagemang som Nordbanken avsåg att föra över till Securum. Det var ett arbete som i huvudsak ägde rum under perioden från Securums bildande i oktober 1992 fram till december samma år, den tid då Securumkoncernen fortfarande var ett dotterbolag till Nordbanken. Analysen av krediterna skedde med bistånd av externa konsulter och sammanfattades, som vi redogjorde för i kapitel 2, i en checklista 4 (CL4) för varje enskild kredit och varje enskilt engagemang. Den utgjorde en naturlig utgångspunkt för Securums vidare kreditavveckling. De i CL4 uppskattade marknadsvärdena kom sedermera också att användas då tillgångar såldes av Se-

curum Finans till något av koncernens tillgångsbolag. Syftet var att då undvika en diskussion om riktigheten i internprissättningen.

Handlingsplaner

När väl de aktuella krediterna förts över till Securum gjorde man upp handlingsplaner för varje enskilt engagemang. Arbetet som utfördes av handläggare vid Securum Finans ägde i huvudsak rum under första halvåret 1993. Handlingsplanerna utgick från CL4-dokumentet, som beskrev varje engagemangs specifika förutsättningar när det gällde överlevnadsförmåga, ägarsituation, marknadssituation och typ av verksamhet. De individuella handlingsplanerna skulle först godkännas av respektive regionchef, varefter de skickades vidare för behandling i det centrala kreditutskottet. Generellt sett förelåg fyra handlingsalternativ: 1) avbetalningsplan utan eftergifter; 2) rekonstruktion; 3) konkurs eller likvidation; samt 4) aveckling av redan inträffade konkurser och likvidationer. Som vi sett i kapitel 2 var alternativen 3) och 4) de vanligaste.

Genomförandet av handlingsplanerna och slutrapportering⁵

När kreditutskottet godkänt en presenterad handlingsplan återdelegerades ansvaret till regionchefen och hans kundansvariga i Securum Finans. Ansvaret låg sedan kvar på denna nivå inom organisationen till dess att handlingsplanen genomförts. Då återrapporterade de kundansvariga utfallet till kreditutskottet. I de fall en handlingsplan inte kunde genomföras helt eller delvis lämnade de kundansvariga förslag till en reviderad handlingsplan som därefter behandlades i kreditutskottet.⁶

När en handlingsplan väl var genomförd, enligt något av de nämnda handlingsalternativen, slutrapporterades den till det centrala kreditutskottet. Vid konkurs, likvidation eller lösen av kredit, dvs. övertagande av pant för vidare extern eller intern försäljning, arkiverades den. I andra fall överlämnades engagemanget till en särskild avdelning för rekonstruerade krediter i Stockholm.

5.4. Incitamentsprogram inom Securum Finans

Behovet av särskilda incitament inom Securum diskuterades första gången i moderbolagets styrelse redan i november 1992. Styrelsen var vid det här tillfället inte odelat positiv till sådana program och inga beslut fattades vid detta tillfälle.

Innan vi övergår till att redovisa det incitamentsprogram som senare kom att införas kan det vara intressant att notera att arbetet med att aveckla kreditportföljen gick mycket långsamt under första halvåret 1993. Det var ett förhållande som i augusti 1993 fick finansbolagets dåvarande VD att framhålla att det var absolut nödvändigt att fram till den 31 december 1993 minska finans-

bolagets balansräkning. Styrelsen för finansbolaget menade att organisationens kundansvariga borde koncentrera sig på »att krympa balansräkningen i stället för framtagandet av handlingsplaner«. ⁷

Detta yttrande skall ses mot bakgrund av att Securums huvudrevisor i samband med att han i juni 1993 presenterade revisorernas syn på riskerna i Securum Finans AB framhöll att »hitintills har man ej orkat/haft resurser att ta hand om administrationen, som i bolaget varit underbemannad och otillräcklig från början ... det är viktigt att fattade beslut också effektueras.« ⁸

Under hösten 1993 kom arbetet att avveckla kreditportföljen igång. Flertalet kreditärenden avvecklades genom konkurs och övertagande av panter, vilka till största delen utgjordes av fastigheter och aktier, som sedan överfördes till tillgångsbolagen. I takt med att tillgångar överfördes till andra bolag inom koncernen minskade kreditportföljen snabbt i värde.

Efter den första diskussionen i styrelsen under hösten 1992 tycks det ha varit tyst kring frågan om incitamentsprogram fram till oktober 1993 då behovet av att införa någon form av målrelaterad kompensation för Securums personal åter aktualiserades i finansbolagets styrelse. Frågan blev således aktuell först i en fas då organisationens fokus redan skiftats »från framtagande av handlingsplaner till krympning av balansräkningen.« ⁹

Att Securum vid denna tidpunkt hade nått relativt långt i sin kreditavveckling kan även illustreras med att Lars Thunell i oktober 1993 gav uttryck för uppfattningen att målet att avveckla alla engagemang som placerats i Securum Finans förväntades kunna nås inom en tolv månaders period. Samtidigt beslutades vid detta ledningsmöte att alla handlingsplaner skulle återskapas till kreditutskottet och att »target dates« skulle sättas upp för alla engagemang.

I november 1993 inrättades ett incitamentsprogram som i korthet innebar att för vardera av de tre regionala divisionerna (Stockholm, Göteborg och Malmö) skulle utgå ett lagackord om de nådde sin budget vad gäller avveckling. Alla – utom respektive regionchef – skulle erhålla denna bonuspremie. Incitamentsprogrammet presenterades vid ett styrelsemöte av Securums VD Lars Thunell efter förslag av finansbolagets VD Jan Bruneheim.

Enligt Securums egen beskrivning bestod incitamentsprogrammet av två huvuddelar, en generell del och en premiedel i vilken bonuspremien kopplades till avvecklingsmål och budget. ¹⁰ Den generella delen skulle enligt Bruneheim i görligaste mån kompensera personalen för uteblivna lönejusteringar under 1993 samt 1994. Denna del, som ju inte var någon incitamentspremie i vanlig mening, gav samtliga medarbetare ett lönepåslag om 1 000 kronor per månad fr.o.m. 1 januari 1994. Kostnaden för detta beräknades uppgå till 1,4 miljoner kronor.

Premiedelen utgjorde en snabbhetspremie som utgick om de i budgeten

uppsatta avvecklingsmålen för mars respektive juni 1994 kunde uppnås. Avvecklingsmålen uppnåddes om ett visst antal krediter hade slutrapporterats eller överförts till den avdelning som hade hand om rekonstruerade krediter. Avveckling av en kredit innebar således inte nödvändigtvis att ett företag försattes i konkurs eller likviderades. Premien utformades som en lagpremie, där alla inom respektive division erhöll två månadslöner om de uppsatta målen för mars uppnåddes. Därutöver skulle ytterligare en bonuspremie utfalla, uppgående till en månadslön, om juni-målet uppnåddes. Den maximala kostnaden för premiedelen beräknades uppgå till 6,9 + 3,8 miljoner kronor (under förutsättning att alla divisioner nådde de uppställda målen vid båda avstämnings-tidpunkterna). Det införda incitamentsprogrammet tycks följa de riktlinjer för incitamentsprogram som presenterades för Securums styrelse i november 1992.

De uppställda avvecklingsmålen uppnåddes i stort sett för såväl mars som juni. Att mars-premien utföll till de anställdas belåtenhet antyder följande citat ur Securum Finans styrelseprotokoll från den 29 april 1994: »Jan Bruneheim redogjorde för utfallet beträffande snabbhetspremien med utbetalning den 24 april 1994. Personalen erhöll check på beloppet med stora ovationer, bubbel och tilltugg«. I ett ledningsbrev 1994 framhåller Lars Thunell att han är »positivt överraskad över hur snabbt arbetet går med att sortera ut krediterna och ta över de underliggande panterna«.

Ledningen i finansbolaget kunde i slutet av april 1994 nöjt fastslå, att arbetet inom Securum Finans nu gick in i en ny verksamhetsfas. Avvecklingen av krediter med försäljning av panter och rekonstruktioner förutsågs kunna avslutas redan under året. Finansbolagets verksamhet skulle därefter komma att inriktas mot att hantera de krediter som fanns kvar. Securumkoncernen kunde därmed koncentrera sig på tillgångsförvaltning. Vid halvårsskiftet friställdes flertalet av de hundratalet anställda inom finansbolaget från sina anställningar. Detta skedde samtidigt som organisationen koncentrerades till Stockholm, där de rekonstruerade krediterna hanterades.

5.5. *En analys av incitamentsprogrammet i Securum Finans*

Kritiken av incitamentsprogrammet

Incitamentsprogrammet inom Securum har diskuterats vid olika tillfällen i massmedia. Bland Securums kritiker i denna debatt återfanns den tidigare VD:n för Ackordscentralen Peter Smedman samt advokaten Rolf Åbjörnsson. De hävdade båda att Securum hade agerat väl tufft genom att tvinga en mängd företag i konkurs i samband med kreditavvecklingen. Enligt Smedman och Åbjörnsson kunde såväl företag som jobb ha räddats, om Securum agerat mer

hänsynsfullt mot sina kredittagare. En liknande kritik framfördes även i radio-programmet *Efter tolv* som sändes våren 1997.

Enligt kritikerna medförde incitamentsprogrammet att Securum Finans handläggare erhöll extra bonuspremier om antalet indrivna panter ökade. Incitamentsprogrammet skulle således enligt kritikerna ha bidragit till att antalet företagskonkurser under krisen drevs upp i onödan.¹¹ Smedman framhöll att det var horribelt att Securums handläggare hade arbetat efter ett lönesystem som innebar att en konkurs var mer gynnsam för de enskilda handläggarna än ett ackord som måhända kunde ha räddat den berörda företagaren.¹² Smedman menade även att Securum saknat en mer långsiktig strategi gentemot företag i svårigheter.

*Försattes för många av Securumföretagen i konkurs?*¹³

Enligt kritikerna medförde incitamentsprogrammet att Securums handläggare erhöll extra bonuspremier om antalet indrivna panter ökade. Men som vi har redogjort för utgjorde inte »avveckling av en kredit» enligt bonusprogrammet endast konkursärenden. Även rekonstruktioner eller paketeringar för långtidsbevakning etc. definierades som en kreditavveckling.¹⁴ Om det enbart var konkurs och pantrealisation som konstituerade »avveckling» skulle den uttalade kritiken vara befogad. Men eftersom begreppet avveckling också innefattade exempelvis en överföring av en kredit från någon av de regionala avdelningarna inom Securums organisation till den centrala särskilda avdelningen för rekonstruerade krediter förefaller kritiken i det här avseendet vara missriktad. Även om kritiken att bonusprogrammet drev fram konkurser är obefogad kan man dock inte utesluta att Securum var mer benägen att låta företag gå i konkurs än andra långgivare.

För att belysa den frågan utnyttjar vi åter de data från kundregistret som användes i kapitel 2. Kundregistret innehöll 1993 sammanlagt 1 274 bolag. Det datamaterial som används för vår studie består av de 660 aktiebolag som ingick i Securums kundregister år 1993 för vilka årsredovisningar var tillgängliga från Upplysningscentralen. 443 av dessa företag (67 procent) försattes i konkurs eller likviderades. Hälften av konkurserna eller likvidationerna i urvalet inträffade före den formella överföringen i januari 1993. I vissa fall avvecklades även merparten av verksamheten utan konkurs eller likvidation. De totala tillgångarna två år efter överföringen till Securum minskade med mer än 50 procent för 22,5 procent av de företag som levde vidare.

Vi har skattat ett antal konkursprognosmodeller¹⁵ för svenska aktiebolag med mer än nio anställda för åren 1992 och 1993 baserat på 1991 respektive 1992 års redovisningsdata. Vi har genomfört en statistisk analys där vi med s.k. logistisk regression förklarar konkurs som en funktion av ett antal finansiella nyckeltal och tillhörigheten till Securum. Den fråga vi ställer är om det fak-

tum att ett företag fanns med i Securums kundregister ökade sannolikheten för att företaget skulle försättas i konkurs.

Vi genomför beräkningarna med utgångspunkt från fem olika urval av företag. Det första urvalet består av samtliga svenska aktiebolag med mer än nio anställda. Den andra gruppen består av den kvartil av de svenska aktiebolagen som hade den lägsta räntetäckningsgraden, den tredje gruppen utgörs av de företag som tillhörde den kvartil som hade högst konkurssannolikhet enligt en standardmetod för konkursprognoser (Altmans Z-score-modell).¹⁶ Det fjärde urvalet utgörs av den kvartil av företag som hade högst sannolikhet att gå i konkurs beräknad med utgångspunkt från våra egna skattningar av konkurssannolikheter. Den decil av företag som hade högst sannolikhet att gå i konkurs enligt vår egen modell utgör den femte gruppen av företag.

Vi genomför först samtliga beräkningar utan att separera företagen i fastighetsrelaterad verksamhet och annan verksamhet. Därefter studeras vad utfallet blir om vi gör en sådan uppdelning. Som framgår av *tabellerna A.1–A.4* påverkas sannolikheten för konkurs av ett antal grundläggande finansiella nyckeltal. Vi ser exempelvis att en hög skuldsättningsgrad och en låg räntetäckningsgrad ökar sannolikheten för konkurs. Vidare medförde det faktum att företaget tillhörde Securums kundregister en signifikant ökad sannolikhet för att företaget skulle försättas i konkurs. Om företaget fanns med i Securums kundregister antar variabeln »Securum« värdet ett och om företaget inte fanns med i kundregistret antar variabeln värdet noll. Vi ser i tabellerna att variabeln är signifikant positiv i samtliga beräkningar. Vi finner således att en högre andel av de företag som fanns med i Securums kundregister försattes i konkurs jämfört med andra företag med likartad lönsamhet och finansiell situation. Samma resultat erhålls även om vi exkluderar de konkurser som inträffade innan engagemangen formellt överfördes till det självständiga Securum i januari 1993. Slutsatsen rubbas inte när vi begränsar urvalet av företag till den sämsta kvartilen av företag enligt någon av grupperna ovan. Slutsatsen förändras inte heller om vi begränsar analysen till att endast omfatta företag relaterade till fastighets- och byggsektorn. Resultaten förblir dessutom oförändrade om vi istället begränsar urvalet av företag till den decil som har högst konkurssannolikhet.

Det ligger alltså något i uppfattningen att Securumföretag var särskilt konkursbenägna. Men det handlar om mycket marginella effekter; 2–3 procent ökad sannolikhet. Det är också viktigt att notera att slutsatsen om en högre konkursbenägenhet för Securumföretag grundar sig på en analys som enbart är baserad på årsredovisningsdata. Om andra fakta, som betalningsanmärkningar, misstankar om oegentligheter, värdet på säkerheterna i relation till fordringarna, borgensförbindelser och lån till andra koncernbolag som var på obestånd inkluderats i kalkylerna kanske andra slutsatser skulle ha framkommit.

Ett inslag i kritiken av Securums kredithantering var att företaget verkade sakna en konsekvent strategi för hur krediter avvecklades och att valet av avvecklingsmetod inte följde ett rationellt mönster. Vår analys av faktorer som inverkar på hur de finansiella problemen löstes ger en indikation på om besluten i Securum Finans AB var rationella eller inte.

Resultaten presenteras i *tabell 5.1* där medianvärden för nyckeltal och andra variabler för företag som försattes i konkurs eller likvidation jämförs med värdena för de företag i kundregistret som inte gick samma öde tillmötes. De enskilda bolagens bokslut, dvs. inte koncernbokslut, används för analyserna.

Företag som hamnar på obestånd kan indelas i två kategorier. Till den första kategorin hör företag som saknar framtidsmöjligheter, därför att deras tillgångar är mer värda i annat bruk än i sin nuvarande användning. Det är samhällsekonomiskt effektivt att försätta sådana företag i konkurs. Den andra typen är livsdugliga företag, vars tillgångars värde är högre i sin nuvarande användning än i alternativt bruk.

Bedömningen av om ett företag hör till den förstnämnda kategorin eller inte är beroende av företagets framtida vinster i relation till dess substansvärde. Eftersom ett företags vinster under innevarande år ofta ger en god indikation om kommande vinster torde avkastningen på det totala kapitalet korrelera med om ett företag är livsdugligt eller inte. I vår undersökning finner vi en signifikant negativ korrelation mellan avkastningen på det totala kapitalet och sannolikheten för konkurs/likvidation bland företagen. Medianvärdet på avkastningen på totalt kapital är 2,7 procent för de företag som försattes i konkurs/likvidation och 5,2 procent för de andra företagen.

Tabell 5.1 visar också att företag med obetalda räntor vid den tidpunkt då CL4 uppgjordes oftare försattes i konkurs/likvidation än de företag som inte hade obetalda räntor. Företag som lämnat sina räntor obetalda hade troligtvis allvarligare finansiella problem än de andra företagen i materialet. Räntetäckningsgraden är också något lägre för de företag som försattes i konkurs. Vidare framgår av tabellen att medianvärdet på skuldsättningsgraden för de företag som försattes i konkurs är 97,0 procent. Medianvärdet för de övriga företagen är 91,6 procent.

En rekonstruktion är ofta att föredra om ägarnas insats är viktig för att bibehålla och öka företagets värde, samt då tillgångarnas värde är högre ifall tillgångarna hålls tillsammans och inte säljs styckevis. Det torde oftare vara fallet för tillverkande företag än för fastighetsförvaltande företag.¹⁸ Branschtillhörighet kan därför inverka på om det är samhällsekonomiskt optimalt med en rekonstruktion eller en konkurs. Företag inom fastighetsbranschen försattes oftare i konkurs än företag från andra branscher. 71 procent av de fastighetsförvaltande bolagen försattes i konkurs/likvidation, medan motsvarande tal för de tillverkande företagen var 33 procent.

TABELL 5.1. Faktorer som styrde valet av avvecklingsmetod. Medianvärden för företag som gått i konkurs eller likviderats och övriga företag i urvalet.

	Konkurser/ likvidationer	Antal företag	Övriga företag	Antal företag	Teststatistika (prob-värde)
Avkastning på totalt kapital (procent, medianvärde)	2,7	443	5,2	217	3,05 (0,002)
Skuldsättningsgrad (procent, medianvärde)	97,0	442	91,6	217	4,64 ($<0,001$)
Ålder (år, medianvärde)	8,0	443	19,0	217	4,67 ($<0,001$)
Tillgångar (miljoner kronor, medianvärde)	28,6	443	28,9	217	0,61 (0,541)
Omsättning (miljoner kronor, medianvärde)	5,7	442	11,7	216	2,19 (0,028)
Räntetäckningsgrad (medianvärde)	0,61	441	0,78	217	1,64 (0,102)
Anläggningstillgångar/totala till- gångar (procent, medianvärde)	44,2	443	46,3	217	0,43 (0,668)
Namnförändring (procentuell andel som bytt namn inom två år)	24,8	443	17,1	217	5,09 (0,024)
Del av koncern (procentuell andel av företagen)	43,3	443	47,5	217	1,00 (0,317)
Oegentlighetsgranskning (procentuell andel av företagen)	25,8	120	13,5	37	2,43 (0,119)
Säkerheternas värde/Securums fordringar (enligt CL4, procent)	38,5	106	63,9	37	5,15 ($<0,001$)
Obetalda räntor enligt CL4 (procentuell andel av engagemangen)	35,2	162	17,9	56	5,87 (0,015)

NOT: Ett s.k. Wilcoxon-rank-sum-test har använts för att testa skillnad i medianvärde för de kontinuerliga variablerna och ett s.k. chi-kvadrat-test har använts ifall variabeln endast kan ta två värden. En teststatistika under, t.ex. 0,05 innebär att medianvärdena är signifikant skilda med 95 procent sannolikhet.

KÄLLA: Egna beräkningar.

En rekonstruktion förutsätter att borgenärerna har ett visst förtroende för företagets ägare och ledning. Vid en rekonstruktion där de gamla ägarna behåller kontrollen över företaget finns en risk att ägarna i framtiden kommer att vidta åtgärder som gynnar deras avkastning på långivarnas bekostnad. Förtroende för företagets verksamhet, ägare och ledning är därför avgörande vid valet mellan rekonstruktion och konkurs. Det är omöjligt för en extern bedömare att göra en bedömning av om kredithandläggare hade förtroende för ett företag och dess ledning då kreditbedömningen gjordes eller inte, men det finns vissa faktorer som kan antas ha samband med graden av förtroende och kan användas som utgångspunkt för en analys.

Förtroende är någonting som byggs upp över tiden. Långivare kan således betrakta det som mera riskfyllt att rekonstruera ett relativt nystartat företag där man saknar en »track record« avseende företaget och dess ledning. Av *tabell 5.1* framgår att det finns en stark negativ korrelation mellan företags ålder och sannolikheten för konkurs/likvidation.

Ett namnbyte kan hänga samman med att verksamhetens förändrats. I vissa fall kan det också vara möjligt att företag bytt namn för att försvåra indrivningsmöjligheterna för borgenärerna. Vi finner att 25 procent av de företag som försatts i konkurs/likviderats och 17 procent av de övriga företagen i materialet har gjort ett namnbyte inom två år före det bokslut som används.

Borgenärerna torde ha haft mindre förtroende för företagets ägare och ledning när man haft misstankar om oegentligheter. För att få kontroll över tillgångarna i dylika fall kan det vara ett bättre alternativ att försätta företaget i konkurs än att rekonstruera. Securums slutrapporter innehöll information om en oegentlighetsgranskning gjorts. Så var fallet i 25,8 procent av de företag som försatts i konkurs och i 13,5 procent av de övriga företagen.¹⁹

Borgenärer med god förmånsrätt kan föredra konkurs framför en rekonstruktion trots att borgenärskollektivet som helhet skulle få bättre förväntad utdelning i en rekonstruktion.²⁰ Intressekonflikten är som mest påtaglig då säkerheternas värde motsvarar lånefordringen och företaget har osäkra framtidsutsikter. I denna situation får säkerhetsborgenärerna täckning för de fordringar de har på bolaget vid en konkurs. En fortsatt drift av företaget kan däremot innebära att säkerheternas värde sjunker. De oprioriterade borgenärerna får inget alls vid en konkurs men de kan få en utdelning om företaget repar sig efter en rekonstruktion.

Vi finner inget stöd för att Securum utnyttjade sin ställning som säkerhetsborgenär. Tvärtom finner vi att Securum inte har tenderat att motsätta sig rekonstruktionsförslag trots att man vid ett dåligt utfall av en rekonstruktion kunde förlora hela säkerhetens värde.

Utöver vår nyckeltalsanalys som undersöker en faktor i taget har vi genomfört logistiska regressioner för att undersöka den kombinerade effekten av

nyckeltalen. Vi har även genomfört nyckeltalsanalys och logistiska regressioner på datamaterial som exkluderar företag som försattes i konkurs eller likvidation före 1993. Resultaten från dessa undersökningar redovisas inte här eftersom de i princip sammanfaller med dem vi redovisar i tabell 5.1.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att valet av avvecklingsmetod med vissa undantag verkar följa ett rationellt mönster. Mera skuldsatta företag och företag med sämre lönsamhet försattes oftare i konkurs. Yngre företag försattes också oftare i konkurs. Vi fann dock inget belägg för att Securum skulle ha föredragit konkurs eller likvidation framför en rekonstruktion då säkerheternas värde låg nära Securums fordringar. Detta hade ur ett företagsekonomiskt perspektiv varit rationellt.

TABELL A.1. Konkurs sannolikhetsmodeller, hela urvalet.

	Konkurs 1992 prognostiserad med data från 1991				Konkurs 1993 prognostiserad med data från 1992			
	(1) Alla företag	(2) 25 procent med lägst ränte- täcknings- grad	(3) 25 procent med lägst Z-värde	(4) 25 procent med högst konkurs- sannolikhet	(5) Alla företag	(6) 25 procent med lägst ränte- täcknings- grad	(7) 25 procent med lägst Z-värde	(8) 25 procent med högst konkurs- sannolikhet
Securum (dummyvariabel)	2,891**	2,799**	2,509**	2,957**	2,088**	1,926**	1,711**	1,986**
Avkastning på totalt kapital	-0,102	0,175	0,449	0,239	-0,507**	-0,062	0,178	-0,158
Skuldsättningsgrad	1,804**	0,896**	1,406**	0,454	1,878**	0,629**	1,245**	0,503**
Räntetäckningsgrad (kvadratroten)	-0,214**	-0,451**	-0,121*	-0,475**	-0,103**	0,091	-0,077	-0,123
Företagshypotek (dummyvariabel)	0,101	0,207	0,212	0,673**	-0,055	-0,041	0,382**	0,307*
Ackumulerade förluster	0,045*	0,030	0,054*	0,047*	0,080**	0,051**	0,087**	0,043
Omsättning (logaritmen)	0,030	0,022	-0,029	0,000	-0,004	-0,032	-0,030	0,006
Anläggningstillgångar/totala tillgångar	-1,010**	-1,080**	-1,505**	-1,351**	-0,639**	-0,758**	-0,980**	-0,543*
Del av koncern	-0,010	-0,021	-0,104	-0,068	0,107	0,058	-0,093	-0,122
Företag inom fastighetsbranschen (dummyvariabel)	2,460**	1,765**	2,003**	2,416**	2,195**	1,731**	1,674**	1,895**
Konstant	-2,619**	-2,033**	-1,552**	-2,129**	-2,452**	-2,051**	-1,672**	-2,459**
Antal observationer	21 946	5 630	5 483	5 666	22 307	5 689	4 731	5 712

NOT: Tabellen anger estimerade koefficienter i logistiska regressioner där den beroende variabeln är 1 om företaget gått i konkurs, annars är variabeln 0. * signifikant på 5-procentnivå; ** signifikant på 1-procentnivå.

KÄLLA: Egna beräkningar.

TABELL A.2. Konkurssannolikhetsmodeller, urvalet exklusive fastighetsbolag.

	Konkurs 1992 prognostiserad med data från 1991				Konkurs 1993 prognostiserad med data från 1992			
	(1) Alla företag	(2) 25 procent med lägst ränte- täcknings- grad	(3) 25 procent med lägst Z-värde	(4) 25 procent med högst konkurs- sannolikhet	(5) Alla företag	(6) 25 procent med lägst ränte- täcknings- grad	(7) 25 procent med lägst Z-värde	(8) 25 procent med högst konkurs- sannolikhet
Securum (dummyvariabel)	3,020**	2,875**	2,599**	2,899**	2,192**	1,854**	1,610**	1,780**
Avkastning på totalt kapital	-0,048	0,187	0,440	0,393	-0,477**	0,002	0,244	0,043
Skuldsättningsgrad	1,721**	0,785**	1,304**	-0,125	1,832**	0,536**	1,209**	0,082
Räntetäckningsgrad (kvadratroten)	-0,236**	-0,521**	-0,145*	-0,629**	-0,104**	0,103	-0,078	-0,009
Företagshypotek (dummyvariabel)	-0,112	0,003	-0,075	0,252	-0,222**	-0,247*	0,140	-0,055
Akkumulerade förluster	0,032	0,025	0,036	0,019	0,089**	0,066**	0,107**	0,044
Omsättning (logaritmen)	0,007	0,011	-0,034	-0,071*	-0,018	-0,029	-0,021	-0,042
Anläggningstillgångar/totala tillgångar	-0,919**	-0,931**	-1,403**	-1,171**	-0,566**	-0,613**	-0,885**	-0,157
Del av koncern	0,045	0,053	-0,009	0,057	0,154	0,076	-0,051	-0,086
Konstant	-2,234**	-1,746**	-1,328**	-0,839	-2,205**	-1,928**	-1,577**	-1,836**
Antal observationer	21 509	5 413	5 209	5 252	21 929	5 508	4 493	5349

NOT: Tabellen anger estimerade koefficienter i logistiska regressioner där den beroende variabeln är 1 om företaget gått i konkurs, annars är variabeln 0. * signifikant på 5-procentnivå; ** signifikant på 1-procentnivå.

KÄLLA: Egna beräkningar.

TABELL A.3. Konkurs sannolikhetsmodeller, endast fastighetsbolag.

	Konkurs 1992 prognostiserad med data från 1991				Konkurs 1993 prognostiserad med data från 1992			
	(1) Alla företag	(2) 25 procent med lägst ränte- täcknings- grad	(3) 25 procent med lägst Z-värde	(4) 25 procent med högst konkurs- sannolikhet	(5) Alla företag	(6) 25 procent med lägst ränte- täcknings- grad	(7) 25 procent med lägst Z-värde	(8) 25 procent med högst konkurs- sannolikhet
Securum (dummyvariabel)	2,690**	2,952**	2,192**	2,655**	2,542**	2,678**	2,598**	2,496**
Avkastning på totalt kapital	-0,551	1,944	1,342	-0,419	-0,776	-2,433	-1,650	-0,818
Skuldsättningsgrad	2,362	3,567*	2,703*	2,022	4,244**	9,304**	3,061	4,183**
Räntetäckningsgrad (kvadratroten)	-0,119	-0,405	-0,073	-0,361*	-0,118	-0,304	-0,245	-0,236
Företagshypotek (dummyvariabel)	1,794**	1,868**	1,833**	1,769**	1,737**	1,881**	1,970**	1,702**
Akkumulerade förluster	0,146*	0,081	0,190*	0,157*	0,020	0,037	0,014	0,030
Omsättning (logaritmen)	0,263**	0,215	-0,104	0,270**	0,243**	0,116	0,034	0,239**
Anläggningstillgångar/ totala tillgångar	-1,249**	-1,887**	-1,865**	-1,278**	-1,098**	-2,136**	-1,700**	-1,168**
Del av koncern	-0,508	-0,976*	-0,820*	-0,636*	-0,617	-0,519	-0,634	-0,634
Konstant	-3,172**	-2,313	0,875	-2,792*	-3,146**	-1,645	-0,926	-2,856**
Antal observationer	437	217	274	414	378	181	238	363

NOT: Tabellen anger estimerade koefficienter i logistiska regressioner där den beroende variabeln är 1 om företaget gått i konkurs, annars är variabeln 0. * signifikant på 5-procentnivå; ** signifikant på 1-procentnivå.

KÄLLA: Egna beräkningar.

TABELL A.4. Konkurs sannolikhetsmodeller, hela urvalet, känslighetsanalys.

	Konkurs 1992 prognostiserad med data från 1991	Konkurs 1993 prognostiserad med data från 1992
	(1) 10 procent med högst konkurs sannolikhet	(2) 10 procent med högst konkurs sannolikhet
Securum (dummyvariabel)	3,208**	1,873**
Avkastning på totalt kapital	0,149	0,062
Skuldsättningsgrad	0,459	0,245
Räntetäckningsgrad (kvadratroten)	-0,468**	-0,117
Företagshypotek (dummyvariabel)	0,936**	0,476**
Akkumulerade förluster	0,105**	0,037
Omsättning (logaritmen)	0,019	-0,024
Anläggningstillgångar/totala tillgångar	-1,554**	-0,701*
Del av koncern	-0,045	-0,171
Företag inom fastighetsbranschen (dummyvariabel)	2,663**	1,755**
Konstant	-2,611**	-2,052**
Antal observationer	2 410	2 391

NOT: Tabellen anger estimerade koefficienter i logistiska regressioner där den beroende variabeln är 1 om företaget gått i konkurs, annars är variabeln 0. * signifikant på 5-procentnivå; ** signifikant på 1-procentnivå.

KÄLLA: Egna beräkningar.

6. Driften och ompaketeringen – Securum som förädlare

6.1. *Inledning*

Under åren 1993 och 1994 förvandlades Securum till ett stort industri- och fastighetskonglomerat. Målet var att »återskapa eller öka den underliggande lönsamheten i företagen och att ge dem förutsättningar att utveckla sin verksamhet«.¹ Detta skedde bl.a. genom att förse bolagen med kapital, skapa en fungerande ägarstruktur och tillsätta ny ledning och styrelse.

Ett av de övertagna företagens främsta problem var att deras tidigare ägare saknade de finansiella resurser som krävdes för ett långsiktigt ägande. Flera av industriföretagen hade haft så stora finansiella problem att de inte hade kunnat ägna tillräcklig kraft åt rörelsen. Bland fastigheterna var skötseln i vissa fall så eftersatt att omedelbara insatser i form av drift och underhåll var nödvändiga. Tillgångsbolagen inriktade därför verksamheten på att återställa en effektiv finansiell och operativ struktur i bolagen för att få fokus på den egentliga affärsverksamheten i stället för de finansiella problemen.

Omstruktureringsarna omfattade såväl företagens finansieringsstruktur som verksamhetsinriktning och organisation. Man genomförde storskaliga omstrukturerings- och omorganiseringar, genom fusioner, uppköp och tillgångsutförsäljningar, och vidtog omfattande åtgärder för att förbättra produktiviteten i enskilda anläggningar. Denna inriktning var dock kontroversiell. Näringsminister Per Westerberg gav t.ex. uttryck för uppfattningen att Securum inte borde bedriva industrirörelse utan i stället koncentrera sig på en snabb avveckling av kreditengagemangen, och statssekreteraren i Finansdepartementet Dick Kling framförde i pressen uppfattningen att Securum och Retriva »måste slå av på köptakten«.²

De resultatmässigt negativa hävstångseffekterna av en obeståndssituation borde försvinna om en ny kapitalstark ägare tar över. Omstruktureringsarna och de nya styrelseformerna för företagen borde likaledes leda till resultatförbättringar. Infriades dessa förväntningar? Vi skall besvara dessa frågor mot bakgrund av avsnitt 6.2 som ger en översiktlig bild av de olika tillgångsbolagen och en mer ingående redogörelse för fastighetsrörelsen. I avsnitt 6.3, som analyserar de två tillgångsbolagen Addum och Borgkronan jämte deras dotterbolag, undersöker vi vilka omstrukturerings- och omorganiseringar som genomfördes och hur dessa påverkade företagens resultat. I avsnitt 6.4 analyserar vi samtliga bolag som ingick i industri- och fastighetsrörelsen och undersöker i vilken utsträckning rekon-

struktionerna förbättrade verksamheternas resultat. Avsnitt 6.5 sammanfattar vår bedömning av Securum som ägare.

6.2. *Securum som förvaltare – koncernstruktur och verksamhet*

I takt med att Securum Finans sade upp övertagna krediter och tog in underliggande panter, dvs. fastigheter och aktier, skapades allt fler dotterbolag där expertis på olika områden placerades för att kunna ta över och förvalta de aktuella tillgångarna. Verksamheten inriktades nu på förvaltning och att genom tilläggsförvärv, ledningsförändringar m.m. försöka öka tillgångarnas värde. Nedan följer en översiktlig genomgång av de olika tillgångsbolagen i koncernen.

6.2.1. AKTIEFÖRVALTNINGEN

Securum Aktier AB, som bildades 1992, bytte i mars 1993 namn till Securum Industri Holding AB. I samband med detta bildades ett nytt Securum Aktier AB med uppgift att äga, förvalta och sälja aktier och andra värdepapper där Securum inte bedrev en aktiv ägarförvaltning.³ I Securum Aktier ingick framför allt minoritetsposter i finans- och fastighetsbolag, t.ex. i Klöver, Gamlestaden, Celtica, Fabège och Independent.

Securum Förvaltning AB, tidigare Securum Lagerbolag 3 AB, fick 1994 i uppgift att äga aktier i de intressebolag i vilka Securum utövade ett aktivt ägande.⁴ Securum Förvaltning var vid denna tid huvudägare i Esselte med 15,8 procent av kapitalet och 20,2 procent av rösterna. Företaget ägde vid årsskiftet 1994/1995 även Securumkoncernens resterande aktier i fastighetsbolaget Norrporten (ca 40 procent). Andra aktieinnehav avsåg IBS och Dala Djupgas.

6.2.2. INDUSTRIRÖRELSEN

Securum Industri Holding hade i uppgift att ta hand om aktieinnehav i sådana industri- och handelsföretag där Securum utövade ett aktivt ägarinflytande.⁵ Syftet var att aktierna eller andelarna så småningom skulle säljas, när lönsamheten och förtroendet för företaget hade utvecklats så långt att det gick att få ett bra pris.

Till en början var tanken att de företag där Securumkoncernen var majoritetsägare skulle förvaltas i syfte att avyttras ett och ett. Men det bedömdes efter hand att det var mer ändamålsenligt att förvalta industrirörelsen så att den sedermera skulle avvecklas som en sammanhållen koncern.⁶ Koncernen skulle framför allt bestå av tre rörelsedrivande affärsområden, bygg, elektronik och verkstad.⁷ De delar som inte hörde hemma i koncernen skulle avyttras eller flyttas över till andra delar inom Securum.

Som ett led i den nyvalda strategin ändrade Securum Industri Holding AB namn sommaren 1994 till Addum Industri AB. Addum fick i uppgift att för-

valta Securums engagemang i svenska och norska industriföretag. Genom omstruktureringar inom gruppen, avyttring externt samt överföring av aktieinnehav till andra Securumbolag minskade koncernen avsevärt. Förvaltningen kom att koncentreras till ett tiotal rörelsedrivande företag med inriktning främst på byggrelaterad verksamhet och verkstadsindustri. En mer ingående analys av vilka rekonstruktionsåtgärder man vidtog i de olika Addumföretagen kommer i avsnitt 6.3 nedan.

6.2.3. UTLANDSRÖRELSEN

Utlandsverksamheten, som främst bestod av fastigheter men även av hotell, industrier och en mindre kreditrörelse, koordinerades inom Securum International. Tillgångarna var koncentrerade främst till Storbritannien, Tyskland och Nederländerna.

6.2.4. RETRIVA

Rekonstruktionen av Gota Bank gick även den ut på att bankens problemengagemang skulle hanteras i en separat enhet. Den 8 augusti 1993 beslutade Bankstödsnämnden att på i huvudsak samma sätt som i Nordbankens fall dela Gota Bank i två separata delar. Huvuddelen av bankens problemengagemang skulle överföras till ett nybildat förvaltningsbolag, Retriva AB, och dess dotterbolag. Avsikten var att renodla verksamheten och skapa bättre förutsättningar för förbättring av den ekonomiska situationen i banken för att därigenom underlätta en försäljning.⁸

De tillgångar som överfördes till Retriva var i huvudsak kreditengagemang med en volym överstigande 5 miljoner kronor som tidigare hade hanterats av Gota Bank Specialengagemang. Även Gota Banks aktier i fastighetsbolaget Kungsleden AB och Borgkronan AB övertogs av Retriva.

Värdet på Retrivas tillgångar var vid starten ungefär hälften så stort som Securums. Huvuddelen av de engagemang som överfördes till Retriva var relaterade till bostadsfastigheter och små industriföretag, i flertalet fall familjeföretag med en omsättning på 10–50 miljoner kronor och med 5–50 anställda.⁹ Retriva skilde sig i det här avseendet från Securum som hade att hantera större fastighetskomplex och större företag.

1994 tecknades ett ramavtal mellan Securum och Retriva.¹⁰ I enlighet med detta avtal skedde i juni samma år ett byte av fastigheter, där Securum övertog Retrivas fastigheter i Storbritannien medan Retriva erhöll Securums fastigheter i Belgien. Även byten av vissa fordringar gjordes.¹¹ Parallellt med att Securum och Retriva bytte tillgångar med varandra började Bankstödsnämnden diskutera om man inte skulle gå ett steg längre och sammanföra de båda bolagen, och i slutet av 1995 fattades beslut om ett samgående.

6.2.5 FASTIGHETSRÖRELSEN

Ett heterogent fastighetsbestånd

När Securum hade avvecklat sina övertagna krediter stod företaget som ägare till ett av Sveriges största fastighetsbestånd. Vid utgången av 1993 bestod Securums fastighetsinnehav av drygt tusen fastigheter till ett bokfört värde av 15 miljarder kronor. Härtill skall läggas Retrivas fastighetsinnehav, organiserat i fastighetsbolaget Kungsleden, vilket senare kom att överföras till Securum. Retriva ägde nästan lika många fastigheter som Securum, men dess fastigheter var i allmänhet mindre och det sammanlagda bokförda värdet var bara ca två tredjedelar så stort. Det totala marknadsvärdet på fastigheterna i de båda bolagen har uppskattats till mellan 15 och 20 miljarder kronor, motsvarande 1–2 procent av det samlade marknadsvärdet av kommersiella fastigheter i Sverige.¹²

Det var ett heterogent fastighetsbestånd man hade att förvalta. Som framgår av *tabell 6.1* ingick ett mindre antal större utländska objekt, vilka tillsammans svarade för ca en fjärdedel av det samlade värdet. Vidare utgjorde hotell- och konferensanläggningar knappt 5 procent. Resterande tre fjärdedelar var svenska bostads-, industri- och kontorsfastigheter av skiftande slag. Det var ett bestånd som inte hade något logiskt eller affärsmässigt samband annat än att deras tidigare ägare kommit på obestånd. Fastigheterna var belägna från Haparanda i norr till Trelleborg i söder. Där ingick välsköta kontorsfastigheter i den gyllene triangeln i Stockholms city och andra förstklassiga lägen likaväl som udda industrifastigheter och nedgångna hyreshus på avflyttningsorter med långsiktigt svag bostadsmarknad.

TABELL 6.1. Securums och Retrivas fastighetsinnehav 1993.

	Securum		Retriva	
	Antal	Bokfört värde (miljoner kronor)	Antal	Bokfört värde (miljoner kronor)
Sverige	1 055	11 234	1 019	7 297
<i>Andelar i procent</i>				
Bostäder		27		38
Lokaler		47		27
Industri		19		19
Hotell		5		3
Övrigt		3		13
Utlandet	74	3 694	65	2 926
Totalt	1 129	14 928	1 084	10 223

NOT: Siffrorna för Retriva är beräkningar gjorda 1993 vilka inkluderar fastigheter som skulle komma att överföras från Retriva Kredit till Kungsleden.

KÄLLA: Regeringens skrivelse 1993/94:238.

Under 1993 hade Securum bildat ett antal tillgångsbolag dit tillgångar överfördes efter det att krediterna avvecklats. Merparten av fastigheterna placerades från början inom fyra regionala fastighetsbolag, medan utländska fastigheter och hotell lades på annat ställe i organisationen.

De utländska fastigheterna hanterades inom utlandsrörelsen, som främst bestod av fastigheter men även av hotell, industri samt en mindre kreditrörelse. De var koncentrerade till Storbritannien, Tyskland och Nederländerna och förvaltades inom tre holdingbolag: Securum Holding B.V. för tillgångarna i Centraleuropa, Securum UK Holding Ltd för tillgångar med anknytning till Storbritannien och Securum US Inc för kreditengagemang i USA.

Hotellfastigheterna fördes till Securum Hotell och Turism AB, ett bolag som bildades i maj 1993 för att ta hand om de svenska engagemangen i hotell-, konferens- och turistnäringarna.¹³ En av de större tillgångsposterna avsåg engagemang i Åre/Duvedområdet uppgående till sammanlagt 150 miljoner kronor. Under 1995 flyttades hotellrörelsen ut ur Securumkoncernen. I februari detta år bildade Securum tillsammans med Skanska ett nytt bolag, Pandox Hotellfastigheter AB, genom en apportemission. Skanska och Securum Förvaltning AB tecknade sig för hälften av aktierna vardera, och som likvid tillfördes merparten av de båda bolagens svenska hotellfastigheter. Pandox noterades på Stockholms fondbörs O-lista den 23 juni samma år. Ägarna Skanska och Securum sålde i samband med börsintroduktionen 90 procent av aktierna. Börsintroduktionen diskuteras närmare i avsnitt 7.5.

De flesta svenska fastigheterna organiserades i fyra regionala fastighetsbolag – Securum Fastigheter Södra, Västra, Östra och Norra. Under dessa fanns ytterligare ett tiotal dotterbolag. Skånebo ägde bostadsfastigheterna i Skåne, och fastigheterna i Småland sorterade under Corallen i Jönköping. Securum Västra hade en rad dotterbolag, varav två var fastighetsbolag som övertagits (Ekländia och Harry Sjögren) och fyra var nyskapade bolag med olika geografisk förankring. För fastigheterna liksom för övriga tillgångar var den övergripande strategin att först förvalta och strukturera tillgångarna för att på ett senare stadium sälja dem.

Skötselåtgärder och underhåll

Den primära arbetsuppgiften blev nu att ta hand om driften av de enskilda fastigheterna. Det uttalades att »fastighetsutveckling och förädling skall bedrivas med restriktivitet och främst inriktas på hyresgäst Anpassning. Fastighetsutvecklingsprojekt inriktade på att få behålla befintliga hyresgäster och att öka uthyrningsgraden eller undvika kapitalförstörelse skall prioriteras.«¹⁴ Man prioriterade således skötselåtgärder och underhåll framför större nyinvesteringar. Det handlade i stor utsträckning om att snabbt ta hand om den vardagliga skötseln som i många fall blivit eftersatt, ett vanligt fenomen i samband med konkurser.

Strukturering av fastighetsbeståndet

Nästa steg var att strukturera beståndet så att det blev attraktivt för fastighetsmarknaden. Securum kom att välja en strategi där man kombinerade försäljningar styckevis med utförsäljningar av hela fastighetsbolag, framför allt i samband med introduktioner på börsen. Det handlade alltså om att strukturera beståndet så att det som blev kvar efter det att vissa fastigheter sålts styckevis eller i mindre paket till en och samma köpare blev så attraktivt som möjligt för börsen.

Mycket tyder på att börsen värderar bolag med fokuserad verksamhet högre än konglomerat med mer splittrad profil. Samma förhållande tycks också gälla inom gruppen fastighetsbolag, där det finns en tendens att bolag koncentrerade på en viss geografisk region eller visst slag av fastighetsverksamhet betalas bättre i förhållande till sitt substansvärde än bolag med ett mer splittrat bestånd.¹⁵ Mot den bakgrunden var det en naturlig strategi för Securum att försöka bilda fastighetsbolag med tydligt fokus, och att styckevis sälja de fastigheter som inte passade in i något av bolagen.

Under 1994 bildades två nya fastighetsbolag inom koncernen. Securum Fastigheter Norra AB ombildades i april 1994 till Norrporten AB. Detta kom att bli Securums första utförsäljning av ett bolag till börsen, och vi diskuterar den närmare i avsnitt 7.5. Vidare överfördes fastighetsbeståndet i övriga delar av landet den första juli 1994 till det nybildade Castellum AB, i och med att Securum Fastigheter Södra AB, Securum Fastigheter Östra AB och Securum Fastigheter Västra AB förvärvades.¹⁶ Genom Securum Fastigheter Östra tillkom tre nya dotterbolag: Brostaden med kommersiella fastigheter i Stor-Stockholm, Burspråket med bostäder i Stockholm samt Aspholmen med lokaler och bostäder i Mälardalen. I den södra regionen fanns dotterbolagen Briggen och Skånebo i Skåne och Corallen med huvuddelen av verksamheten i Småland och Blekinge.

Castellums målsättning uttrycktes som att »äga, samordna och utveckla välskötta dotterbolag med hög effektivitet och kvalitet i förvaltningen och med god värdetillväxt i fastighetsbeståndet.«¹⁷ Redan från början var man inriktad på att förbereda för utförsäljning av bolaget som en enhet. I en strategiplan som presenterades i maj 1994 motiverades denna inriktning framför allt med att det var det snabbaste sättet att sälja ett stort bestånd av fastigheter:

Spridning av ägandet i en stor, väl definierad helhet som Castellum, med tydlig affärsidé, hög soliditet, stabilt kassaflöde och stor utvecklingspotential i fastighetsbeståndet torde vara det snabbaste sättet att genomföra avvecklingen, samtidigt som en avveckling i den formen bör ha förutsättningar att ge det bästa ekonomiska resultatet för Securum, jämfört med alternativa avvecklingsmetoder under samma tidsrymd.¹⁸

Det nybildade bolaget fick en stark ställning framför allt på många lokala fastighetsmarknader i västra och södra Sverige, i några fall genom dotterbolag som sedan tidigare var etablerade på sin hemmamarknad. Samtidigt ingick ett antal udda fastigheter som var svåra att passa in i en fastighetskoncern med tydligt fokus. Redan under 1993 och 1994 hade Securum genomfört enstaka försäljningar och Castellum kom att sälja av ytterligare fastigheter.

I några fall ställdes man inför valet mellan att sälja fastigheter och att genomföra större nyinvesteringar. Oftast valde man då att sälja, och vi skall ge exempel på detta i kapitel 7. I andra fall valde man att investera. Ett av de tydligare exemplen på detta är kontorskomplexet Kristallen i Uppsala som inte var helt färdigställt när det togs över och där bara 15 procent av lokalerna var uthyrda. Här beslöt man att investera för ytterligare 40 miljoner kronor i syfte att göra fastigheten attraktiv för nya hyresgäster, snarare än att sälja omedelbart till ett lågt pris.

Införlivandet av Retriva och dess fastighetsbolag Kungsleden med Securum skapade nya problem men öppnade också nya möjligheter. Som nämnts var den genomsnittliga fastigheten i Retrivas fastighetsportfölj mindre än hos Castellum. Retrivas fastigheter var också mer geografiskt utspridda än Castellums. Ofta låg de i områden med små utvecklingsmöjligheter. På grund av den geografiska spridningen skulle det bli dyrt för Kungsleden att bygga upp en fungerande egen förvaltning. Det var därför naturligt att Kungsleden inriktade sig på försäljning styckevis av sina fastigheter snarare än att sälja bolaget som en enhet.

De båda bolagens strategier kompletterade därför varandra väl. Det kunde man nu dra nytta av, och i mars 1996 tecknades ett avtal om att överföra fastigheter värda drygt 2 miljarder från Castellum till Kungsleden och mindre än 1 miljard i motsatt riktning. Castellums bestånd, som tidigare varit spritt över 123 kommuner, kom nu att begränsas till 41 kommuner i fyra områden: Stor-Göteborg, Skåne, Småland och Mälardalen. Man hade därigenom renodlat en struktur där Castellum kunde förberedas för extern försäljning och Kungsleden kunde koncentrera verksamheten på en avveckling genom försäljning styckevis.

6.3. Rekonstruktioner och förvaltningsresultatet i Addum och Borgkronan¹⁹

De flesta av de företag som Securum och Retriva hade hand om försattes i konkurs. Endast en liten andel av alla bolag med nödlidande lån överfördes till olika tillgångsbolag. I detta avsnitt skall vi belysa vilka typer av omstruktureringar som genomfördes i de företag som omstrukturerades av Addum eller Borgkronan och hur dessa påverkade företagens resultat.

Vi studerar en rad olika åtgärder för att bringa företagsledningens incitament i överensstämmelse med ägarnas och kreditorernas. Vidare redovisas förändringarna i soliditet och likviditet efter omorganisationen. Avsnittet innehåller också en översikt över byten av verkställande direktörer, förändringar i styrelsens sammansättning och andra ledningsförändringar. Resultatförändringar efter omorganisationen och förändringar i olika omsättningsmått liksom i andra finansiella nyckeltal studeras också. Slutligen studeras sambandet mellan de olika åtgärderna och räntabilitetsförändringar efter omorganisationen.

6.3.1. DATAMATERIALET

Ett fyrtiotal företag ingick i Addums och Borgkronans företagsgrupper. I de flesta fallen övertogs aktier i företaget som en del av omstruktureringen avskulderna. I sju fall startade emellertid Addum och Borgkronan nya företag som köpte upp tillgångarna i de företag som hade försatts i konkurs. Verksamheten fortsatte därefter med Addum eller Borgkronan som ägare.

Vi har studerat de 30 företag där finansiella data fanns tillgängliga för året före omorganisationen liksom för åtminstone två år efter omorganisationen.²⁰ Ett företag uteslöts från vidare analys eftersom ägaren men inte företaget hade finansiella svårigheter (Nobel Industrier). Ytterligare ett företag exkluderades eftersom dess verksamhet skilde sig avsevärt (en golfklubb) från de övriga företagen i urvalet. 28 företag kvarstod därmed för fortsatt analys.

Endast två av de sju företag, där Addum eller Borgkronan hade köpt tillgångarna efter konkurs och därefter fortsatt att driva verksamheten, är inkluderade i urvalet. Det beror på att företag ofta underlåter att skicka in årsredovisning till Patent- och registreringsverket när de är nära konkurs. Grundläggande uppgifter om de företag som ingår i urvalet är presenterade i *tabell 6.2*.

Data är huvudsakligen hämtade från företagens årsredovisningar. Konsoliderade redovisningsdata har använts för beräkningar av finansiella nyckeltal om företaget var moderbolag i en koncern. Kompletterande data rörande omstruktureringsaktiviteter, ägarstruktur samt incitamentskontrakt har erhållits från styrelseprotokoll och intervjuer med Addums och Borgkronans verkställande direktörer.

Urvalet omfattar såväl relativt små företag som större företag. De företag som omstrukturerades av Borgkronan var väsentligt mindre än de företag som omorganiserades av Addum. I *tabell 6.2* redovisas företagens storlek året före omorganisationen liksom deras ägarstruktur efter omorganisationen. Medelvärdet (medianvärdet) på tillgångarna i de företag som ägdes av Borgkronan var 23 miljoner kronor (18 miljoner kronor). Motsvarande siffror för de företag som omorganiserades av Addum var 275 miljoner kronor respektive 132 miljoner kronor. Ett av dessa företag var börsnoterat (Kramo), två andra var dotterbolag till noterade företag (Torkelson och Ljungström) och ett företag

TABELL 6.2. Sammanfattande information om företagen i Addum och Borgkronan.

Företag	Försäljning (miljoner kronor)	Tillgångar (miljoner kronor)	Antal anställda	Omorga- nisationsår	Försälj- ningsår	Aktie- innehav (procent)
Addum						
Facit	673	311	543	1992	1994	100
Strängbetong	896	886	1115	1993	1996	95 (100)
Kramo	283	334	507	1993	1996	87 (100)
Gunnebo	755	630	782	1993	1995	51
Daros	352	504	366	1993	1996	100
Westsam	834	528	377	1993	1995	91
Abstracta	43	27	68	1993	1996	100
Skaga	66	66	72	1993	1996	100
Tre Tranor	36	39	51	1993	1996	91 (100)
Electroswede	181	132	223	1993	1996	51 (100)
Ferm & Persson	101	33	98	1993	1996	91 (100)
Ljungström	89	69	263	1993	1994	100
Andersson & Callenberg	1	11	0	1995	1996	100
Borgkronan						
Solstatrafik	59	12	94	1995	1996	71
Niwejo	28	52	42	1994	1997	100
Förenade Guldlistfabriker	21	19	36	1994	1996	100
Canrera	30	18	21	1994	1996	91
D & W Produktion	27	1	51	1993	1996	100
Ekmans Maskin	26	16	9	1995	1996	100
R Torkelson	69	61	21	1993	1996	100
Nya Ulferts	58	30	65	1995	1996	62
Optikmagasinet Franchise	7	29	0	1994	1996	100
Bjelkelisten	7	13	13	1995	1996	40
Allfoto Tryckeri i Göteborg	13	8	20	1993	1997	0 (60)
Bjursås Kraft	3	36	0	1995	1997	100
DVT-gruppen	7	4	4	1995	1996	35
Ellte Mössor	19	18	44	1993	1997	—
Hagaköket	35	33	69	1993	—	50
Av Addum eller Borgkronan rekonstruerade företag som inte ingår i urvalet på grund av att årsredovisningar för de aktuella åren saknas:						
Addum						
Combi Heat	—	—	17	1993	1994	100 (100)
Fraenkel Bygg & Industri	—	—	46	1993	—	91 (100)
Binär Elektronik	15	23	26	1996	1996	100 (100)
Borgkronan						
NTL Tibrokök	57	75	26	1996	1997	100 (100)
Wåge Industri	—	—	21	1993	1996	100 (100)
DeCasa Hemmiljö	11	25	12	1994	1996	70 (100)
Nya Tyger & Tyger	—	—	84	1995	1995	100 (100)
Nya Bia Industriplast	3	0,8	13	1993	—	100 (100)

NOT: Data beträffande tillgångar, försäljning och antal anställda härrör från året före omorgani-
sationen. Siffrorna inom parentes i kolumnen för aktieinnehav visar ägandet efter ökningar
som ägde rum efter omorganisationsåret. Vad avser Allfoto Tryckeri i Göteborg skulle Borgkronan
ha erhållit 60 procent av aktien om konvertering hade skett.

KÄLLA: Företagens årsredovisningar.

(Gunnabo) hade tidigare varit noterat på börsen men avnoterats i samband med ett skuldfinansierat utköp.

Addum och Borgkronan tog över en majoritet av aktierna i de flesta av företagen. I tretton av de tjugoåtta företagen ägde Addum eller Borgkronan 100 procent av aktierna. Addums genomsnittliga innehav av aktier i företagen var 90 procent och motsvarande andel för Borgkronan uppgick till 75 procent.

De flesta av företagen i urvalet omorganiserades under lågkonjunkturåret 1993. Förändringen i företagets omsättning var negativ under åren 1991 och 1992 och endast svagt positiv för 1993. Det pekar på att de flesta av företagen i undersökningen hade utsatts för en »ekonomisk chock» som hade reducerat efterfrågan på deras produkter innan de hamnade på obestånd.

Tabell 6.3, som innehåller en del fakta som kan bidra till förståelsen av varför företagen hamnat i svårigheter, ger ytterligare stöd för uppfattningen att det var en svag makroekonomisk utveckling som drev företagen in i obestånd. I över hälften av företagen ansåg företagsledningarna i Addum och Borgkronan att det var branschkonjunkturen och den allmänna ekonomiska utvecklingen som låg bakom företagets problem. Låg kompetens hos företagsledningen nämndes som orsak för en tredjedel av företagen och riskfyllda investeringar, som visade sig vara olönsamma, ansågs vara den bakomliggande orsaken till obestånd i sex av företagen.

TABELL 6.3. Orsaker till finansiell kris.

Orsaker	Antal företag	Procent
<i>Riskfyllda investeringar (som visade sig bli olönsamma)</i>		
Ja	6	21,4
Nej	16	57,1
Information saknas	6	21,4
<i>Dålig företagsledning</i>		
Ja	9	32,1
Nej	10	35,7
Information saknas	9	32,1
<i>Bransch/ekonomisk utveckling</i>		
Ja	16	57,1
Nej	8	28,6
Information saknas	4	14,3

KÄLLA: Information hämtad från formulär ifyllt av ledningen i Addum och Borgkronan.

6.3.2. REKONSTRUKTIONSARBETET

Detta avsnitt redovisar de förändringar som genomfördes vad gäller företagens kapitalstruktur, strategi och styrformer efter överföringen av ägandet till Ad-dum eller Borgkronan.

Följande schema illustrerar den dateringsschablon som vi har använt för att beskriva de finansiella nyckeltalen:

-3 -2 -1 R 1 2 3

där R representerar året då omorganisationen skedde och där exempelvis 1 re-presenterar året efter omorganisationen. Med omorganisationsåret avser vi det år då tillgångsbolaget fick ett betydande aktieinnehav i företaget.²¹

Förändringar i soliditet och likviditet

Om soliditeten ökar till en nivå som motsvarar övriga företag inom branschen kan man förvänta sig att de negativa effekterna av en hög skuldsättning minskar eller helt försvinner. Vi har beräknat soliditeten som summan av aktiekapital, kvarhållna vinstmedel, minoritetsintressen och en fixerad andel av obeskattade reserver, satt i relation till värdet av totala tillgångar.²² Ett branschjusterat nyckeltal har också beräknats som företagets nyckeltal minus medianvärdet för branschen under motsvarande år. Tabell 6.4 visar att företagets soliditet ökade efter omorganisationen. Även det branschjusterade soliditetsmåttet visar att skuldsättningsgraden minskade efter omorganisationen. Lägg dock märke till att medianvärdena i de branschjusterade nyckeltalen efter omorganisationen fortfarande är negativa. Ett år efter omorganisationen hade 65 procent av företagen en lägre soliditet än medianföretaget inom branschen och motsvarande siffra två respektive tre år efteråt är 57 respektive 66 procent.

Det faktum att företag även efter en omorganisation har högre skuldsättningsgrad än andra företag inom branschen överensstämmer med de resultat Gilson (1997) erhöll i en studie baserad på amerikanska data innehållande såväl omstruktureringar utan domstolsförfarande som rekonstruktioner enligt Chapter 11. Gilson rapporterar att 87 procent av företagen som omorganiserades utan domstolsförfarande och 70 procent av företagen som omorganiserades under Chapter 11 hade en högre skuldsättningsgrad än medianföretaget i branschen.

Likviditetstal är kända för att förutsäga finansiella kriser.²³ En möjlig orsak är att företag i finansiell kris måste använda (dyrare) kortfristiga finansieringskällor, som t.ex. förlängda handelskrediter,²⁴ eller att banker överlag tenderar att ge mera kortfristiga lån när ett företag möter finansiella svårigheter. Kortfristig utlåning ger också kreditgivare större möjlighet att påverka ett företag.²⁵ Omsättningstillgångar exklusive lager satta i relation till kortfristiga skulder (»quick ratio») är det mått på likviditet som vi har använt. Tabell 6.4 visar att

TABELL 6.4. Soliditet och likviditet före och efter omorganisation.

		-3	-2	-1	R	1	2	3
Soliditet	1:a kvartilen	5,3	0,2	-4,6	7,0	11,8	13,7	19,4
	Median	9,7***	6,5***	4,3	17,7**	18,3**	25,4***	24,4**
	3:e kvartilen	17,4	16,2	13,7	24,0	28,4	29,8	31,1
	Antal observationer	24	26	28	28	28	28	21
Bransch- justerad soliditet	1:a kvartilen	-17,4	-20,9	-29,4	-17,3	-15,7	-9,1	-13,5
	Median	-12,0***	-15,7***	-21,0	-9,8**	-6,8***	-0,2**	-3,4*
	3:e kvartilen	5,4	8,5	-11,0	-0,6	2,7	7,0	10,2
	Antal observationer	22	24	26	26	26	21	18
»Quick ratio«	1:a kvartilen	0,48	0,53	0,47	0,68	0,97	0,69	0,91
	Median	0,88	0,82	0,83	1,00	1,10*	1,07	1,05*
	3:e kvartilen	1,28	1,19	1,09	1,41	1,28	1,39	1,30
	Antal observationer	24	26	28	28	28	28	21
Bransch- justerad »quick ratio«	1:a kvartilen	-0,39	-0,31	-0,46	-0,34	-0,06	-0,10	-0,12
	Median	-0,20	-0,07	-0,16	-0,02	0,15**	0,19	0,02**
	3:e kvartilen	0,36	0,25	0,10	0,31	0,33	0,54	0,24
	Antal observationer	22	24	26	26	26	21	18

NOT: Signifikansnivåerna är beräknade för skillnaden i medianvärde mellan år -1 och året i kolumnen. *Signifikant på 10-procentnivån i ett dubbelsidigt test; **signifikant på 5-procentnivå i ett dubbelsidigt test; ***signifikant på 1-procentnivån i ett dubbelsidigt test.

KÄLLA: Företagens årsredovisningar och egna beräkningar.

företagens likviditet ökade något efter omorganisationen. Ett år före omorganisationen var till exempel medianvärdet 0,8 och motsvarande värde ett år efter omorganisationen var 1,1.

Sammanfattningsvis visar resultaten att både soliditeten och likviditeten ökade efter omorganisationen. Således borde negativa effekter av låg skuldsättningsgrad på företagens investeringspolicy och försäljning ha reducerats efter överföringen av kontrollen över företagen till tillgångsbolagen.

Byte av verkställande direktörer och styrelseledamöter

Den sittande företagsledningen och styrelsen i ett företag kan inverka negativt på företagets återhämtningsförmåga om annan expertis än den som den sittande ledningen besitter behövs för att få företaget på fötter. Tabell 6.5 visar att byten av verkställande direktörer var något vanligare förekommande under omorganisationsåret och året därefter än under övriga år som täcks i studien. Under omorganisationsåret (R) byttes verkställande direktören ut i 15 procent av företagen. Motsvarande andel året efter omorganisationen var 22 procent.

Förändringar var inte heller ovanliga före omorganisationen. Två år före omorganisationen bytte till exempel 18 procent av företagen ut sin verkställande direktör. Detta indikerar att en förändring av kontrollen över företaget inte krävdes för att få en (möjligen) ineffektiv ledning utbytt.

TABELL 6.5. Byte av verkställande direktör, styrelseledamot och revisor.

	-3	-2	-1	R	+1	+2	+3
Byte av verkställande direktör, procent	12,5	18,2	14,3	14,8	22,2	7,7	0,0
Antal observationer	16	22	28	27	27	26	18
Nya styrelseledamöter/totalt antal, procent	8,7	13,8	18,8	43,5	28,7	22,4	6,0
Antal observationer	15	22	28	28	27	26	18
Byte av revisor, procent	0,0	13,6	17,9	32,1	50,0	29,6	10,5
Antal observationer	16	22	28	28	28	27	19

KÄLLA: Årsredovisningar och egna beräkningar.

Byten av verkställande direktörer var vanligare i företag med ett dåligt resultat innan omorganisationen. Medianräntabiliteten ett år före omorganisationen bland de företag som bytte ut sin verkställande direktör under omorganisationsåret eller det följande året var under 1 procent. Räntabiliteten för de företag som inte bytte ut sin VD översteg 5 procent. Datamaterialet visar också att det finns ett positivt samband mellan VD-byten och andelen aktier ägda av tillgångsbolaget efter omorganisationen. Tillgångsbolagen ägde i genomsnitt 97 procent av aktierna i de företag som bytte ut sin VD och i genomsnitt 75 procent i de andra företagen.

I nästan alla företag följdes ägarförändringarna av förändringar av styrelsens sammansättning. Den troliga orsaken till detta är att de nya ägarna ville få in ny kompetens i företaget. Dessutom ville de sannolikt ha in representanter i styrelsen som kunde övervaka företagsledningen. Under omorganisationsåret var antalet nya styrelseledamöter i relation till det totala antalet styrelseledamöter (i slutet av perioden) i genomsnitt 44 procent. Addum respektive Borgkronan hade åtminstone en representant i styrelsen i alla företagen i undersökningen utom ett (Bjelkelisten). En lägre andel av styrelseledamöterna behöll sina poster när tillgångsbolagen ägde en större andel av aktierna efter omorganisationen jämfört med när de ägde en mindre andel av kapitalet. Detta pekar på att Securum tog ett fastare grepp över företaget när insatsen var större.²⁶

Slutligen framgår det av *tabell 6.5* att byten av revisorer var vanliga. Totalt byt-

tes revisorerna ut i ca en tredjedel av företagen under omorganisationsåret och hälften bytte revisor under året efter omorganisationen. De troliga orsakerna är att Addum och Borgkronan ville få bättre insyn i företagets finansiella position och att de ville ha samma revisor i sina dotterföretag som i moderbolaget.

Incitament

De företag som studerats här hade vanligtvis en snäv ägarkrets och ägdes av sin företagsledning.²⁷ Överföringen av ägandet från ledningen kan minska dess intresse att driva företaget effektivt. En företagsledning kan motiveras att agera i överensstämmelse med aktieägarnas intentioner på olika sätt. Bonuskontrakt användes i mer än hälften av företagen. Bonus relaterades till vinsten (eller räntabiliteten) i tre fall och till budgetar i sju fall. Någon slags subjektiv resultatutvärdering användes i sex fall, vanligtvis i kombination med bonus relaterad till budget. Företagen med bonusprogram var väsentligt större än företagen utan sådana program.²⁸ Företagsledningen hade optioner att köpa (återköpa) delar av företaget i en tredjedel av företagen. Dessa optioner var vanligare bland små företag. Slutligen behöll eller köpte ledningen en andel av aktierna i flera företag. Det framgår av *tabell 6. 2* att Addum eller Borgkronan ägde mindre än 100 procent av aktierna i cirka hälften av företagen.

Omstruktureringsåtgärder

En möjlig positiv effekt av en finansiell kris är att företagen då genomför omfattande organisationsförändringar och omprövar sin strategi.²⁹ För att undersöka detta har vi intervjuat de verkställande direktörerna i Addum och Borgkronan och bitt dem att besvara ett frågeformulär. *Tabell 6. 6* sammanfattar deras svar. Det framgår att några av företagen sålde en stor del av tillgångarna och var inblandade i fusioner eller företagsförvärv. Notera att dessa mått är något oprecisa eftersom bedömningen av huruvida en åtgärd har varit omfattande eller inte är subjektiv.

I många fall ägde stora förändringar av företagsstrukturen rum. Kramo illustrerar detta. Företaget leasar maskinell utrustning och flyttbara byggbaracker och hyr ut kontorsmoduler huvudsakligen till byggsektorn. Kramos omsättning låg på 283 miljoner kronor och förlusterna var 71 miljoner kronor under året före övertagandet 1992. Addum fusionerade Kramo och Citarent under 1993. Citarent var också verksamt i byggsektorn och dess omsättning var omkring 370 miljoner kronor under 1992. Ägandet i Citarent hade tagits över när BTG-Invest/Strängbetong drabbades av finansiella svårigheter under 1993. Kramo förvärvade 1993 även Norrlandspojarna AB (ett konkursföretag) vars försäljning var omkring 50 miljoner kronor och Malmros Instant Offices verksamhet i Sverige och Tyskland (ägd av Malmros International AB innan det gick i konkurs). Vidare ersatte ett nytt huvudkontor fyra tidigare huvudkontor

TABELL 6.6. Omstruktureringsåtgärder i Addum och Borgkronan.

Typ av omstrukturering	Antal företag	Procent
<i>Storskaliga tillgångsförsäljningar</i>		
Ja	4	14,3
Nej	23	82,1
Ingen information	1	3,6
<i>Fusioner och företagsförvärv</i>		
Ja	7	25,0
Nej	20	71,4
Ingen information	1	3,6
<i>Betydande minskningar av produktionskostnader</i>		
Ja	11	39,3
Nej	16	57,1
Ingen information	1	3,6
<i>Betydande förändringar av prissättning, produktkvalitet, kundservice eller produktmix</i>		
Ja	7	25,0
Nej	20	71,4
Ingen information	1	3,6
<i>Betydande marknadsförings- och reklamsatsningar</i>		
Ja	6	21,4
Nej	21	75,0
Ingen information	1	3,6
<i>Betydande omorganisation av distributionskanaler</i>		
Ja	1	3,6
Nej	26	92,9
Ingen information	1	3,6
<i>Betydande forsknings- och utvecklingsinsatser</i>		
Ja	6	21,4
Nej	20	71,4
Ingen information	2	7,1

KÄLLA: Information hämtad från formulär ifyllt av ledningarna för Addum och Borgkronan.

och kontor stängdes på platser där det omstrukturerade Kramo hade två kontor. Kramos försäljning var 931 miljoner kronor 1994 och vinsten 21 miljoner kronor.³⁰ Åtgärder vidtogs också för att öka produktiviteten och minska produktionskostnaderna i nästan en tredjedel av företagen. Nya Ulferts, en möbeltillverkare, flyttade till exempel sin produktion till Lettland för att minska produktionskostnaderna.

Vidare skedde i omkring en fjärdedel av företagen omfattande förändringar i prissättning, produktkvalitet och produktmix, och i några företag gjordes avsevärda marknadsföringsinsatser. Hagaköket koncentrerade till exempel sin produktion till köksskåp med höga priser och hög kvalitet. Hagaköket gjorde också marknadsföringssatsningar för att stödja förändringen i produktmixstrategin.

6.3.3. FÖRÄNDRINGAR I RÖRELSERESULTAT

Vad blev resultatet av alla de åtgärder vi just har beskrivit? Om en finansiell kris är kostnadskrävande i meningen att den påverkar företagets försäljnings- och investeringspolicy borde man förvänta sig att lönsamheten förbättrades när väl de finansiella problemen hade mildrats och fokus skiftat till den egentliga af-färsverksamheten. Infriades dessa förväntningar?

Vinstmarginalen och räntabiliteten på totalt kapital

Vi mäter resultateffekter med förändringar i vinstmarginal och total räntabilitet.³¹ Vinstmarginalen definieras som försäljningsintäkter minus rörelsekostnader (exklusive avskrivningar och amorteringar) dividerade med försäljningen. Räntabiliteten på totalt kapital definieras som rörelsevinst efter avskrivningar plus ränte- och utdelningsintäkter som andel av totala tillgångar (i slutet av perioden). Täljaren i kvoten är »normaliserad« för att svara mot värdet för en 12-månadersperiod om bokslutet avser en längre period än 12 månader.

Observera att räntekostnader eller skatter inte dragits ifrån vid beräkningarna av dessa mått. Således påverkas de inte av skillnader i företagets kapitalstruktur. Vi har även beräknat branschjusterade mått genom att subtrahera branschens medianvärde från företagets värde.

Resultaten finns presenterade i *tabell 6.7*. Där framgår det att vissa positiva resultatförändringar ägde rum under de tre år som följde på omorganisationen. Den branschjusterade medianräntabiliteten var exempelvis -3,8 procent under året före omorganisationen och tre år efter omorganisationen uppgick den till -1,7 procent. Även den branschjusterade vinstmarginalen visar att resultatförbättringar ägde rum efter omorganisationen. Vi studerar också de företag som omorganiserats av Addum respektive Borgkronan var för sig i tabellen. Resultateffekten var något högre för Addumföretagen.

En majoritet av företagen fortsatte att uppvisa en lägre räntabilitet än branschmedianvärdet efter omorganisationen. Andelen var 81 procent ett år efter, 76 procent två år efter och 65 procent tre år efter omorganisationen. Ett antal företag förbättrade resultaten avsevärt. De tre företagen med den största räntabilitetsökningen mellan året före och två år efter omorganisationen är DVT-gruppen som Borgkronan sålde ett år efter omorganisationen (30 procent ökning av total räntabilitet), Kramo (23 procent ökning) och Daros (23

TABELL 6.7. Företagsresultat före och efter omorganisationen.

		-3	-2	-1	R	1	2	3
Vinstmarginal (före avskrivningar)/ försäljning (procent)	1:a kvartilen	3,0	2,9	2,9	-4,0	4,2	3,0	3,4
	Median	7,4	7,3	6,3	6,4	8,0	6,0	8,0
	3:e kvartilen	14,2	13,4	10,8	13,6	11,6	13,1	10,9
	Antal observationer	24	26	28	28	27	28	20
Branschjusterad vinstmarginal/försäljning (procent)	1:a kvartilen	-4,1	-3,6	-3,3	-11,3	-3,8	-6,2	-3,4
	Median	1,0	1,1	-1,2	-0,5	-0,3	-0,5	0,2
	3:e kvartilen	4,0	6,8	3,2	3,9	3,4	3,5	3,3
	Antal observationer	22	24	26	26	25	21	17
Total räntabilitet (procent)	1:a kvartilen	1,6	-1,3	-0,04	-14,7	1,0	0,4	1,6
	Median	6,9	4,1	5,0	3,6	7,1	4,4	7,6
	3:e kvartilen	11,4	9,7	8,4	8,1	10,2	11,4	11,7
	Antal observationer	24	26	28	28	28	28	20
Branschjusterad total räntabilitet (procent)	1:a kvartilen	-5,9	-8,4	-7,9	-25,7	-7,5	-12,2	-6,7
	Median	-1,4	-3,3	-3,8	-4,8	-4,1	-4,7	-1,7
	3:e kvartilen	3,6	3,6	2,1	-0,1	-0,1	0,02	3,2
	Antal observationer	22	24	26	26	26	21	17
Omorganiserad av Addum								
Total räntabilitet (procent)	Median	8,2	5,5	5,1	4,7	8,6	3,7	9,9
	Antal observationer	12	12	13	13	13	13	11
Omorganiserad av Borgkronan								
Total räntabilitet (procent)	Median	4,8	2,4	5,0	-1,8	3,0	5,5	7,2
	Antal observationer	12	14	15	15	15	15	9

KÄLLA: Egna beräkningar.

procent ökning). I dessa företag genomfördes omfattande omstruktureringar. En möjlig orsak till exempelvis Daros förbättrade resultat är att dess verksamhet koncentrerades till enbart produktion av kolringar efter det att det tagits över av Addum 1993. Företagets försäljning minskade från 352 miljoner kronor 1992 till 261 miljoner kronor 1994. Resultatet förbättrades emellertid avsevärt. Företagets förlust var 21 miljoner kronor 1992, och 1994 var vinsten 17 miljoner kronor.

6.3.4. SAMMANFATTNING ADDUM OCH BORGKRONAN

Vår redogörelse för omstruktureringsarbetet i Addum och Borgkronan illustrerar det arbete som genomfördes i Securums tillgångsbolag. Omstruktureringen omfattade såväl företagets verksamhet som finansieringsstruktur. Som

en del av den finansiella omstruktureringen skaffade sig Securum en betydande ägarandel i företagen. De flesta av företagen var ledningsägda före omstruktureringen. Överföringen av ägandet till tillgångsföretaget skulle kunna ha haft en negativ inverkan på den tidigare företagsledningens incitament om inte andra mekanismer använts såsom bonuskontrakt, optioner att återköpa företaget och, i en del fall, aktieäggande i företagen.

Addum och Borgkronan vidtog olika typer av omstruktureringsåtgärder av företagen. Flera företag var inblandade i fusioner eller betydande tillgångsutförsäljningar. Dessutom vidtogs omfattande åtgärder såväl för att förbättra produktivitet och produktutveckling som för att ändra priser och produktkvalitet.

Förändringar av företagens organisationsstruktur genomfördes i många fall. Den verkställande direktören byttes ut i knappt en tredjedel av fallen och markanta förändringar i styrelsens sammansättning ägde också rum i de flesta fall.

Om en finansiell kris är kostnadskrävande i den mening att den påverkar företagets omsättning och investeringspolicy borde man förvänta sig att lönsamheten förbättras när väl de finansiella problemen är lösta och en ny och aktiv ägare tar över. Även om inte alla företag kunde visa upp påtagliga förbättringar i lönsamhet visar våra undersökningar att flertalet företag redovisade positiva resultatförbättringar relativt branschen redan ett par år efter överföringen till Securum.

6.4. *Securum som förädlare – en analys av samtliga företag*³²

Företagen i Addum och Borgkronan utgör bara en del av de företag som rekonstruerades av Securum. Avsikten med detta avsnitt är att analysera resultatutvecklingen i samtliga företag som överfördes till tillgångsbolagen. Vi analyserar de bolag som hade hand om industriverksamheten, fastigheterna, samt hotell- och turistanläggningarna och undersöker i vilken utsträckning rekonstruktionerna förbättrade verksamheternas resultat. För att separera den effekt som en gynnsam (ogynnsam) branschutveckling kan ha haft på företagen analyserar vi, på motsvarande sätt som vi gjorde för företagen i Addum och Borgkronan, utvecklingen i företagets lönsamhet (mätt som räntabilitet på totalt kapital) relativt till branschgenomsnittet.

Analysen utgår från redovisningsdata för de företag som fanns med i Securums koncernstruktur under åren 1993–1997. Här handlar det om ca 30 underkoncerner till moderbolaget Securum. *Tabell A. 1* i appendix redogör för de olika bolagen som vart och ett av åren 1993–1997 ingick i Securumkoncernen.³³ Vi genomför analysen med utgångspunkt från koncernredovisningarna för dessa underkoncerner men också på grundval av individuella årsredovisningar för de enskilda bolagen i varje underkoncern. Som ett komplement till dessa undersökningar studerar vi också resultatutvecklingen i de företag

som ingick i kundregistret 1993 och som inte försattes i konkurs eller likviderades.

Analysen förutsätter att vi har tillgång till en kontrollgrupp av företag som varken fanns med i Securums kundregister eller i Securums koncernstruktur. Den kontrollgrupp vi har använt består av alla svenska aktiebolag med tio eller fler anställda, en grupp på mellan 35 000 och 40 000 företag. Redovisningsdata för åren 1990 till 1996 för såväl enskilda företag som koncerner har använts för analysen.

Tabellerna 6.8–6.10 presenterar resultaten. Varje tabell är uppdelad i tre paneler där panel A redovisar räntabiliteten på totalt kapital i de engagemang som fanns med i Securums kundregister 1993 och som inte försattes i konkurs eller likviderades. Panel B redogör för motsvarande lönsamhetsmått beräknat med utgångspunkt i individuella årsredovisningar för de enskilda bolagen i varje underkoncern. Panel C redogör för förvaltningsresultatet i underkoncernerna till moderbolaget och är beräknat med utgångspunkt från koncernredovisningarna.

Tabell 6.8 redovisar lönsamhetsberäkningarna för samtliga branscher. Panel A pekar på en positiv resultatutveckling för de företag som ingick i kundregistret 1993 och som inte försattes i konkurs eller likviderades. Den genomsnittliga förbättringen i det branschrelativa avkastningsmåttet mellan år 1993 och 1996 uppgick till 3,8 procent. Motsvarande medianvärde är 0,8 procent. Inte oväntat var resultatförbättringen större för de företag som 1993 hade den sämsta lönsamheten.

Panelerna B och C, som redogör för förvaltningsresultatet i de företag som Securum var majoritetsägare i, visar på motsvarande positiva resultatförbättring. Förvaltningsresultatet beräknat med utgångspunkt från koncernredovisningarna visar en branschrelativ lönsamhetsförbättring i 75 procent av Securumkoncernerna. Medianvärdet för förändringen i den branschrelativa räntabiliteten på totalt kapital är 7,7 procentenheter (Panel C). Panel B redovisar förvaltningsresultatet för varje enskilt företag som Securum var majoritetsägare i. Antalet företag varierar mellan åren men uppgår till ungefär 150. Det genomsnittliga förvaltningsresultatet för dessa företag, mätt som räntabiliteten på totalt kapital relativt branschgenomsnittet, är signifikant bättre 1996 jämfört med motsvarande resultat 1993. Medianvärdet för förbättringen är 2,2 procentenheter.

Tabell 6.9 studerar lönsamhetsutvecklingen i fastighetsföretagen medan andra företag än fastighetsföretag redovisas i *tabell 6.10*. Om vi jämför panelerna B och C i dessa tabeller finner vi att lönsamhetsförbättringen i de enskilda fastighetsbolagen är bättre än i övriga Securumföretag. Jämför vi i stället lönsamheten på koncernbasis framkommer ingen större skillnad mellan fastighetskoncerner och andra koncerner inom Securum.

TABELL 6.8. Resultat av rekonstruktioner – branschjusterad total räntabilitet i alla branscher.*

	Genomsnitt (procent)	Genomsnitt justerat för extremvärden (procent)	Median (procent)	Antal observationer
A. Företag som tillhörde kundregistret 1993 och som inte gick i konkurs eller likviderades				
1996	3,7	2,2	-0,5	145
1995	-1,1	0,5	-1,4	147
1993	-3,4	-0,9	-1,9	163
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
1996-1993	4,7	3,8	0,8	134
1995-1993	3,3	3,7	1,9	136
B. Företag som ingick i Securumkoncernen (individuella årsredovisningar)				
1996	-12,8	-6,1	-5,8	154
1995	-15,9	-7,0	-6,2	159
1993	-9,6	-8,0	-6,5	140
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
1996-1993	-6,7	2,0	2,2	107
1995-1993	-3,7	0,2	0,7	114
C. Företag som ingick i Securumkoncernen (koncernredovisningar)				
Slutår	-1,3	-1,3	-0,7	32
Startår	-7,8	-7,8	-5,5	32
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
Slutår-startår	6,6	6,6	7,7	32

* Med parvisa skillnader menas att vi har beräknat räntabilitetsförändringen för vart och ett av företagen mellan 1993 och 1996 respektive 1993 och 1995.

KÄLLA: Upplysningscentralen och egna beräkningar.

TABELL 6.9. Resultat av rekonstruktioner – branschjusterad total räntabilitet i fastighetsbolagen.*

	Genomsnitt (procent)	Genomsnitt justerat för extremvärden (procent)	Median (procent)	Antal observationer
A. Företag som tillhörde kundregistret 1993 och som inte gick i konkurs eller likviderades				
1996	-5,6	-1,2	0,0	30
1995	-4,1	0,7	0,3	29
1993	4,8	-2,2	-1,3	36
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
1996-1993	-12,6	0,5	0,8	28
1995-1993	-10,8	0,7	-0,1	27
B. Företag som ingick i Securumkoncernen (individuella årsredovisningar)				
1996	-6,0	-0,1	-1,9	40
1995	-3,3	-3,3	-3,9	51
1993	-6,5	-4,1	-5,0	49
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
1996-1993	1,8	5,2	3,0	35
1995-1993	2,4	0,7	0,4	42
C. Företag som ingick i Securumkoncernen (koncernredovisningar)				
Slutår	4,1	4,1	0,9	9
Startår	-5,4	-5,4	-4,8	9
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
Slutår-startår	9,6	9,6	7,3	9

* Med parvisa skillnader menas att vi har beräknat räntabilitetsförändringen för vart och ett av företagen mellan 1993 och 1996 respektive 1993 och 1995.

KÄLLA: Upplysningscentralen och egna beräkningar.

TABELL 6.10. Resultat av rekonstruktioner – branschjusterad total räntabilitet i andra företag än fastighetsbolag.*

	Genomsnitt (procent)	Genomsnitt justerat för extremvärden (procent)	Median (procent)	Antal observationer
A. Företag som tillhörde kundregistret 1993 och som inte gick i konkurs eller likviderades				
1996	6,1	3,1	-0,7	115
1995	-0,3	0,4	-1,5	118
1993	-5,8	-0,6	-2,9	127
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
1996-1993	9,6	4,7	0,8	106
1995-1993	7,4	4,5	2,8	109
B. Företag som ingick i Securumkoncernen (individuella årsredovisningar)				
1996	-15,2	-8,2	-6,8	114
1995	-21,4	-8,8	-7,8	108
1993	-11,2	-10,1	-8,3	91
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
1996-1993	-10,9	0,5	0,9	72
1995-1993	-7,0	0,0	0,7	72
C. Företag som ingick i Securumkoncernen (koncernredovisningar)				
Slutår	-3,4	-3,4	-1,5	23
Startår	-8,8	-8,8	-5,5	23
Parvisa skillnader i branschjusterad räntabilitet				
Slutår-startår	5,4	5,4	8,5	23

* Med parvisa skillnader menas att vi har beräknat räntabilitetsförändringen för vart och ett av företagen mellan 1993 och 1996 respektive 1993 och 1995.

KÄLLA: Upplysningscentralen och egna beräkningar.

6.5. *Sammanfattning*

I och med att krediterna omvandlades till tillgångar då de underliggande panterna övertogs, förvandlades Securumkoncernen från en kreditorganisation till ett industri- och fastighetskonglomerat. Tillgångsbolagen kunde nu inrikta verksamheten på att förvalta de tillgångar som övertagits.

Vi har diskuterat omstruktureringen av företag inom industrirörelsen och dess inverkan på resultatet för företag som omorganiserades av Addum och Borgkronan. Det handlade om såväl en förändring av företagets verksamhet som av deras finansiella struktur. Soliditeten förbättrades och huvuddelen av ägandet i företagen överfördes till tillgångsbolagen.

Rekonstruktionsåtgärderna föll i allmänhet i god jord inom såväl industri- som fastighetsrörelsen. De flesta företagen kunde redovisa positiva resultatförbättringar relativt branschen redan ett par år efter rekonstruktionerna.

APPENDIX

TABELL A.1. Securums koncernstruktur 1993–1996.

Bransch och koncern	Ställning i koncernen	År som företaget tillhörde Securum
Fastigheter		
Securum Fastigheter Norra	Dotterbolag	1993
Securum Fastigheter Västra	Dotterbolag	1993
Securum Fastigheter Södra	Dotterbolag	1993
Securum Fastigheter Östra	Dotterbolag	1993
Storstaden Förvaltning	Dotterdotterbolag	1993
Citarent	Dotterdotterbolag	1993
Kungsleden	Dotterdotterbolag	1996
Castellum	Dotterbolag	1994, 1995
Aktier		
<i>Securum Aktier</i>		
Nobelpharma	Dotterdotterbolag	1994, 1995
Prefab Industri	Dotterbolag	1995
Industriverksamhet		
<i>Addum</i>		
Spectra-Physics	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995
Addo	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995
Strängbetong	Dotterdotterbolag	1994, 1995
BTG Invest	Dotterdotterbolag	1993, 1994,
Abstracta	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995
Skaga	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995
Tre Tranor	Dotterdotterbolag	1994, 1995
Facit	Dotterdotterbolag	1993
Westsam	Dotterdotterbolag	1993, 1994
Kramo, Cramo	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995
Ljungström	Dotterdotterbolag	1993
Ferm & Persson	Dotterdotterbolag	1994, 1995
Röbäck	Dotterdotterbolag	1994
Andersson & Callenberg	Dotterdotterbolag	1995
Nobel Biotec	Dotterdotterbolag	1993
Binär Elektronik	Dotterdotterbolag	1995
Partner Tech Subcontractor	Dotterdotterbolag	1995
Electroswede	Dotterdotterbolag	1994, 1995
Gunnebo	Dotterdotterbolag	1993, 1994
Citarent	Dotterdotterbolag	1993
Partner Tech	Dotterdotterbolag	1993, 1994
Daros	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995

Fraenkel Bygg & Industri	Dotterdotterbolag	1993, 1994, 1995
Combi Heat	Dotterdotterbolag	1993

Borgkronan

Elfte Mössor	Dotterbolag	1995, 1996
R Torkelson	Dotterbolag	1995, 1996
Dam-Bi Produktion	Dotterbolag	1995, 1996
Steridose Systems	Dotterbolag	1995, 1996
Hagaköket	Dotterbolag	1995, 1996
DeCasa Hemmiljö	Dotterbolag	1995, 1996
Förenade Guldlistfabrikerna	Dotterbolag	1995, 1996
Niwejo	Dotterbolag	1995, 1996
Bjursås Kraft	Dotterbolag	1995, 1996
Nya Ulferts	Dotterbolag	1995, 1996
Allfoto Tryckeri i Göteborg	Dotterbolag	1995, 1996

Hotell

Securum Hotell och Turism	Dotterbolag	1993, 1994, 1995
Åre Invest	Dotterdotterbolag	1995

NOT: Varje års koncernstruktur är baserad på om företaget ingick i koncernen i december samma år.

7. Avvecklingen

7.1. *Politiska och ekonomiska utgångspunkter*

Följande stod att läsa i den proposition rörande bildandet av Securum som lades fram av regeringen i maj 1992:

Avvecklingen av tillgångarna i Securum måste tillåtas ta avsevärd tid. Det vore olämpligt, både av statsfinansiella skäl och mot bakgrund av den nuvarande problematiska situationen på fastighetsmarknaden och de finansiella marknaderna, att forcera en försäljning av tillgångarna i Securum.¹

Exakt hur länge staten tänkte sig att verksamheten i Securum skulle fortgå framgår inte av det offentliga materialet. Det enda som går att utläsa är att man beslutade att kapitalisera Securum med hänsyn till att risken var stor för att avvecklingen av tillgångarna skulle komma att ta lång tid. Beräkningarna utgick från att Securum skulle få ett tillräckligt stort kapital för att hålla igång verksamheten i upp till 15 år.

Enligt styrelseprotokollen från Securum AB gav staten vid olika tidpunkter uttryck för önskemål om att avvecklingen av koncernen skulle ske inom en femårsperiod.² Det tycks dock ha rått en viss osäkerhet om detta, och kommunikationen med ägaren om tidshorisonten verkar i viss utsträckning ha skett via media. Således uttalade näringsministern till TT den 19 januari 1994 att avvecklingstiden för Securum borde halveras. Det framgår också av Securums styrelsematerial att uttalanden av statssekreteraren i Finansdepartementet Dick Kling, om att fem år borde vara fullt tillräckligt för att avveckla Securums kreditportfölj, »[ställde] frågan på sin spets».³

Mot denna bakgrund blev behovet av en klar och koncis avvecklingsplan stort. En process med att försöka ta fram en sådan plan startade från Securums sida redan 1994. I september 1995, endast tre år efter det att Securum hade startat sin egentliga verksamhet, lade Securum AB:s styrelse fram ett förslag som gick ut på att Securum skulle avvecklas vid halvårsskiftet juni/juli 1997.⁴ Detta godtogs av Finansdepartementet och förslaget lades fram till riksdagen den 15 april 1996.⁵

Avvecklingen av Securums tillgångar påbörjades i mindre skala under 1994 och 1995. Taktén i avvecklingen intensifierades under 1996 och början av 1997. I avsnitt 7.2 redogör vi översiktligt för några av de större försäljningarna. Det handlar såväl om enskilda företag som fastighetsobjekt, men också i fle-

ra fall om försäljningar av stora koncerner antingen genom börsintroduktioner eller till privata investerare (private placements).

Uppgiften var att avveckla tillgångarna till bästa möjliga pris, med en sidoblick på effekterna på fastighetsmarknaden. I princip skulle den ha kunnat lösas genom att auktionera bort alla fastigheterna och industriföretagen så snabbt som möjligt. Åtminstone tre skäl kunde dock anföras mot en sådan politik. För det första ansågs tillgångspriserna i allmänhet och fastighetspriserna i synnerhet 1993 ligga under långsiktigt rimliga nivåer. För det andra ansågs det finnas en stor risk att priserna skulle pressas ned ytterligare om ett stort fastighetsbestånd, industrirörelser och hotell sattes på marknaden samtidigt.

För det tredje menade man att skötseln av många fastigheter var så eftersatt att aktiva insatser i form av drift och underhåll kunde väntas ge bättre avkastning än en forcerad försäljning. Man ansåg även att vissa av industriföretagen hade haft så stora finansiella problem att ägarna inte hade kunnat ägna tillräcklig kraft åt rörelsen. Det bedömdes därför som nödvändigt att förbättra lönsamhet och kassaflöden innan man kunde sälja till ekonomiskt försvarbara värden. För att granska bärkraften i dessa argument diskuterar vi i avsnitt 7.3 prisholdningen på aktier och fastigheter i allmänhet och fastighetsmarknadens utveckling i samband med bankkrisen i synnerhet.

Hur Securum lyckades med sin uppgift kan utvärderas i tre steg. Valdes rätt tidsprofil för försäljningarna? Valdes rätt metod för försäljning? Fick man ut bästa pris givet valet av försäljningsmetod? I avsnitt 7.4 analyserar vi Securums avyttring av fastigheter. Börsintroduktionerna av fyra företag på Stockholmsbörsen och ett på Londonbörsen, och den därpå följande utvecklingen av respektive företags aktievärden på aktiemarknaden undersöks sedan i avsnitt 7.5.

7.2. Några av de större affärerna

Vi har i kapitel 6 analyserat hur tillgångsbolagen förvaltrade och omstrukturerade Securums fastighets-, hotell- och industritillgångar i syfte att öka värdet och avyttringsmöjligheterna. Vi skall i detta avsnitt redogöra för hur enstaka större objekt och hela eller delar av tillgångsbolagen avyttrades.

Avvecklingen påbörjades i mindre skala under 1994 och 1995. Åtgärderna för att höja värdet på Securums tillgångar hade nu börjat ge effekt samtidigt som marknadsförutsättningarna hade förbättrats. Bland annat såldes Addums aktieinnehav i Westsamgruppen och Gunnebo.

Under 1996 och början av 1997 intensifierades takten i avvecklingen och man sålde såväl dotterbolag som en stor del av koncernens enskilda objekt. Under 1996 såldes bl.a. Borgkronan. Köpare var ett investeringskonsortium företrätt av Catella Corporate Finance. Likaså sålde Kungsleden ett stort antal enstaka fastigheter. Den resterande delen av kreditportföljen i Retrixa Kredit

avvecklades också under detta år. Securums finansverksamhet i Storbritannien avslutades även den år 1996 genom att en del av den återstående låneportföljen såldes till AMERSCO UK. Detta är givetvis bara ett fåtal exempel på bolag som Securum gjorde sig av med under dessa år. Vissa fall förtjänar att belysas närmare.

7.2.1. INDUSTRIITILLGÅNGARNA

Akzo Nobel NV

En av de större försäljningarna avsåg Securums 73-procentiga aktieinnehav i Nobel Industrier, aktier som övertagits av Nordbanken efter Gamlestadens fall. Den 8 november 1993 publicerades ett pressmeddelande vari ett förslag till samgående mellan Nobel Industrier och den nederländska kemikonzern Akzo offentliggjordes. Samgåendet skulle ske genom en överlåtelse av aktierna i Nobel Industrier till Akzo. Som villkor för samgåendet uppställdes ett krav på att Securum skulle förvärva Nobel Industriers aktier i ett antal bolag i Nobel-konzernen, nämligen Spectra-Physics, samtliga enheter inom affärsområdet Nobel Bioteknik (i huvudsak bolaget Nobelpharma) samt Celsius Industrier. Vidare förband sig Securum att vidta vissa andra åtgärder för att minska Nobel Industriers skulder.

Securum förband sig också att behålla samtliga aktier i Akzo Nobel till november 1994 samt att därefter behålla minst 50 procent av innehavet till november 1995. För att kunna förvalta aktierna under denna period bildade Securum ett nederländskt bolag vid namn Securum Industri Holding B.V. Härigenom kunde man undvika nederländsk kupongskatt på utdelningar samt eventuell realisationsvinstbeskattning.⁶

I mars månad 1997 sålde Securum 10,2 procent av sitt innehav i Akzo Nobel via ett auktionsförfarande till ett antal utländska institutionella investerare. Priset motsvarade de aktuella aktiernas kurs på Amsterdambörsen vid stängning den 6 mars. Efter avyttringen ägde Securum 3 procent av aktierna i Akzo Nobel.

Börsintroduktion av Nobelpharma och Spectra-Physics

I syfte att tillförsäkra övriga aktieägare i Nobel Industrier likabehandling utfäste sig Securum vid uppgörelsen med Akzo att erbjuda övriga aktieägare i Nobel Industrier att delta i förvärvet av Nobelpharma (senare benämnt Nobel Biocare) och Spectra-Physics.⁷ Deltagandet skulle ske i proportion till aktieinnehavet och på i huvudsak samma villkor som Securums förvärv. Erbjudandena utnyttjades till 87 procent vad gällde Nobelpharma och till 70 procent vad gällde Spectra-Physics. Till följd av detta kom således Securums aktieinnehav i de båda bolagen att uppgå till 81 respektive 62 procent efter utförsäljningen. Efter detta första led i utförsäljningarna noterades Nobelpharma på Stockholms Fondbörs den 18 mars 1994.⁸

Securums resterande innehav i Nobelpharma såldes sedan i fyra omgångar. I september 1994 avyttrades 7,19 procent till en grupp institutionella placerare. Samma månad ett år senare såldes ytterligare aktier i Nobelpharma i samband med lösen av optioner. I januari 1996 avyttrades 31 procent till institutionella placerare. Samtidigt förband sig Securum gentemot investmentbanken att under en sexmånaders period inte genomföra några ytterligare försäljningar av aktierna i Nobelpharma.⁹ I juni 1996 fullbordades avvecklingen av innehavet då Securum sålde resterande Nobelpharma-aktier till institutionella placerare.

Securums aktieinnehav i Spectra-Physics såldes inte förrän i början av januari år 1997. Vid försäljningen till institutionella placerare uppgick aktiekursen till 135 kronor per aktie. Nämnas bör att kursen dessförinnan, under två års tid, hade legat under 100 kronor per aktie. Det spekulerades i huruvida vissa mäklarfirmor, för att få bistå vid den aktuella aktieförsäljningen, presenterat överdrivet positiva analyser av Spectra-Physics.¹⁰

Utförsäljning av Celsius

Securum övertog, i samband med Akzo-Nobel-affären, aktier i Celsius för 570 miljoner kronor, som enligt överenskommelse skulle avyttras till marknaden efter samråd med Näringsdepartementet. Så skedde också i början av år 1994 då Celsiusaktierna såldes till institutionella placerare för 644 miljoner kronor.

Försäljningen genomfördes trots att företrädare för regeringen och socialdemokraterna hösten 1992 hade kommit överens om att ett moratorium i princip skulle införas för försäljning av statliga bolag.¹¹ Kritik framfördes också i riksdagsmotioner där det hävdades att en »enig expertkår« betraktade försäljningen som »uppseendeväckande«, därför att priset satts för lågt och tilldelningen av aktier inte gått rätt till.¹² Riksdagens revisorer riktade också kritik mot regeringen i frågan.¹³ Genom att låta för få institutioner vara med och bjuda på aktierna och för lång tid förflyta från det att priset bestämdes tills dess betalning skulle ske ansågs affären ha givit för låg intäkt. Vidare påpekade revisorerna att regeringen fortsättningsvis på ett bättre sätt borde informera riksdagen om det s.k. privatiseringsprogrammet.

Servisair børsintroduceras i London

Servisair bildades 1954 som en division i British & Commonwealth Shipping Company. Företaget utför underhållsservice till flygindustrin och är det största oberoende marktförstärket i Europa med fokus på den brittiska marknaden. Servisair köptes av MBO (management buyout)-fonden Bricom 1988, som i sin tur köptes av Gamlestaden genom Rochfield 1990. När Gamlestaden ställde in betalningarna under 1991 togs företaget över av Nordbanken. När Securum bildades överfördes ägandet av Servisair till Securum UK. Servisair

börsintroducerades den 18 oktober 1994 då Securum sålde ut 60 procent av aktierna och rösterna.

Addum avyttras

Avvecklingen av Securums industrirörelse påbörjades 1995. Industri Kapital och Procuritas, hade vid denna tid lagt bud på Addumkoncernen. Efter en genomgång av buden valde Securum att fortsätta förhandlingarna med Industri Kapital som ansågs ha lämnat det bästa budet vad avsåg såväl pris som finansiering.¹⁴ Enligt villkoren i den slutgiltiga uppgörelsen skulle en utdelning på 960 miljoner kronor lämnas av Addum till Securum före överlåtelsen.¹⁵ Köpeskillingen skulle uppgå till 1 760 miljoner kronor (= eget kapital + 200 miljoner kronor) och finansiering av köpet skedde bl.a. genom ett lån på 400 miljoner kronor från Securum Finans till det nybildade bolaget NewCo.¹⁶

7.2.2. FASTIGHETERNA

Styckevisa försäljningar

I kapitel 6 beskrev vi hur fastighetsbestånden strukturerades mellan Norrporten, Castellum och Kungsleden i syfte att göra de båda första bolagen attraktiva för en extern försäljning och att koncentrera de styckevis gjorda försäljningarna till Kungsleden. Fram till avvecklingen av Securum 1997 sålde Kungsleden ca 700 fastigheter för sammanlagt 4 miljarder kronor. Härutöver såldes ca 400 fastigheter av de övriga företagen som ingick i gruppen. Sammanlagt såldes alltså närmare 1 100 fastigheter styckevis eller i mindre paket till ett värde av 6,6 miljarder kronor. En del av dessa försäljningar gjordes innan Castellum var bildat, men Castellum fortsatte även senare sin koncentration av verksamheten, bl.a. genom att sälja av fastighetsbestånd i Stockholmsområdet. Ett par större försäljningar gjordes under sommaren 1995. Då såldes ett antal av Brostadens centralt belägna fastigheter i Stockholm till AP Fastigheter. Vidare såldes dotterbolaget Burspråket till Svenska Bostäder.

Börsintroduktion av Norrporten

Den första börsintroduktionen genomfördes redan i juni 1994. Då såldes 70 procent av aktierna i Norrporten (tidigare kallat Securum Fastigheter Norra AB).¹⁷ Priset på 75 kronor per aktie innebar att Securum fick ut cirka 225 miljoner från försäljningen.

Samtidigt utfäste sig Securum att under perioden 3 juni–30 augusti 1996 återköpa de aktier som förvärvats enligt erbjudandet i prospektet. Återköpspriset sattes till 67,50 kronor per aktie minus utdelningar. Anledningen till utfästelsen om återköp angavs bland annat vara Norrportens korta historik.¹⁸ Resterande aktier avyttrades under år 1996, 25,2 procent i oktober till insti-

tutionella investerare och återstoden i december till »en svensk investerare«. Norrporten noterades först på Stockholms Fondbörs O-lista, men övergick senare till A-listan.

Börsintroduktion av Castellum

Fastighetsbeståndet i Castellum hade renodlats i syfte att göra bolaget attraktivt för en extern köpare. Den 2 juli 1996 träffade Securum en principöverenskommelse med Morgan Stanley Real Estate Fund II om en överlåtelse av 60 procent av aktierna i Castellum. Köpeskillingen sattes till ca 2 miljarder kronor. Avsikten var att de båda parterna skulle arbeta tillsammans i ett joint venture med sikte dels på att »delta i framtida strukturomvandlingar av den svenska fastighetsmarknaden«, dels på en framtida börsnotering.¹⁹ Enligt överenskommelsen skulle Castellum tillföras 3 miljarder kronor i eget kapital och ca 5 miljarder kronor genom långfristiga externa krediter.

Affären med Morgan Stanley kom dock aldrig att genomföras, och parterna beslutade att avbryta diskussionerna om ägarsamarbete. I det pressmeddelande som publicerades angavs att uppgörelsen inte genomfördes på grund av att det tänkta samarbetet kommit att bli ett ej nödvändigt mellanled.²⁰ Enligt styrelseprotokollen från Securum AB framgår dock att Morgan Stanley ansåg att köpeskillingen var alldeles för hög. För att affären skulle fullföljas krävde Morgan Stanley att antingen köpeskillingen skulle reduceras eller att vissa tillgångar skulle »plockas bort« från Castellums fastighetsbestånd.²¹

Den strandade affären med Morgan Stanley medförde dock inte att planerna på avyttring av Castellum lades åt sidan. Marknaden för fastigheter och fastighetsaktier hade nu förbättrats så pass mycket att en börsintroduktion av Castellum framstod som ett bra alternativ.²² Securums styrelse beslutade i mitten av december 1996 att förberedelser för börsintroduktion skulle påbörjas under våren 1997. Alfred Berg, Carnegie och Morgan Stanley fick i uppdrag att påbörja arbetet inför en notering.

Den 21 mars 1997 offentliggjorde styrelsen i Securum sitt beslut att sprida aktierna i Castellum. Det skulle ske genom ett erbjudande till allmänheten i Sverige samt till svenska och utländska institutionella placerare om att köpa aktier i Castellum till ett pris vilket skulle fastställas genom ett anbudsförfarande bland de institutionella placerarna. Börsintroduktionen sköts framåt ett par veckor mot bakgrund av den osäkerhet som ansågs råda på aktiemarknaderna i och utanför Sverige vid denna tidpunkt.²³

Den 24 april 1997 utgavs prospektet. Erbjudandet omfattade 30 miljoner aktier, vilket motsvarade 60 procent av aktierna i Castellum, och prisintervallet fastställdes till 50–60 kronor per aktie. Securum utfärdade även en över- tilldelningsoption vilken gav instituten rätt att förvärva ytterligare 5 miljoner aktier för vidare försäljning. Priset hamnade på 51 kronor per aktie vilket inne-

bar att Securum erhöill cirka 1 785 miljoner kronor genom utförsäljningen. När optionerna utnyttjades hade ca 70 procent av aktierna i Castellum sålts. Resterande 30 procent överläts till det statliga bolaget Agilia Holding när Securum avvecklades.

Bildandet av Pandox Hotellfastigheter

Under 1995 flyttades Securums hotellrörelse utanför själva koncernen. I februari detta år bildade Skanska och Securum, genom en apportemission, Pandox Hotellfastigheter. Skanska och Securum Förvaltning AB tecknade sig för hälften av aktierna vardera och som likvid tillfördes merparten av de båda bolagens svenska hotellfastigheter. Securums reavinst uppgick till 150 miljoner kronor. Pandox noterades på börsens O-lista den 23 juni samma år. Ägarna Skanska och Securum sålde i samband med börsintroduktionen 90 procent av aktierna. Securum sålde hela sitt 50-procentiga innehav i företaget. Priset på 52 kronor per aktie innebar att Securum fick cirka 250 miljoner kronor från utförsäljningen.

Vasakronan och Venantius tar över resterna

Den 11 juni 1997 bemyndigade riksdagen regeringen att avveckla Securum.²⁴ Enligt propositionen skulle alla fastighetsrelaterade tillgångar överföras till det statliga bolaget Vasakronan Holding samt övriga tillgångar till »ett för ändamålet lämpligt annat statligt bolag«. Sammanslagningen avsågs inte innebära någon ändrad inriktning för vare sig Vasakronan eller för de aktuella tillgångarna från Securum. »Den sammanslagna fastighetskoncernen bör få avveckla de övertagna fastighetstillgångarna i den takt och på det sätt som ger bästa möjliga långsiktiga avkastning för ägaren.«²⁵ Övriga tillgångar överfördes till det statliga bolaget Venantius, vars uppdrag blev att fortsätta avveckla de övertagna tillgångarna på ett sätt som minimerar statens kostnader för bankstödet. I och med samgåendet med Venantius bytte flertalet av de bolag som tidigare ingick i Securumkoncernen firmanamn. Moderbolaget i koncernen, tidigare Securum AB, kom att heta VF Holding AB.

7.3. Prisbildningen på tillgångsmarknaderna

7.3.1. AKTIER OCH FASTIGHETER

Det är välkänt att den framtida avkastningen på aktier är nära nog omöjlig att prognostisera. Prisutvecklingen på aktier kan i stort sett beskrivas som en s.k. *random walk*, där historisk avkastning inte har något värde för att förutsäga framtida avkastning. Det innebär att det är fåfängt att försöka välja rätt tidpunkt för att köpa eller sälja aktier.

Senare års forskning har visserligen funnit vissa tecken på att aktieavkast-

ningen är positivt seriekorrelerad över korta horisonter och negativt seriekorrelerad på flera års sikt. Tolkningen av dessa resultat är dock omstridd. Ett frågetecken gäller huruvida de kanske enbart avspeglar tidsvarierande riskpremier. Vidare är det osäkert om seriekorrelationen på kort sikt är tillräckligt stark för att det skall gå att tjäna pengar med hänsyn tagen till transaktionskostnader, och det är oklart om seriekorrelationen på lång sikt enbart är knuten till en viss historisk epok eller om den är mera allmänt giltig.²⁶

Det är en vanlig uppfattning att fastigheter skiljer sig från aktier genom att prisutvecklingen är mycket tydligare cyklisk. Mönstret är i princip detsamma som för aktier, men tydligare; ett år av ovanligt snabb prisstegring följs oftast av ytterligare ett år av stigande priser likaväl som prisfall normalt följs av ytterligare prisfall. Samtidigt tenderar priserna på längre sikt att åter anpassa sig till en trendmässig utveckling. En onormalt hög prisnivå indikerar alltså att priserna sannolikt på sikt kommer att anpassa sig nedåt.²⁷

En viktig förklaring till att fastighetspriser kan vara cykliska ligger i det faktum att fastighetsinnehav till stor del är högbelånade. I en situation med stigande fastighetspriser skapas ett ökande belåningsutrymme som kan användas för nya fastighetsköp, vilket bidrar till en spiral med ytterligare stigande priser. Som vi diskuterade i bokens första kapitel var en sådan mekanism en starkt bidragande orsak till 1980-talets hausse på den svenska fastighetsmarknaden. I motsatt läge när priserna vänder nedåt tvingas försäljningar fram, vilket sätter priserna under ytterligare press, precis vad som hände när botten gick ur marknaden 1991–1992.

Resonemanget förutsätter att en någorlunda stor andel av fastighetsägarna har svårigheter att få fram eget kapital. Med tanke på att även stora fastighetsbestånd ofta ägs av enskilda personer, ibland genom handelsbolag och kommanditbolag, är detta ingen orimlig tanke.

Resonemanget förutsätter också att andra aktörer, som inte lider brist på eget kapital, är obenägna att gå in på marknaden för att dra nytta av de nedpressade priserna. En förklaring till att så tycks vara fallet kan vara att fastigheterna representerar ett högre värde för den existerande ägaren än för presumtiva köpare. Det kan t.ex. bero på synergier i driftskostnader inom ett större fastighetsbestånd, som är koncentrerat till en viss geografisk marknad eller till en viss form av användning.²⁸

Ofta förklaras också den cykliska prisutvecklingen som ett resultat av orealistiska förväntningar om framtida priser. Förväntningar om ytterligare prisstegringar i framtiden motiverar ju i sig högre priser redan idag, och dessa förväntningar kan infrias om priserna längre fram i tiden förväntas ligga på än högre nivåer. På detta sätt kan en spiral av ständigt stegrade priser uppstå, trots att prisnivån kan uppfattas som alltmer orealistisk i förhållande till de fundamentala faktorer som »borde» påverka priserna.²⁹

Frågan är hur länge en sådan prisbubbla kan bestå innan den spricker. Mest näraliggande är att ett ökat utbud rycker undan förutsättningarna för alltför höga priser. Eftersom priset på en fastighet till stor del utgörs av priset på mark, och tillgången på centralt belägen mark är begränsad fungerar dock en sådan mekanism inte så väl. Dessutom tar det lång tid från det att höga priser signalerar att nybyggande kan vara lönsamt till dess att en ny byggnad är färdig att tas i bruk. Det kan därför inte uteslutas att prisbubblor på fastigheter kan bestå under ett par år.

Tanken att likviditetsrestriktioner begränsar prisutvecklingen är direkt tillämplig vid en allmän fastighetskris där många fastighetsägare är på obestånd samtidigt. Om alla dessa samtidigt skulle försöka avyttra sina fastighetsbestånd skulle ett stort utbud mötas av en liten efterfrågan, eftersom det skulle finnas få solventa köpare med god kompetens att driva fastigheter effektivt. Priserna skulle därför pressas ned ytterligare och än fler fastighetsägare skulle hamna i likviditetsproblem. Omvänt kan förbättrad likviditet ge injektioner till en positiv prispiral.

För ett företag, som likt Securum tagit över fastighetspanter i stor skala för att skydda sina fordringar, finns det då tre skäl till att det vore oklokt att force-ra försäljningen av dem. För det första kan man förmoda att priserna stiger på några års sikt, när andelen likviditetsbegränsade köpare och säljare minskar. För det andra är prisenivån på marknaden särskilt känslig för extra utbud just i botten av priscykeln när många köpare har finansieringsproblem. En stor aktör har därför anledning att utnyttja sin monopolmakt för att inte ge upphov till ytterligare prisfall. För det tredje har en bank eller ett finansbolag med stor utlåning mot fastighetspanter särskild anledning att beakta effekter på fastighetspriserna i allmänhet, eftersom den direkt skulle drabbas om fler fastighetskrediter skulle bli nödlidande. För staten med ansvar för det finansiella systemets stabilitet är sådana spridningseffekter särskilt viktiga eftersom de i förlängningen kan ge extra kostnader för att stödja banksystemet. Det är mot denna bakgrund naturligt att Securum hade en särskild instruktion att aveckla sitt fastighetsinnehav »i den takt som läget på fastighetsmarknaden medgav«.

7.3.2. 1990-TALETS FASTIGHETSMARKNAD

I kapitel 1 har vi redan gett en översiktlig bild av hur 1980-talets snabba prisstegringar på fastigheter byttes i dramatiska prisfall under 1991 och 1992. Låt oss nu fördjupa den beskrivningen något. Syftet är att göra det möjligt att bedöma den takt med vilken Securum avecklade sitt fastighetsinnehav.

Den från början uttalade strategin om en utdragen aveckling byggde på två föreställningar om fastighetsmarknaden: att prisenivån 1993 var så lågt nedpressad att den med all sannolikhet skulle komma att stiga men att detta skulle dröja några år, samt att det fanns så få köpare i förhållande till Securums (och

övriga bankers) fastighetsinnehav att en forcerad försäljning skulle driva ned priserna ytterligare. Från denna verklighetsuppfattning följde naturligen två slutsatser: Det skulle löna sig att vänta tills marknaden återhämtat sig och det skulle löna sig att sprida ut avvecklingen över en längre tid. Låt oss mot den bakgrunden studera hur prisnivån på marknaden och dess likviditet och djup utvecklades.

Prisutvecklingen

Eftersom fastigheter är så heterogena och endast en liten del av beståndet om-sätts under ett enskilt år, är det inte alldeles enkelt att ge en bild av den allmänna prisutvecklingen. En metod att konstruera prisindex på fastigheter utgår från värderingar gjorda av värderingsmän. Sådana index har sedan 1980-talet publicerats för Stockholm och några andra fastighetsmarknader av olika företag inom värderingsbranschen.³⁰

Index baserade på värderingsutlåtanden har både för- och nackdelar. En fördel är att värderingarna kan baseras på besiktningar av berörda fastigheter, och därmed kan inkorporera rik information om enskilda fastigheter, både mätbara karakteristika och mjukdata av olika slag. En nackdel är att det är oklart exakt hur den information som ligger i faktiska transaktionspriser påverkar värderingarna; avspeglar värderingarna det mest sannolika transaktionspriset vid den aktuella tidpunkten eller vad värderingsmannen tycker att fastigheten borde vara värd? Det kan heller inte uteslutas att värderingarna ibland påverkas av att värderingsmannen har ett annat syfte med en viss värdering än att bedöma det mest sannolika transaktionspriset.

En alternativ ansats är att utnyttja transaktionspriser mer direkt och normalisera dessa för kvalitetsskillnader med hjälp av allmänt tillgängliga uppgifter om fastigheterna.³¹ Den enklaste metoden bygger på taxeringsvärden och konstruerar prisindex som vägda genomsnitt av kvoter mellan transaktionspriser och taxeringsvärden. Den metoden används av Statistiska centralbyrån för småhusprisindex och har tillämpats av bl.a. Björklund och Söderberg (1999) för hyresfastigheter.

Man kan också använda regressionsanalys för att kontrollera för fastighetersnas olikheter avseende variabler som totalyta, ålder, andel kontorsyta och tomt-yta samt indikatorvariabler som anger fastighetens läge. En sådan studie av s.k. hedoniska prisindex för hyresfastigheter i Sverige under perioden 1980–2000 redovisas närmare i Enström (2002). Genom att hedoniska index är estimerade med statistiska metoder får vi också information om graden av osäkerhet, mätt t.ex. med indexskattningens standardfel. Det kommer härigenom till tydligt uttryck att det är svårare att bedöma prisnivån när antalet transaktioner är lägre än annars.³² En nackdel med denna metod är att man är hänvisad till de ofta knapphändiga data om fastigheten som finns tillgängliga i en viss databas.

I praktiken handlar det om de uppgifter som samlas in som underlag för de allmänna fastighetstaxeringarna.

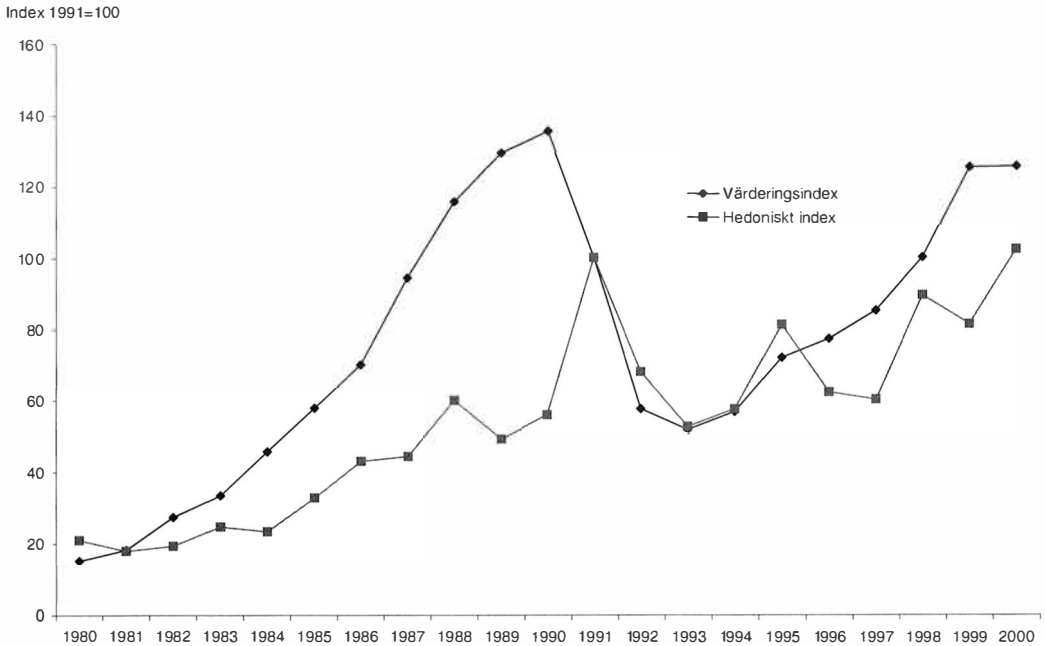
En tydlig skillnad mellan index baserade på värderingar och sådana som använder transaktionspriser och statistiska metoder, är att de förra ofta uppvisar en jämnare utveckling över tiden. Särskilt gäller det för hyresfastigheter. Det skulle kunna ge intryck av att värderingsbaserade index också är mera tillförlitliga, medan en statistisk analys av transaktionspriser förefaller att vara känslig för extrema observationer och egenheter hos enskilda transaktioner. Men det kan också vara så att värderingar i alltför hög utsträckning är baserade på värderingsmännens känsla för rimlighet, och att de därför inte i tillräcklig grad fångar upp tillfälliga prisrörelser i marknaden.³³ Således synes överlåtelsepriserna generellt ha överstigit värderingarna under 1980-talet fram till våren 1990.³⁴

Skillnaden mellan de båda slagen av index illustreras väl av *figur 7.1*, som återger två index för lokalfastigheter³⁵ i Stockholm, ett baserat på värderingar och ett baserat på transaktionspriser. Det syns tydligt att transaktionsindexet uppvisar stora variationer från år till år, ofta med en uppgång ett år följt av en nedgång under nästföljande år, medan värderingsindexet utvecklas jämnare över tiden med fastighetskrisåren omgivna av två oavbrutna perioder av prisstegringar: 1980–1990 och 1993–2000. Skillnaden beror säkerligen delvis på att transaktionsindexet är skattat utifrån ganska få observationer, och därför är känsligt för rena skattningsfel.³⁶

Sett över längre perioder ger värderingsindex en mer dramatisk bild av utvecklingen med en prisstegring från 1980 till toppåret 1990 på ca 800 procent att jämföra med transaktionsindexet som steg med 400 procent från 1980 till 1991. Nedgången från topp till botten var också mycket starkare för värderingsindexet som föll med drygt 60 procent fram till 1993, att jämföra med 45 procent nedgång för transaktionsindexet. Fastighetskrisen tycks således ha lett till en snabbare ändrad attityd bland värderare än vad som kom till uttryck i transaktionspriserna.

Vi har nu koncentrerat uppmärksamheten på den del av fastighetsmarknaden där prisutvecklingen var mest dramatisk under fastighetskrisen, nämligen marknaden för lokalfastigheter i Stockholm. Stockholm representerade dock mindre än 20 procent av Securums fastighetsbestånd. *Tabell 7.1* ger en överskådlig bild av prisutvecklingen på andra delmarknader.³⁷ Som synes var prisutvecklingen mindre dramatisk där. På alla marknader, förutom lokalfastigheter i norra Sverige, har det skett en återhämtning av det prisfall som inträffade under krisåren. Utanför Stockholm ligger prisindex för år 2000 ungefär på samma nivå i nominella termer som det gjorde 1991. I Stockholm har prisstegringen varit väsentligt snabbare. Det gäller särskilt för bostadsfastigheter, där möjligheten att sälja till bostadsrättsföreningar spelat stor roll. Eftersom

FIGUR 7.1. Två prisindex för lokalfastigheter i Stockholm 1980–2000, index 1991 = 100.



KÄLLA: Transaktionsindex kommer från Enström (2002). Värderingsindexet är konstruerat genom kedjning år 1990 av ett index från Ljungqvist Fastighetsvärderingar, som tidigare återgivits i Jaffee (1994) figur 5.3, med ett index från Catella. Det senare indexet har konstruerats genom att ta kvoten mellan ett hyresindex och ett index på direktavkastningen på fastigheter.

merparten av Securums fastighetsförsäljningar inträffade under 1997, är det av intresse att jämföra prisutvecklingen under åren före och efter 1997. Vi ser då att priserna i Stockholm ökade mycket snabbare efter 1997, medan ökningstakten i det övriga landet var ganska jämn.

Omsättningsutvecklingen

För att bedöma likviditeten och djupet i marknaden är det naturligt att titta på omsättningen. Den är naturligtvis ingen entydig likviditetsindikator. Likviditet kan allmänt förstås som kostnaden för att vända en position i en viss tillgång. För värdepapper med livlig handel, t.ex. vissa aktier och obligationer, kan den mätas med marginalen mellan köp- och säljkurs. Något motsvarande enkelt mått finns inte för fastigheter, vilka uppenbarligen alltid är förhållandevis illikvida eftersom de är så heterogena och varje transaktion är resultatet av en sök-

TABELL 7.1. Prisindex för hyresfastigheter 1980–2000,
index 1980 = 100.

År	Stockholm Bostäder	Stockholm Lokaler	Norra Sverige Bostäder	Norra Sverige Lokaler	Södra Sverige Bostäder	Södra Sverige Lokaler
1980	100	100	100	100	100	100
1981	99	86	83	87	85	135
1982	107	92	63	182	80	128
1983	113	118	63	118	97	145
1984	128	111	73	135	103	180
1985	162	156	84	126	125	190
1986	187	205	83	118	148	168
1987	233	211	107	167	187	200
1988	209	286	95	200	209	222
1989	266	234	117	222	242	314
1990	491	267	127	236	304	370
1991	429	475	161	280	334	378
1992	441	323	137	242	328	326
1993	350	251	107	208	244	282
1994	398	274	130	221	296	289
1995	485	386	135	197	288	273
1996	526	297	140	220	290	323
1997	604	287	154	249	307	308
1998	679	425	154	246	335	342
1999	758	387	151	221	343	315
2000	1000	486	156	206	361	339

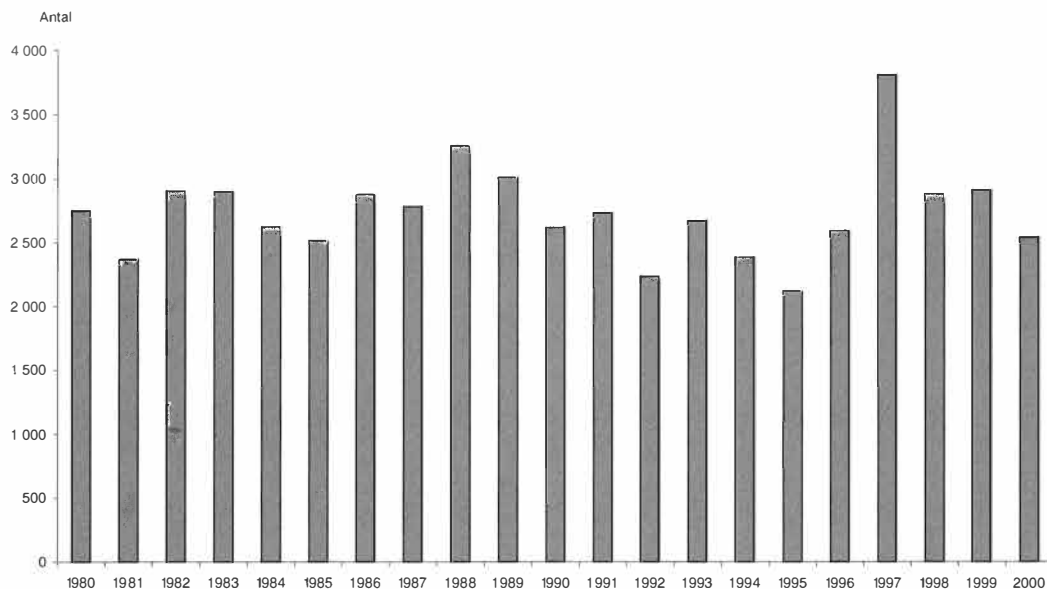
KÄLLA: Enström (2002).

process. Antalet aktiva köpare och säljare på marknaden är då naturliga mått på likviditeten.

Ju fler aktiva köpare desto bättre överblick har de över marknaden och desto mer sannolikt är det att en fastighet snabbt kan säljas till rätt pris. Problemet är att det inte är lätt att observera hur många »aktiva« köpare och säljare som finns i marknaden vid en viss tidpunkt. Antalet genomförda transaktioner framstår då som ett naturligt mått att använda i stället. Det har emellertid nackdelen att det avspeglar både utbuds- och efterfrågefaktorer. I samband med en finansiell kris ökar utbudet till följd av mer eller mindre framtvingade försäljningar, och även om antalet »aktiva köpare« vore oförändrat skulle alltså antalet transaktioner öka.

Med denna reservation i åtanke kan vi betrakta *figur 7.2* som presenterar antalet köp och försäljningar av hyresfastigheter så som de registreras i lagfarts-

FIGUR 7.2. Försålda hyresfastigheter i Sverige 1980–2000, antal.



NOT: Figuren avser summan av bostadsfastigheter (typkod 320), lokalfastigheter (typkod 325) och fastigheter med såväl bostäder som lokaler (typkod 321).

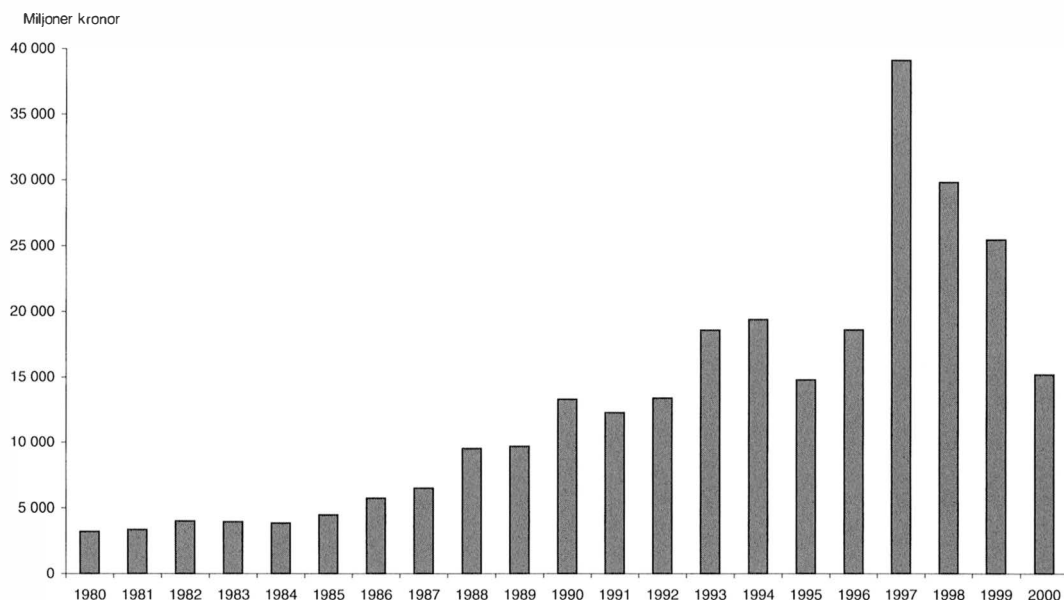
KÄLLA: SCB:s lagfartsregister.

registret. Det är viktigt att observera att figuren endast representerar transaktioner där en enskild fastighet bytt ägare. Den stora mängd fall där bolagsägda fastighetsbestånd sålts genom att hela bolaget har bytt ägare fångas således inte av denna statistik.³⁸ Om relationen mellan styckevisa försäljningar och bolagstransaktioner inte ändrats borde lagfartsregistret ändå ge en god bild av utvecklingen över tiden.

Som synes är antalet transaktioner relativt stabilt över tiden med en tendens till uppgång under 1980-talet som vänds i en viss nedgång fram till mitten av 1990-talet. Omsättningen når dock sin topp redan 1988 och minskar sedan med 30 procent fram till 1992. Det är svårt att se något brott i utvecklingen just under de akuta krisåren. Efter 1995 sker åter en tydlig uppgång med en topp 1997, 20 procent över 1988 års nivå.³⁹

Figur 7.3 illustrerar utvecklingen av omsättningen mätt i värdetermer. Här ser man förvisso en tydlig avmattning 1991–1992, men med tanke på den fallande prisnivån motsvarar detta inte en minskad omsättning mätt i kvantitetstermer. Tvärtom synes storleken – mätt som genomsnittligt transaktionspris dividerat med prisindex – på det genomsnittliga objektet som gått till försäljning ha ökat under krisåren. Sammantaget ger transaktionsdata således

FIGUR 7.3. Försålda hyresfastigheter i Sverige 1980–2000, totalt försäljningsvärde i miljoner kronor.



NOT: Figuren avser summan av bostadsfastigheter (typkod 320), lokalfastigheter (typkod 325) och fastigheter med såväl bostäder som lokaler (typkod 321).

KÄLLA: Lagfartsregistret.

inget tydligt stöd för hypotesen om kraftigt minskande likviditet i samband med krisen.

Bilden av en relativt konstant transaktionsvolym kan ändå vara förenlig med minskad likviditet på fastighetsmarknaden, om en ökande andel av försäljningarna vore framtvungade av finansiella skäl. För att undersöka denna hypotes skulle man behöva data över den finansiella statusen hos köpare och säljare till fastigheter, uppgifter som vi inte haft tillgång till. Däremot framgår köparens och säljarens identitet av lagfartsregistret, och *tabell 7.2* anger hur köpare och säljare fördelar sig på olika kategorier under åren närmast efter fastighetskrisen.

Aktiebolag och privatpersoner svarar för merparten av alla transaktioner. Bankerna var betydande nettosäljare, till stor del sannolikt panter som över-togs till följd av bankkrisen. En kategori vars finansiella styrka rimligen inte påverkades av krisen är försäkringsbolagen. Man skulle därför vänta sig, i den mån som likviditetsproblem var en viktig förklaring till den låga prinsnivån, att försäkringsbolagen skulle öka sina köp under dessa år. Så tycks också ha varit fallet i viss mån. Mätt i värde köpte de fastigheter för 4,5 miljarder kronor mer

TABELL 7.2. Köpare och säljare av hyresfastigheter 1993–1998.

	Antal köp	Antal försäljningar
Aktiebolag	4 640	3 563
Kommanditbolag	575	756
Handelsbolag	235	322
Banker	47	340
Försäkringsbolag	149	198
Bostadsrättsföreningar	453	65
Allmännyttiga bostadsföretag	191	140
Kommuner	54	219
Privatpersoner	3 855	4 265
Övriga	362	693

KÄLLA: Björklund och Englund (2002).

än de sålde under 1993–1994, medan försäljningsvärdet översteg inköpsvärdet med 4,0 miljarder under åren 1995–1997. I förhållande till marknadens totala omfattning är dock detta små belopp.

Hur djup var krisen på fastighetsmarknaden 1993? Marknaden har ofta beskrivits som så »död» att det var näst intill meningslöst att sälja fastigheter vid denna tidpunkt. Som vi har sett bekräftas den bilden inte av data. Tvärtom höll sig antalet försäljningar ganska konstant genom krisåren. Detta var säkert till en del en effekt av att sådana försäljningar som var mer eller mindre framtvingade av en finansiell nödsituation (s.k. *fire sales*) blev vanligare samtidigt som antalet »normala» transaktioner, som inte var förorsakade av likviditetsproblem, minskade.

Uppenbarligen fanns det i alla fall tillräckligt med intresserade köpare för att man skall kunna säga att de priser som noterades var representativa marknadspriser, givet den finansiella situationen hos marknadsaktörerna. Detta besvarar i och för sig inte frågan om hur känsliga marknadspriserna var för ett eventuellt ökat utbud. På denna punkt kan man mest spekulera. Man kan konstatera dels att en stor andel av de traditionella aktörerna på marknaden utgörs av försäkringsbolag, pensionsstiftelser och liknande institutioner, vilka inte hade finansiella skäl att hålla sig borta från fastighetsmarknaden under denna tid. Vidare hade det varit naturligt för utländska aktörer att börja ägna svensk fastighetsmarknad ökat intresse.

Vår slutsats är därför att djupet i fastighetskrisen mäts väl av nedgången i marknadspris, och att vad många aktörer uppfattade som bristande likviditet i marknaden framför allt reflekterar deras ovilja att acceptera att marknadspriserna snabbt hade sjunkit till en mycket lägre nivå än tidigare.

7.4. *Securums fastighetsförsäljningar*

Securum kom att inneha ca 2 500 svenska fastigheter till ett sammanlagt värde av ca 15 miljarder kronor⁴⁰, vilket motsvarar 1–1,5 procent av det svenska beståndet av hyresfastigheter.⁴¹

Siffran kan också jämföras med omsättningen av hyresfastigheter i *figur 7.2* och *7.3*. Om Securum omgående skulle ha realiserat sitt fastighetsinnehav under 1993, t.ex. genom att auktionera ut fastigheterna, skulle omsättningen på den svenska marknaden ha fördubblats. Då jämför vi bara med direktförsålda fastigheter. Tas även hänsyn till försäljning av fastighetsbolag motsvarade Securums innehav uppskattningsvis mellan en tredjedel och hälften av ett års omsättning.

Hur man än jämför är det tydligt att Securum skulle komma att bli en stor aktör på fastighetsmarknaden. Det är också osannolikt att det skulle ha varit möjligt att sälja alla fastigheter inom ett eller två år utan att det skulle ha påverkat prisnivån. Samtidigt är det värt att notera att omsättningen ändå varierar ganska kraftigt från ett år till ett annat, t.ex. med en fördubbling mellan 1996 och 1997.

Securums fastigheter kom att avvecklas under en femårsperiod med en blandning av olika metoder. Vissa såldes styckevis, andra genom börsintroduktionerna av Norrporten och Castellum. *Tabell 7.3* ger en sammanfattande bild av avvecklingen. För aktieförsäljningarna har vi försökt att beräkna priset för fastigheterna utifrån värderingar och beräkningar av den substansrabatt som legat i introduktionskursen och börsens värdering av fastighetsbolag. Som synes såldes ungefär hälften av beståndet styckevis och hälften i bolagsform.

Securums uppgift var att sälja fastigheterna till bästa pris utan störande verkningar på fastighetsmarknaden. Vi skall nu försöka ta ställning till hur de hanterade denna uppgift genom att dela upp den i tre frågor: Valdes rätt tidsprofil för försäljningarna? Valdes rätt metod för försäljning? Fick man ut bästa priset givet valet av försäljningsmetod?

7.4.1. VAL AV TIDPUNKT

Av *tabell 7.3* framgår att drygt hälften av försäljningarna gjordes under Securums sista verksamhetsår 1997. Då hade man väntat ut en del av fastighetsmarknadens återhämtning och den genomsnittliga prisnivån hade hunnit stiga med kanske 20 procent över bottenläget 1993. Valet av försäljningstidpunkt kan ändå diskuteras. Dels såldes ju en hel del fastigheter i ett tidigare skede när priserna ännu låg mycket lågt. Dels ligger åren 1996–1997 just innan fastighetspriser i Stockholm och börskurser började skjuta fart.

En grov uppfattning om försäljningstidpunktens betydelse kan fås genom att göra tankeexperimentet att skjuta på hela avvecklingsprocessen. Det visar sig

TABELL 7.3. Avvecklingen av Securums fastighetsinnehav, försäljningsvärde i miljoner kronor (antal försålda fastigheter inom parentes).

	1993	1994	1995	1996	1997	Totalt
Aktieförsäljningar		422 (136)	730 (40)	403	6 645 (570)	8 200
Styckevisa försäljningar	531 (51)	401 (92)	2 362 (168)	1 593 (387)	1 714 (360)	6 601
Vasakronan					3 700	3 700
Kungsleden					441	441
Totalt	531	823	3 092	1 996	12 500	18 942

NOT: Tabellen återger beräkningar av priset för själva fastigheterna. Uppgifter om styckevisa försäljningar är tagna ur lagfartsregistret. Vid bolagsförsäljningarna har den observerade substansrabatten applicerats på det uppskattade marknadsvärdet för fastigheterna. Uppskattningen för Norrporten bygger på att genomsnittet av tre externa värderingar av fastighetsportföljen år 1994 var 827 miljoner kronor, och att aktien såldes med 15 procent substansrabatt. 1994 såldes 60 procent av aktierna.

Om substansrabatten appliceras på 60 procent av fastigheterna blir deras försäljningsvärde 422 miljoner kronor. Motsvarande beräkning för de 40 procent som såldes under 1996 till en högre börskurs ger ett värde av den då försålda andelen av fastigheterna på 403 miljoner kronor. Uppskattningen för Castellum bygger på att genomsnittet av två externa värderingar av fastighetsportföljen var 7 425 miljoner kronor och att aktien såldes med 10–11 procents substansrabatt. Om substansrabatten appliceras på fastigheterna blir deras försäljningsvärde 6 645 miljoner kronor. Aktieförsäljningen 1995 avser Burspråket.

att försäljningsintäkterna från de styckevisa försäljningarna hade ökat från 6,6 till 7,1 miljarder kronor om man skjutit på alla försäljningar i ett år, till 7,5 miljarder kronor om man skjutit på processen i två år och till 8,2 miljarder kronor om man väntat i tre år.⁴² Om man dessutom hade väntat med de båda börsintroduktionerna i ett, två eller tre år hade intäkterna från dessa stigit från 2 miljarder⁴³ till 2,3, 2,4 respektive 2,7 miljarder kronor.

Sammantaget skulle alltså försäljningsintäkterna teoretiskt sett ha kunnat ökas med mer än 2 miljarder om alla försäljningar genomförts tre år senare. Från detta skall sedan dras skillnaden mellan den alternativavkastning som Securumkoncernen kunde få på det kapital som frigjordes genom en tidigare försäljning och den direktavkastning som fastigheterna gav. Även med hänsyn till det är det klart att det hade varit fördelaktigt att vänta.

Med facit i vår hand ser vi alltså att det ekonomiska utfallet för staten hade blivit bättre om fastigheterna hade sålts senare. Är detta mer än ett efterklökt konstaterande? Är det t.ex. rimligt att Securums ledning redan 1994 eller 1995 skulle ha förutsett att priserna på hyresfastigheter i Stockholm skulle komma att fördubblas inom mindre än fem år?

Ett perspektiv på den frågan ges av den förutsättning som staten gav Securum i samband med dess bildande, nämligen att bolaget skulle ha en sådan soliditet att man kunde vänta ut fastighetsmarknadens återhämtning. Innebörden av detta är att det då ansågs som tämligen självklart att prisnivån 1993 låg långt under den långsiktiga jämviktsnivån. Detta illustreras också av den s.k. kapitaliseringsmodellen, som användes för att beräkna bolagets behov av eget kapital, där man kalkylerade med en avvecklingsperiod på 15 år.

Frågan var med andra ord aldrig *om* man skulle vänta på rätt tidpunkt att sälja utan i stället *hur länge* man skulle vänta. Försäljningen av Norrporten redan 1994, då prisnivån endast stigit obetydligt i förhållande till 1992 års bottenläge, måste därför ha motiverats av andra skäl än en tro att man sålde till bästa långsiktiga pris. Ett skäl kan ha varit att försäljningen gav en signal till marknaden att Securum började planera för en forcerad avveckling. I avsnitt 7.5 som analyserar Securums agerande i samband med börsintroduktionerna skall vi ytterligare diskutera utförsäljningen av Norrporten.

Under 1996 och 1997 då merparten av fastigheterna såldes var det inte längre lika självklart att prisnivån låg under ett långsiktigt jämviktsläge. De prisprognoser som olika fastighetsexperten gjorde tyder ändå på att marknaden var inställd på stigande priser. Med risk för att bli anklagade för efterklokhet vill vi därför hävda att det 1997 inte var orimligt att vänta sig fortsatta prisstegringar. Beslutet att ändå sälja måste därför tolkas som att man var beredd att ta vissa kostnader för att uppnå andra mål förknippade med en snabb avveckling, inte minst att kunna demonstrera avvecklingsbolaget Securums förmåga att avveckla sig själv.

7.4.2. VAL AV FÖRSÄLJNINGSMETODER – BÖRSINTRODUKTIONER OCH STYCKEVISA FÖRSÄLJNINGAR

Låt oss nu gå över till att diskutera de valda metoderna för att sälja fastigheter. Dessa kan klassificeras längs ett par olika dimensioner. En avser valet av försäljningsenhet, där den avgörande skiljelinjen går mellan bolagsförsäljningar å ena sidan och försäljning av enskilda fastigheter, styckewis eller i paket, å den andra. Med paket menar vi sådana fall där flera fastigheter sålts samtidigt till samma köpare. Ett exempel är när Kungsleden sålde ett tjugotal fastigheter i Skåne till fastighetsbolaget Wihlborgs i februari 1996. Givet att man valt en viss försäljningsenhet gäller det också att välja metod. I första hand står valet mellan någon form av auktionsförfarande och försäljning efter direkta förhandlingar med en eller flera potentiella köpare. I Securums fall användes auktioner överhuvudtaget inte för de fastigheter som såldes styckewis, medan börsintroduktionerna hade inslag av auktionsförfarande.

De metoder som användes av RTC i USA är i dessa avseenden nästan rakt motsatta de som Securum använde i Sverige. RTC sålde enstaka fastigheter,

styckevis eller i paket, men inte fastighetsbolag. RTC använde sig också av auktioner i viss omfattning. Det finns därför skäl att diskutera dessa val på ett principiellt plan.

En första observation är att fastighetsbolag på börsen normalt värderas under sitt substansvärde. Vid tiden för Norrportens introduktion varierade substansrabatten mellan 0 och 35 procent bland de fastighetsbolag som då var noterade på Stockholms Fondbörs. I oktober 1997 handlades Norrporten och Castellum med uppskattade substansrabatter på 14 respektive 6 procent.⁴⁴ Att marknaden inte ville betala det fulla substansvärdet kan bero på att bolagsägande inte är det skattemässigt fördelaktigaste sättet att äga fastigheter.⁴⁵ Det kan också bero på att marknaden tvivlar på företagsledningarnas förmåga att förvalta fastigheterna effektivt eller att i övrigt agera i aktieägarnas intressen. Oberoende av förklaring måste substansrabatten tas som ett faktum vid en bedömning av Securums val att sälja hälften av sina fastigheter i bolagsform.

Frågan är därför om man uppnådde andra fördelar genom att sälja fastighetsbolag som en enhet, och om dessa fördelar var tillräckligt stora för att kompensera för ett lägre pris. Den mest uppenbara fördelen är den som också angavs i Securums strategiplan från 1994, nämligen att försäljning i bolagsform skulle ge det bästa resultatet givet en snabb avveckling. Skälet skulle vara att det inte skulle gå att sälja så stora fastighetsbestånd styckevis utan att pressa ned prisnivån. Genom en börsintroduktion skulle man däremot kunna sälja ett stort fastighetsbestånd utan att pressa ned priserna, därför att man då når en vidare krets av placerare inklusive sådana som inte har intresse av direkt fastighetsägarande. När man talar om substansrabatt skall det alltså tolkas i förhållande till en prisnivå som förutsätter en jämn och förhållandevis låg avvecklingstakt. Den kvantitativa betydelsen av denna effekt är omöjlig att bedöma.

En annan fråga gäller varför Securum inte använde sig av auktioner för delar av sina fastigheter trots de goda erfarenheter man haft i USA.⁴⁶ Man kan möjligen hävda att förutsättningarna för ett gott resultat vid auktion skulle vara sämre i Sverige därför att kretsen av möjliga köpare skulle vara så mycket mindre här, vilket skulle kunna möjliggöra samarbete mellan köpare i syfte att hålla nere priserna. Auktionsformen skulle också kunna göra det svårare att konstruera lämpliga paket av fastigheter i syfte att nå bättre priser.

Securum valde i stället som vi sett att sälja enskilda fastigheter och paket av fastigheter efter direkta förhandlingar med tilltänkta köpare. Det är därför angeläget att granska hur de priser som Securum fick ut i samband med styckevisa fastighetsförsäljningar förhåller sig till vad som gäller på fastighetsmarknaden i övrigt.

Fastighetsmarknaden är en sökmarknad, där informationen om de objekt som är till salu och om de köpare som eventuellt kan vara intresserade är ofullständigt spridd. Dessutom är antalet intresserade köpare och säljare av ett enskilt objekt ofta litet. Av dessa skäl kommer synbarligen likvärdiga fastigheter att handlas till olika priser vid samma tidpunkt. Priset beror bl.a. på om fastighetsägaren är en skicklig förhandlare och om han är utrustad med tålamod och finansiell styrka så att han kan vänta in rätt bud. Från det perspektivet kan man se den långa tidshorisont som Securum ursprungligen gavs som en markering att bolaget skulle visa tålamod, och man skulle därför vänta sig att priserna vid Securums försäljningar låg i överkant på priserna vid andra transaktioner. Man kan också fråga sig om den förkortning av tidshorisonten för Securums verksamhet som lades fast efter ett par år kom att avspegla sig i en tendens att sälja fastigheter till lägre priser.

För att analysera hur marknadsmässiga Securums försäljningar var, har vi bearbetat ett datamaterial bestående av samtliga försäljningar av hyresfastigheter (både bostäder och lokaler) i Sverige under åren 1993–1997. Sammanlagt ingår 10 602 registrerade transaktioner. Securum med dotterbolag svarade för 554 av dessa transaktioner, varav merparten från Kungsleden.⁴⁷ En betydande del av transaktionerna bestod av paket av flera fastigheter. Ett paket har betraktats som en transaktion i vår analys. Antalet överlåtelser med Securum som säljare blir därför 196.

Frågan gäller alltså om de priser som uppnåtts när Securum stått som säljare avviker från de priser som gällt för andra säljare. *Tabell A. 1* i appendix till detta kapitel visar resultatet av en regressionsekvation med logaritmen av försäljningspriset som beroende variabel. Säljar- och köparkategorier representeras av särskilda indikatorvariabler. Om t.ex. Securum är säljare antar Securumindikatorn värdet ett och samtliga övriga säljarindikatorer värdet noll. En särskild indikator anger om transaktionen avser ett paket av fastigheter. Vidare ingår fastighetens taxeringsvärde vid senaste taxering 1994⁴⁸, dess yta och befolkningstätheten i den kommun där fastigheten är belägen. Den senare variabeln avser att fånga upp att prisutvecklingen sedan 1994 varit starkare i landets tätbefolkade delar. Slutligen ingår kvartalsvisa tidsindikatorer.

Regressionsekvationen förklarar en stor del (84 procent) av variationen i pris. Detta är kanske inte ägnat att förvåna eftersom taxeringsvärdet är en av förklaringsvariablerna. Vi ser också att priserna följer taxeringsvärdena väl, även om de inte är helt proportionella mot varandra.

Eftersom den beroende variabeln är uttryckt logaritmiskt skall regressionskoefficienterna i *tabell A. 1* förstås i procentuella termer. En procent högre taxeringsvärde motsvarar således 0,86 procent högre pris. Att koefficienten är mindre än ett kan bero på att dyra fastigheter blivit systematiskt undertaxera-

de eller på att prisutvecklingen varit svagare för högt taxerade fastigheter. Samtidigt visar sig befolkningstätheten ha betydelse. Även med hänsyn tagen till taxeringsvärde är priserna högre i folktäta kommuner; en procent högre befolkningstäthet motsvarar 0,12 procent högre pris, ett mönster som stämmer väl med vad vi vet om prisutvecklingen i olika delar av landet under 1990-talet. Båda dessa koefficienter är estimerade med god statistisk precision.

För utvärderingen av Securums verksamhet är det två effekter som är intressanta. För det första visar det sig att priserna vid försäljningar från Securum legat ganska nära priserna på marknaden i allmänhet. Enligt regressionsekvationen låg prisenivån med Securum som säljare 7,3 procent under priset där andra aktiebolag var säljare men i nivå med priset med en bank som säljare.⁴⁹ Skillnaderna i förhållande till andra aktiebolag är dock så liten att den inte är signifikant skild från noll, och den är därför inte så mycket att fästa sig vid.

För det andra erhåller vi resultatet att fastigheter som sålts som paket i allmänhet betalats särskilt bra med en prispremie på 19 procent. Detta får väl tolkas som ett mått på de synergieffekter i skötsel och på annat sätt som kan finnas. Vi har omnämnt ett par av de större paketförsäljningarna som Securum genomförde till AP Fastigheter och Wihlborgs. Totalt sålde Securum mer än hälften av sina fastigheter som del av paket. Även om dessa såldes med en prispremie är det svårt att dra några vidare slutsatser om Securums försäljningsstrategi. Snarare avspeglar det att fastigheter som passar väl samman, och därför går att sälja tillsammans, når överpriser.

7.5. *Securums börsintroduktioner*⁵⁰

Fem Securumföretag såldes ut på börsen. Tre av dessa företag var fastighetsrelaterade (Norrporten, Castellum och Pandox). Samma frågor som var intressanta att diskutera i samband med Securums agerande på fastighetsmarknaden är intressanta att analysera när det gäller Securums agerande på aktiemarknaden. Valdes rätt metod för introduktionerna? Fick man ut det bästa priset? Valdes rätt tidsprofil för introduktionerna?

7.5.1. INTRODUKTIONS-RABATTER OCH PRISSÄTTNINGSMETOD

Det är välkänt att börsintroduktioner ofta görs till underpris. Introduktionsrabatten är ett mått på den rabatt som externa investerare får av de existerande ägarna vid en börsintroduktion. Denna definieras som skillnaden mellan emissionskursen och stängningskursen den första handelsdagen

Åtskilliga studier har visat att rabatten inte bara är vanligt förekommande utan också anmärkningsvärt stor. En studie för åren mellan 1959 och 1992 i 25 länder beräknar att den genomsnittliga introduktionsrabatten var 30 procent.⁵¹ På mer utvecklade kapitalmarknader uppgår den till i runda tal 10 pro-

cent. Det har också nyligen gjorts ett antal studier av introduktionsrabatten på den svenska aktiemarknaden. En sådan studie redovisar en genomsnittlig initial underprissättning på 16,5 procent för mindre börsintroduktioner och 9,0 procent för större börsintroduktioner under perioden 1990 till andra hälften av 1996.⁵²

Det finns många försök att förklara förekomsten av en introduktionsrabatt. En gemensam nämnare till en grupp av hypoteser är att externa investerare har mindre information än företaget om dess vinstutsikter och begär kompensation i form av underprissättning för sitt risktagande. Ju högre risk, desto större underprissättning krävs av investerarna.⁵³

En annan grupp av förklaringar tar sin utgångspunkt i investmentbankernas agerande och kunskap om marknaden. Dessa uppfattar kostnaderna av att förknippas med en överprissatt introduktion som högre än kostnaderna för underprissättning av en introduktion, och de satsar därför på att sätta ett rabatterat introduktionspris. Ett skäl till detta är att en introduktion med högre rabatt är lättare att sälja än en med lägre rabatt. Ett annat skäl är att man vill gynna sina kunder.

En tredje grundläggande förklaring till underprissättningen utgår från emittenten. Trots att introduktionsrabatten innebär en förmögenhetsöverföring från existerande till nya aktieägare kan det ligga i de existerande aktieägarnas intresse att acceptera underprissättningen. Skälet är att om emissionen blir överprissatt får emittenten dålig publicitet. Företaget och företagsledningen får ett dåligt namn i media och i kundernas och affärspartnarnas ögon, och investerare blir irriterade eftersom de har köpt en för dyr aktie. Denna badwill skapar kostnader för företaget, i synnerhet om det planerar att återkomma till kapitalmarknaden för att få nytt riskkapital. Den här aspekten kan ha haft särskilt stor betydelse för Securum som potentiellt skulle genomföra ett antal börsintroduktioner.

Ett beslut som påverkar introduktionsrabatten är valet av prissättningsmetod. Securum använde sig av två olika prissättningsmetoder, fastpriserbjudande och orderboksuppbyggnad. Vid ett fastpriserbjudande fixeras kursen av emittenten efter konsultationer med emissionsinstitutet. Den största nackdelen är att det reducerar prisflexibiliteten, dvs. möjligheten att ändra emissionskursen i samband med ändrade förhållanden på aktiemarknaden. Sannolikheten för att aktierna ska bli underprissatta med denna metod blir större, eftersom omfattningen på efterfrågan inte är känd när kursen fastställs.

Med orderboksuppbyggnad blir det möjligt att få ut mer från de minst pris känsliga investerarna, eftersom utbud och efterfrågan på aktierna utnyttjas för att fastställa kursen. De som tecknar aktier specificerar både priset och antalet aktier de önskar köpa (vid eller över en minimikurs eller inom ett kursintervall som angivits av emittentens rådgivare). När alla teckningsanmälningar har

mottagits sätts en kurs under vilken ingen tilldelning av aktier sker. Maximal prisflexibilitet åstadkommes också eftersom ändrade marknadsförhållanden kan inkorporeras i det slutliga priset. Metoden borde därför leda till en genomsnittligt lägre underprissättning än fastpriserbjudanden. Internationella erfarenheter ger vid handen att introduktionsrabatten då man använder sig av orderboksuppbyggnad hamnar på en väsentligt lägre nivå jämfört med rabatten vid ett fastpriserbjudande.⁵⁴ Dessutom gör orderboksuppbyggnad det möjligt att få maximal information om investerarna. Detta är viktigt när företaget önskar erhålla långsiktiga, finansiellt stabila ägare.

Det finns ingen tydlig regel som anger vilken prissättningsmetod man bör använda. Ett fast pris kan vara den bästa metoden, när börsintroduktionen gäller ett litet och svårvärderat företag eftersom det vid sådana börsintroduktioner kan vara svårt att uppamma tillräckligt intresse hos institutionella placera-re för att genomföra en process av orderboksuppbyggnad. Fastpriserbjudanden används emellertid mindre och mindre eftersom de anses leda till en högre introduktionsrabatt. I Sverige finner man att ju större börsintroduktionen är desto mindre sannolikt att ett fastpriserbjudande används.

Tabell 7.4 sammanfattar bl.a. prissättningsmetod och introduktionsrabatt i de fem börsintroduktioner som Securum genomförde.

Nobelpharma

Nobelpharma börsintroducerades genom ett fastpriserbjudande och vi tror att detta var den enda tänkbara lösningen. Det torde inte ha varit politiskt möjligt att sälja aktierna till något annat pris än det som Securum betalade Akzo; jämför diskussionen i avsnitt 7.2.1 ovan. Rabatten vid denna börsintroduktion var faktiskt negativ, -4,7 procent. Överprissättning är mycket ovanlig, speciellt när budpriset är fast. Den negativa rabatten kan ha givit upphov till en badwill som potentiellt kan ha försvårat den fortsatta avyttringsprocessen.

Norrporten

Med hänvisning till den genomsnittliga introduktionsrabatten på den svenska marknaden under åren 1993 och 1994 ansåg rådgivarna Carnegie och Enskilda i fallet Norrporten att den lämpliga introduktionsrabatten var 15 procent relativt det uppskattade marknadsvärdet.

Liksom Nobelpharma fick Norrporten en negativ initial avkastning (rabatt). Denna gång uppgick den till -2 procent. Norrporten introducerades genom ett fastpriserbjudande precis som Nobelpharma. Skälet till den valda metoden är okänt. Innan budpriset i Norrporten fastställdes kontaktades institutionella investerare för att undersöka förutsättningarna för en framgångsrik introduktion. Detta betyder att Securum fick en viss information om investerarefterfrågan, om än inte lika god som vid en orderboksuppbyggnad.

TABELL 7.4. En översikt över Securums fem börsintroduktioner.

	Nobelpharma	Norrporten	Servisair	Castellum	Pandox
Introduktionsdatum	1994-03-18	1994-06-10	1994-10-18	1997-05-23	1997-06-23
<i>Storlek</i>					
Miljoner kronor	310	225	262	1 785	260
Antal aktier	3 600 000	3 000 000	16 709 837	35 000 000	5 000 000
Värde inkl. senare transaktioner, miljoner kronor	1 977	440	609	2 775	260
Procent av aktierna som behålls	81	40	40	30	0
<i>Prissättning</i>					
Prismetod	Fastpris- erbjudande	Fastpris- erbjudande	Fastpris- erbjudande	Orderbok	Orderbok
Pris per aktie i kronor	86	75	135	51	52
<i>Introduktionsrabatt, procent</i>	-4,7	-2,0	2,2	9,8	-8,3
<i>Aktiefördelning</i>					
Till institutionella placerare, procent	0	50	75	94	85
Till allmänheten, procent	100	50	25	6	15
<i>Tidrymd, antal dagar</i>					
Från prissättningen till teckningsperiodens slut	—*	22	9	48	18
Från teckningsperiodens slut till introduktionen	7	22	5	10	10
Totalt	—*	44	14	58	28
Ledande rådgivare	Enskilda	Carnegie, Enskilda	BZW, Cazenove	Alfred Berg, Carnegie, Morgan Stanley	Alfred Berg

NOT: Den återstående delen i Castellum värderades till 990 miljoner kronor då den överfördes från Securus till Agilia Holding.

* Uppgiften är inte tillgänglig.

KÄLLA: Introduktionsprospekten.

Vad som är mera intressant än skälen till valet av prissättningsmetod är att Securus återigen lyckades erhålla ett högre pris för aktierna än vad marknaden var villig att betala på sekundärmarknaden och detta med en prissättningsmetod som vanligtvis resulterar i ganska höga initiala avkastningar. Överprissätt-

ningen av den första emissionen, Nobelpharma, kanske inte var så märklig men överprissättningen av Norrporten är svårare att förklara, speciellt som erbjudandet i Norrportens fall var kopplat till en icke avskiljbar säljoption som erbjöds med rabatt. Detta innebär att den initiala avkastningen på aktien i praktiken var ännu lägre.

Servisair

Servisair börsintroducerades i London samma år som Nobelpharma och Norrporten och med samma prissättningsmetod, dvs. med fast pris. Fastpriserbjudanden är den vanligast förekommande prissättningsmetoden för mindre introduktioner i Storbritannien.

Innan börsintroduktionen uppkom diskussioner mellan Securum och BZW å ena sidan och Casenove å den andra rörande budpriset.⁵⁵ Casenove föreslog en rabatt på 12–17 procent, medan Securum och BZW tänkte sig en mer blygsam rabatt på 10 procent.

Securums VD förklarade vid ett möte den 12 augusti 1994 att Servisairs börsintroduktion torde bli en offentligt känslig emission i Sverige. Detta skulle speciellt vara fallet om aktien rörde sig mot en tydlig premie efter introduktionen, och det därmed visade sig att man sålt företaget för billigt till utländska investerare. Det är möjligt att detta uttalande begränsade möjligheterna för Securum att inkludera några större rabatter i prissättningen.

Servisair erbjöd sina initiala publika ägare en avkastning på 2,2 procent efter första handelsdagen. Trots att introduktionsrabatten var positiv var den ändå lägre än vad man kunde ha förväntat med tanke på prissättningsdiskussionerna och prissättningsmetoden.

Castellum

När Castellum börsintroducerades använde Securum orderboksuppbyggnad för första gången. När prisintervallet fastställdes innebar det en rabatt i förhållande till det beräknade nettotillgångsvärdet på cirka 10–11 procent.

Under teckningsperioden accepterades bud från institutionella placerare i de internationella och nordiska trancherna. Efter att ha konfererat med Securum satte syndikatet aktiekursen med en rabatt i förhållande till det beräknade nettotillgångsvärdet på cirka 10–22 procent. På denna kursnivå övertecknades emissionen nästan två och en halv gånger. Syndikatet beslöt därför att utnyttja sin överteckningsoption, vilken gjorde det möjligt för dem att sälja ytterligare 10 procent av företaget. Optionen innebar att aktier motsvarande 70 procent av aktierna och rösterna i Castellum emitterades vid introduktionen.

Det bör noteras att hela emissionen kunde ha sålts till den högsta kursen i prisintervallet. Detta skulle ha gett Securum mera pengar och flera aktier. En bankman som var väl insatt i affären noterade att den inhemska tranchen visa-

de sig mera priskänslig än den internationella. Eftersom Securum och Castellum ville ha en solid inhemsk placerarbas, »satte de en kursnivå som skulle få in dem«. Skälet till denna synbarliga underprissättning tycks ha varit politiskt. Det kunde ha blivit en känslig affär om hela emissionen hade sålts till utländska institutioner.

Castellum klarade sig bra under första handelsdagen och stängde 9,8 procent över emissionskursen. Storleken på introduktionsrabatten är i linje med aktuell forskning rörande svenska och internationella erfarenheter av prissättningsmetoden, dvs. orderboksuppbyggnad. Vad som är intressant är inte rabatten i sig själv eller dess storlek, utan det faktum att när Securum för första gången använder en prissättningsmetod som antas leda till mindre underprissättning, så blir resultatet faktiskt större underprissättning jämfört med de tidigare börsintroduktionerna.

Pandox

När vi studerade den sista börsintroduktionen Pandox, var frågan om vi skulle finna en »normal« underprissättning som för Castellum eller en onormal sådan som i de två första och kanske också i den tredje börsintroduktionen. Den prissättningsmetod som valdes för Pandox var orderboksuppbyggnad, eftersom man trodde att det skulle minska underprissättningen vid introduktionen. Den 26 maj, två dagar före introduktionen av Castellum, fastställdes budprisintervallet för Pandoxaktien. Av skäl som är oss obekanta valde Securum att inte avvakta den ytterligare information som man skulle erhållit efter Castellums första dag på marknaden. Det fastställda prisintervallet innebar en rabatt på 10–22 procent relativt det beräknade nettotillgångsvärdet. Det slutliga priset motsvarade 15 procents rabatt på det beräknade nettotillgångsvärdet. Det bör här noteras att motsvarande företag på marknaden handlades med rabatt på nettotillgångsvärdet. Vi har inte funnit något som tyder på att rabatten på nettotillgångsvärdet skulle återspegla någonting annat än motsvarande handelsnivåer för likartade företag.

Slutpriset låg i mitten av prisintervallet och inte i den nedre änden så som var fallet för Castellum. Det är möjligt att Securum lärde sig läxan genom Castellums börsintroduktion och därför prissatte företaget något högre. Det finns ett *men* vad gäller denna teori, nämligen att Pandox övertecknades så mycket som fyra gånger. Detta tyder på att priset kunde ha varit högre och ändå garanterat full teckning. Introduktionsrabatten för Pandox blev negativ, –8,4 procent. Detta är anmärkningsvärt. Vi erinrar oss processen för orderboksuppbyggnad och det faktum att information om investerarefterfrågan kan hållas innan priset fastställs.

Introduktionsrabatten i Securums börsintroduktioner

Den genomsnittliga initiala avkastningen för Securums fyra mindre börsintroduktioner var -3,2 procent, vilket är väsentligt lägre än det svenska genomsnittet på 16,5 procent för företag av motsvarande storlek under perioden 1990 till 1996.⁵⁶ Castellums initiala avkastning var 9,8 procent, vilket är i nivå med genomsnittet på 9,0 procent för större företag. När vi relaterar underprissättningen till valet av prissättningsmetod finner vi inget tydligt samband. I det avseendet stämmer inte Securums börsintroduktioner överens med mönster i internationella och svenska data.

7.5.3. TIMING OCH TIDSSPANN

I förra avsnittet försökte vi förklara fenomenet underprissättning med prissättningsmetoder och rabattresonemang. För Securum fann vi ett något sär eget mönster med både under- och överprissättning. Vi tror att det är möjligt att förklara oregelbundenheterna i avkastning genom att studera introduktionernas timing och tidsspann. Tidsspannet är den tid som förflyter från det datum när priset fastställs till det datum när företaget börsintroduceras. Under den tid kan förändringar i marknadsförhållandena inte inkorporeras i teckningspriset.

En introduktions timing är en mera komplicerad fråga. Loughran och Ritter (1995) har påvisat förekomsten av cykliska mönster i introduktionsrabatten och antalet introduktioner. Antalet introduktioner visar både i USA och övriga länder en stark tendens att vara stort i perioder med hög avkastning på aktiemarknaden. Höga introduktionsrabatter tenderar att följas av ett ökande antal introduktioner. Perioder med stora rabatter och stigande antal introduktioner brukar kallas »hot issue«-marknader. Securums VD, Jan Kvarnström, hävdade i en intervju att syftet med Securum inte var att spekulera i förbättrade marknadsvillkor utan att avyttra mogna tillgångar. Han ansåg dock att det rätta valet var att uppskjuta avyttringar i perioder av extrem marknadsosäkerhet. Vi vet att Securums börsintroduktioner faktiskt följde någon slags cykel, eftersom Securum efter de första tre börsintroduktionerna 1994 avvaktade två och ett halvt år innan de två sista företagen börsintroducerades.

Nobelpharma och Norrporten

Timing av Nobelpharmas börsintroduktion skilde sig från vanliga börsintroduktioner, eftersom den var beroende av Akzo-Nobel-transaktionens slutförande. Med andra ord spelade inte marknadstiming, marknadsvillkor och företagsmognad så stor roll som slutförandet av den betydligt större affären med Akzo.

Enligt vår uppfattning var marknadsförhållandena innan börsintroduktionen av Nobelpharma i mars 1994 goda med fallande räntor som nådde en lägsta

nivå på tolv månader i februari. Efter februari steg dock räntorna kontinuerligt. I mitten av april hade statsskuldväxelräntan stigit med 170 punkter jämfört med den lägsta nivån i februari. Det var också politisk osäkerhet i Sverige rörande utfallet av de allmänna valen och folkomröstningen angående EU-medlemskapet.

Dessa förhållanden påverkade också Norrporten som introducerades tre månader efter Nobelpharma. Under de två månader som följde initieringen av börsintroduktionsprocessen i slutet av januari föll Affärsvärldens Fastighets- och byggindex med 23 procent (se figur 7.4). Efter en kort period marknadsåterhämtning, föll index med ytterligare 20 procent.

Dessutom gjorde Carnegie och Enskilda, Securums rådgivare vid börsintro-

FIGUR 7.4. Affärsvärldens Fastighets- och byggindex 1994, index december 1993 = 100.

Index december 1993=100



KÄLLA: Grumme och Hertsius (1999).

duktionen av Norrporten, bedömningen att risken var stor för att medias och marknadens intresse för emissionen skulle minska på grund av Pharmacias börsintroduktion i juni men också på grund av rykten att tre ytterligare fastighetsbolag hade planer på börsintroduktion före sommaren.⁵⁷ Inalles uppgick de beräknade emissionsbeloppen till mer än 43 miljarder kronor för perioden mars till juni.

I fallet Nobelpharma vet vi att tidpunkten för introduktionen var avhängig av försäljningen av Nobel Industrier till Akzo, men det är vår uppfattning att Norrportens timing var långt ifrån idealisk. Det är en uppfattning som delas av rådgivarna, som åtminstone två gånger klart hävdade att introduktionen borde skjutas fram på grund av försämrade marknadsförhållanden. Carnegie och Enskilda framhöll att en förändring vad gäller deras rekommendationer krävde en *substantiell och tydlig* förändring i marknadsförhållandena. De framhöll att timingen förorsakade en mycket stor osäkerhet vad gäller introduktionens prissättning som i sin tur kunde innebära att man sålde ut företaget för billigt. Vi delar rådgivarnas uppfattning och tror att Securum kunde ha fått ut mera pengar av marknaden om de avvaktat längre.

Servisair

1994 hade Servisair stabila kassaflöden, en blomstrande affärsrörelse och var moget för börsintroduktion. Tyvärr kom aktiemarknaden in i en turbulent period när börsintroduktionen redan var igång och Securum måste besluta om huruvida introduktionen skulle framskjutas eller inte. Securum bestämde sig för det senare alternativet eftersom det var oklart hur länge det skulle dröja innan marknadsförhållandena förbättrades. Om man enbart studerar marknadsutvecklingen under perioden före börsintroduktionen (se figur 7.5), ser det ut som om Securum kunde ha kommit bättre ut om de hade avvaktat.

När Servisair börsintroducerades under oktober 1994 var osäkerheten enligt vår uppfattning, om inte extrem så åtminstone stor. Det fanns emellertid vissa fakta som talade för en introduktion vid den tidpunkten. Servisair befann sig, på grund av de avregleringar som nyligen ägt rum inom EU i ett läge som möjliggjorde expansion av dess verksamhet i Kontinentaleuropa. Detta krävde emellertid en bredare kapitalbas och tillgång till kapitalmarknaderna, dvs. till Londonbörsen. En framskjuten börsintroduktion hade kunnat allvarligt försämra möjligheterna till expansion, men å andra sidan kan det också ha varit svårt att uppbringa kapital från marknaden på grund av den rådande marknadsosäkerheten.

När det gällde att välja rätt tid för börsintroduktionen fanns det fler problem än marknadstiming. Securum måste inte bara göra en bedömning av betydelsen av förbättrade marknadsförhållanden utan också av kostnaderna för förloade affärsmöjligheter. Det är möjligt att dessa kostnader helt skulle ha do-

FIGUR 7.5. UK-DS Transportindex 1994, index december 1993 = 100.

Index december 1993=100



KÄLLA: Grumme och Hertsius (1999).

minerat en möjlig högre värdering av företaget. Det är därför vår uppfattning att timingen av Servisair kan ha varit korrekt trots att Transportindex föll kraftigt.

Castellum och Pandox

Den 27 juni 1996 nådde Securum en principöverenskommelse med Morgan Stanley Real Estate Fund II (MSREF) angående försäljningen av en majoritetspost i Castellum.

Under månaderna som följde efter detta avtal ledde fallande räntor till en stabilisering av fastighetspriserna. Detta ledde i sin tur till en ökning i fastig-

hetsbolagens aktiekurser. Sammantaget gjorde detta att en börsintroduktion av Castellum blev ett intressant alternativ till avtalet med Morgan Stanley. Därför annullerades överenskommelsen med Morgan Stanley och förberedelser för en börsintroduktion inleddes den 12 december 1996.

I början av 1997 ökade intresset för fokuserade fastighetsbolag. Alfred Berg kontaktade Securum och Skanska och övertalade dem att dra fördel av det rådande marknadsläget och börsintroducera Pandox.

När Securum beslöt att börsintroducera de två företagen skedde det under en »hot issue«-marknad. 1997 var antalet börsintroduktioner 54, att jämföra med 17 respektive 18 under 1995 och 1996.⁵⁸ Avkastningen på aktiemarknaden var också hög under 1996, dvs. året innan introduktionen. Under detta år steg Affärsvärldens Generalindex med 38,4 procent och Affärsvärldens Fastighets- och byggindex med 25,7 procent.

Processerna fortsatte enligt planerna till april 1997 då Castellums börsintroduktion måste skjutas upp på grund av turbulenta marknadsförhållanden (*figur 7.6*) och en oro för en omfattande konjunkturnedgång i omvärlden. Pressreleasen rörande fortskridandet av Castellums introduktion hade offentliggjorts två veckor tidigare och prisintervallet hade fastställts men ännu inte offentliggjorts. Enligt planen skulle introduktionsprospektet ha släppts i början av april, fyra dagar efter uppskjutandet. Eftersom marknaden stabiliserades relativt snabbt återupptogs börsintroduktionen efter femton dagar, i mitten av april.

När Castellum börsintroducerades i maj ansåg Securum och dess rådgivare att det var en succé. Orsakerna till detta var att denna relativt stora börsintroduktion fulltecknades och att mottagandet av företaget på marknaden blev positivt. Vi instämmer i detta och tror att detta bidrog till att Pandoxemissionen, som följde strax därefter, fulltecknades.

7.5.5. EN SAMMANFATTANDE BEDÖMNING AV SECURUMS BÖRSINTRODUKTIONER

Den tidpunkt som valdes för börsintroduktionen av Nobelpharma hängde samman med Akzo-Nobel-transaktionen, och de rådande marknadsförhållandena påverkade därför inte detta beslut. Norrporten börsintroducerades av okända skäl under mycket turbulenta marknadsförhållanden och Securum ignorerade sina rådgivares rekommendationer att skjuta på börsintroduktionen. Servisair börsintroducerades också under en period av marknadsosäkerhet men i detta fall kunde en uppskjuten börsintroduktion ha verkat menligt på framtida affärsmöjligheter. Castellum och Pandox börsintroducerades med endast en månads mellanrum. Securum uppsköt Castellums börsintroduktion när det fanns tecken på en ökande marknadsosäkerhet.

Den genomsnittliga introduktionsrabatten på Securums börsintroduktio-

FIGUR 7.6. Affärsvärldens Fastighets- och byggindex 1996–1997, index maj 1996 = 100.

Index maj 1996=100



KÄLLA: Grumme och Hertsius (1999).

ner var svagt negativ, vilket således innebar en överprissättning. Överprissättning är ovanligt i samband med börsintroduktioner. Den aggressiva prissättningen kan möjligen förklaras med den starka position Securum hade när man fastställde budpriset i förhandlingar med investmentbankerna.

Nobelpharma och Norrporten introducerades vid mindre lämpliga tidpunkter. Nobelpharma måste emellertid förvärvas från Akzo Nobel eftersom i annat fall fullföljandet av avtalet med Akzo skulle ha riskerats. I samband med förvärvet av Nobelpharma beslutades att alla övriga aktieägare i Nobel Indust-

rier skulle ges samma villkor som Securum, något som förutsatte en börsnotering av företaget. Detta beslut fattades för att Securum skulle undgå att bli anklagat för en sämre behandling av de små aktieägarna i Nobel Industrier. Vi tror därför att det var ett riktigt beslut att börsnotera Nobelpharma trots den rådande marknadsosäkerheten.

Kostnaderna för att bryta avtalet med Akzo eller av att utsättas för svenska medias kritik skulle sannolikt ha varit mycket större än kostnaderna för en dålig timing vad gäller Nobelpharmas börsintroduktion. Även om aktiekursen till en början sjönk, så lyckades Securum avyttra sitt innehav i Nobelpharma med vinst. Överprissättningen i Nobelpharma och den därpå följande dåliga resultatutvecklingen antyder dock att det pris Securum betalade Akzo var för högt.

Norrporten börsintroducerades otvivelaktigt vid en illa vald tidpunkt med facit i hand. Med tanke på den uppenbara marknadsosäkerhet som rådde vid den tiden borde Securum ha uppskjutit börsintroduktionen. Denna åsikt framfördes också av rådgivarna och företagsledningen men beaktades inte. Det var antagligen fel att ens överväga en börsintroduktion av Norrporten, som vid denna tid var helt nybildat. Vinsterna kunde förväntas bli högre under de kommande åren på grund av åtgärder vidtagna av Securum. Norrporten kunde därför ha fått en högre värdering vid en senare tidpunkt.

När Servisair börsintroducerades var det också vid en tid som passade illa för börsnoteringar. Trots detta har vi dragit slutsatsen att det på grund av företagsspecifika omständigheter var ett korrekt beslut att börsnotera Servisair. Budpriset var ganska lågt, men eftersom Securum behöll 40 procent av aktierna kunde de få del av en framtida värdeökning, vilket gav möjlighet till ett högt totalvärde för avyttringen.

Castellums börsintroduktionsprocess inleddes efter det att joint venture-överenskommelsen med Morgan Stanley Real Estate Fund II avbrutits. Fastighetsmarknaden hade då återhämtat sig på ett anmärkningsvärt sätt över en period på sex månader. Vi tror att denna återhämtning var ett direkt resultat av tillkännagivandet av överenskommelsen med Morgan Stanley. Castellums börsintroduktion uppsköts på grund av marknadsturbulens och genomfördes inte förrän marknadsförutsättningarna hade förbättrats. Vad som är noterbart i samband med Castellums introduktion är att introduktionen kunde ha genomförts till en kurs som låg nästan 18 procent högre än den slutliga emissionskursen. Securum skulle då ha fått in 315 miljoner kronor ytterligare vid tiden för börsintroduktionen. Man valde dock att sätta ett lägre teckningspris så att de mer priskänsliga inhemska investerarna tecknade sig.

Pandox aktiekurs sjönk initialt men detta påverkade inte Securum eftersom de hade sålt av hela sitt innehav vid börsintroduktionen. Vi har inte kunnat finna någon uppenbar orsak till denna stora initiala nedgång. I båda fallen sked-

de kontakterna med investmentbankerna utan friktioner och vi har inte funnit någonting märkligt vad gäller processen.

Vid Nobelpharmas, Servisairs och Pandox börsintroduktioner tror vi inte att Securum kunde ha fått ut mera pengar än vad man faktiskt fick. Men enligt vår mening kunde Securum ha fått ut ytterligare 330 till 350 miljoner kronor, om man varit mera avvaktande i samband med Norrportens börsintroduktion och aggressivare vid Castellums börsintroduktion.

Det är möjligt att Securum kunde ha fått in mera pengar, men man måste komma ihåg att Securums börsintroduktioner inte var de enda introduktioner som övervägdes av den svenska staten och att de endast utgjorde en mindre del av det totala värdet av potentiella framtida privatiseringar.

APPENDIX

TABELL A.1. Regressionskoefficienter. Beroende variabel = log försäljningspris.

	1994 års taxeringsvärden	1988 års taxeringsvärden
log taxeringsvärde	0,864 (0,000)	0,711 (0,000)
log befolkningstäthet	0,119 (0,000)	0,114 (0,000)
Stockholm	-0,101 (0,001)	-0,344 (0,000)
log totalyta	0,017 (0,381)	0,165 (0,000)
Paket	0,192 (0,000)	0,226 (0,000)
Securum säljare	-0,073 (0,135)	-0,093 (0,630)
Kommanditbolag köpare	0,014 (0,664)	0,051 (0,492)
Kommanditbolag säljare	0,028 (0,379)	-0,045 (0,391)
Handelsbolag köpare	-0,067 (0,182)	-0,032 (0,741)
Handelsbolag säljare	0,027 (0,529)	0,040 (0,649)
Bank köpare	0,035 (0,773)	-0,137 (0,440)
Bank säljare	-0,060 (0,152)	-0,181 (0,042)
Försäkringsbolag köpare	0,411 (0,000)	0,706 (0,000)
Försäkringsbolag säljare	0,199 (0,000)	0,306 (0,017)
Bostadsrättsförening köpare	0,164 (0,000)	0,048 (0,511)
Bostadsrättsförening säljare	-0,298 (0,001)	-0,546 (0,010)
Allmännyttigt bostadsföretag köpare	0,206 (0,000)	-0,043 (0,740)
Allmännyttigt bostadsföretag säljare	-0,344 (0,000)	0,022 (0,856)
Kommun köpare	-0,073 (0,487)	-0,147 (0,433)
Kommun säljare	-0,850 (0,000)	-0,695 (0,000)

Privatperson köpare	-0,106 (0,000)	-0,355 (0,000)
Privatperson säljare	-0,076 (0,675)	-0,159 (0,000)
Dödsbo köpare	-1,896 (0,002)	0,716 (0,361)
Dödsbo säljare	0,114 (0,027)	-0,203 (0,093)
Annan köpare	0,061 (0,132)	0,048 (0,553)
Annan säljare	-0,029 (0,417)	-0,165 (0,023)
Antal observationer	7 581	2 980
Justerat R ²	0,836	0,730

NOT: Siffror inom parentes anger sannolikhetsnivå för att förkasta hypotesen att koefficienten är noll. Fetstil innebär att koefficienten är signifikant skild från noll på minst 5-procentnivån.

KÄLLA: Egna beräkningar.

8. Erfarenheter från Securum

8.1. *De bärande idéerna*

Den svenska eftervården av bankkrisen genom ett särskilt avvecklingsbolag framställs ofta som en förebild för andra länder. Det mest särpräglade med Securum är det stora oberoende som bolaget gavs kombinerat med ett ganska allmänt formulerat uppdrag. Ägaren staten uttalade att avvecklingen skulle tillåtas ta lång tid och att den skulle göras med skattebetalarnas bästa för ögonen. Därutöver fick Securums styrelse och ledning stor frihet att utforma bolagets policy. Styrelsen var också dominerad av experter med ett begränsat inslag av representanter för departement och den politiska sfären.

Vidare valdes en sådan juridisk konstruktion att verksamheten i Securum inte begränsades av de lagar som gäller för finansinstitut, i synnerhet inte av banklagstiftningens insnävande regelverk. Bolaget tilldelades också ett så stort eget kapital att risken för att ledningen skulle behöva gå tillbaka till ägaren och be om ytterligare medel var i stort sett obefintlig. De materiella förutsättningarna för oberoende var således goda.

På flera sätt kan Securum tyckas vara sinnebilden för det herrelösa företaget vars verksamhet inte riskerar att utsättas för kapitalmarknadernas prövning. I andra sammanhang brukar sådana företag betraktas med skepsis, eftersom företagsledningens drivkrafter inte behöver sammanfalla med ägarnas. Frågan är om Securum var något undantag.

Graden av verkligt oberoende bestäms naturligtvis inte bara av bolagets soliditet, juridiska konstruktioner eller styrelsens sammansättning. Securum var följden av en kris där stora förmögenheter raderats ut på kort tid, där nya förmögenheter skulle komma att skapas och där skattebetalarnas pengar satsades i stor skala. Dess tillkomst var följden av det politiska samförstånd över parti-gränserna som präglade hanteringen av bankkrisen. Ett sådant företag kan bara behålla sin frihet att agera självständigt så länge det upprätthåller en legitimitet hos de politiska partierna och den allmänna opinionen.

Vid ett par tillfällen kom också den politiska debatten och uppmärksamhet i massmedia att få betydelse för Securums verksamhet. Kritiken mot ersättningen till ledande personal inom företaget är ett exempel på detta. Även beslutet att avveckla bolaget på kortare tid än som från början planerats tycks ha influerats av en debatt med politiska förtecken. I andra avseenden, t.ex. den påstådda benägenheten att söka lösningar där företag sattes i konkurs, blev den

offentliga kritiken mest livaktig efter det att Securum avslutat sin verksamhet. På det stora hela får man dock säga att politikerna värnade om Securums oberoende och att företagets ledning kunde agera självständigt i flertalet frågor.

8.2. *Är ett särskilt avvecklingsbolag en god idé?*

8.2.1. EKONOMISKA DRIVKRAFTER

I kapitel 3 har vi diskuterat olika principiella argument för och emot att separera nödlidande krediter i ett oberoende avvecklingsbolag. En slutsats var att styrkan i flera av argumenten för ett avvecklingsbolag hänger nära samman med valet att låta avvecklingsprocessen dra ut på tiden. Ett enkelt alternativ, som inte kräver någon särskild organisation, skulle annars vara att omedelbart auktionera bort krediterna, alternativt att auktionera bort panterna sedan dessa tagits över. Låt oss därför först sammanfatta vår syn på valet av tidshorisont.

Som vi konstaterat i kapitel 7 finns det två grupper av skäl till att det kan vara oklokt att forcera en utförsäljning. För det första är nödlidande krediter och underliggande panter notoriskt svåra att värdera i en allmän krissituation. Det hänger samman med att skötseln av tillgångarna ofta är eftersatt, därför att de gamla ägarna inte haft tillräckliga incitament att sköta dem i en situation när de med stor sannolikhet ändå skulle förlora tillgångarna. Innan borgenären hunnit ta kontroll över tillgångarna riskerar därför stora värden att gå förlorade.

Vid en snabb extern försäljning kan det vara svårt att få ut ett bra pris därför att säljaren (banken eller avvecklingsbolaget) vet så mycket mer om tillgångarnas kondition och potentiella värde än vad som trovärdigt kan förmedlas till en köpare. Vi har med andra ord ett klassiskt exempel på asymmetrisk information, ett förhållande som vi vet försvårar en effektiv prisbildning på marknaden. Ett skäl att skjuta på en avveckling kan därför vara att det tar tid att genom skötsel och underhåll minska betydelsen av detta problem. Under normala förhållanden, när antalet konkurser är litet, behöver detta inte vara något viktigt problem, men med många konkurser att hantera i en allmän bankkras framstår det som ett viktigt argument för att inte auktionera ut alla panter omedelbart. Däremot utgör det inget skäl att dra ut på avvecklingen över en period på 10 eller 15 år. Där spelar andra faktorer in, faktorer vars betydelse är svårare att bedöma.

Den andra gruppen av skäl till att låta avvecklingen dra ut på tiden hänger samman med hur priser och likviditet på tillgångsmarknaderna kommer att utvecklas. Allrahelst är detta viktigt om de tillgångar som berörs är koncentrerade till ett visst område, såsom fastighetsbranschen i den svenska bankkrisen. I samband med en sådan allmän branschkras begränsas efterfrågan ofta av att många potentiella köpare inte kan självfinansiera ett köp och heller inte har

möjlighet att lånefinansiera sig, på grund av bristande kreditvärdighet, samtidigt som finansiella institutioner höjer kraven på säkerhet.

Detta tenderar att få tre konsekvenser. För det första pressas priserna ned av likviditetsskäl, varför en säljare rimligtvis kan räkna med att de på sikt åter kommer att stiga. För det andra är priserna särskilt känsliga för ett ökat utbud. Den som skall sälja ett större bestånd av fastigheter har därför en större marknadsmakt än vanligt och kan av det skälet öka sina intäkter genom att sprida ut försäljningarna över tiden. För det tredje riskerar en forcerad utförsäljning, som pressar ned den allmänna prisnivån på marknaden, att samtidigt försämrade den finansiella situationen för andra företag i branschen, med risk för en förvärrad kris i den finansiella sektorn.

Utifrån internationella erfarenheter av cykler på fastighetsmarknaden kan vi nog hävda att det var klokt att låta avvecklingen sträcka sig över flera år. Det var en högst rimlig bedömning 1992–1993 att priserna låg långt under den långsiktiga jämviktsnivån. Med tanke på den svaga finansiella ställningen hos många aktörer på fastighetsmarknaden, och den allmänna osäkerheten som tycks ha hållit tillbaka många av dem som hade en god finansiell situation, skulle en forcerad försäljning troligen ha bildat ringar på vattnet och ytterligare ha pressat ned priserna. Detta hade dels kostat staten pengar direkt i form av lägre försäljningsintäkter, dels riskerat att leda till ytterligare problem för andra finansiella institutioner. Det kunde också ha lett till en omfördelning av förmögenheter som kunde ha uppfattats som stötande.

När man väl bestämt sig för att låta avvecklingen ta tid, talar ett antal skäl för att bygga upp en särskild organisation för problemkrediterna, även om det också finns argument för att behålla krediterna inom en intakt bankorganisation. Först har vi faktorer som framför allt har bäring på om det skall bildas särskilda enheter för att hantera problemkrediterna, men inte på om dessa skall vara divisioner inom banken, dotterbolag eller helt fristående bolag. Genom att skapa särskilda enheter förbättras möjligheterna att ta till vara fördelarna med stordrift och specialisering. Mot särskilda enheter kan dock tala att möjligheterna att utnyttja befintlig kompetens inom banken minskar.

Inom särskilda enheter kan det också bli lättare att bygga upp en ändamålsenlig incitamentsstruktur. Mot detta kan anföras att banker är långsiktigt verk samma, och att incitament behöver kopplas inte bara till avveckling av problemkrediter utan till ett kreditengagemangs samlade historia från det första kreditbeslutet fram till slutlig avveckling, något som skulle fungera bättre inom en sammanhållen organisation.

Andra faktorer har framför allt betydelse för valet mellan att bryta ut verksamheten i ett separat bolag och att behålla den inom den ursprungliga bankkoncernen. Hit hör att marknadsens samlade värdering av den kvarvarande friska banken och avvecklingsbolaget kan påverkas. Vidare sätter bankrörelsela-

gen, som vi redogjort för i kapitel 4, gränser för vilka tillgångar som banker får äga och vilken verksamhet de får ägna sig åt.

Sammantaget är argumenten såväl för att skapa särskilda enheter som för att organisera dessa inom ett fristående avvecklingsbolag starkare ju längre avvecklingstid som planeras och ju öppnare mandat man ger för förvaltningen av övertagna tillgångar.

Vår slutsats är därför att fördelarna med att bilda ett särskilt avvecklingsbolag är större om volymen nödlidande krediter är stor, och om det finns stort behov att låta avvecklingen dra ut på tiden. Om bara den första förutsättningen är uppfylld skulle man kunna auktionera ut krediterna omedelbart, vilket inte skulle kräva större organisatoriska förändringar. Men om tanken också är att avvecklingen skall få dra ut på tiden framstår ett särskilt avvecklingsbolag av Securums slag som en bra lösning. Behovet av en utdragen avveckling beror i sin tur på panternas omfång i förhållande till den underliggande tillgångsmarknaden; fördelarna var alltså särskilt stora därför att Securums panter var så koncentrerade till fastighetsmarknaden.

8.2.2. LEGALA DRIVKRAFTER

Utöver de ekonomiska aspekter vi just diskuterat har också juridiska frågor betydelse för om det är lämpligt att bilda ett särskilt avvecklingsbolag. Just den verksamhet som ett sådant bolag tänks syssla med begränsas nämligen av verksamhetsreglerna i bankrörelselagen, som syftar till att hindra banker att bedriva alltför riskfylld verksamhet. Typiskt sett får en bank bara överta panter för att kortfristig hantera ett kreditproblem, dvs. skaffa sig rådrum för att inte i panik realisera en säkerhet.

Tanken med ett avvecklingsbolag med lång tidshorisont är en helt annan. Det skall inte bara överta och omstrukturera panterna, utan skall också kunna vidta aktiva förvaltningsåtgärder som t.ex. att förvärva kompletterande egendom och effektivt förvalta de fastighets- och industriföretag som det blir ägare till. Avvecklingsbolaget behöver också kunna vänta ut marknaden och välja lämplig tidpunkt för en avveckling.

En bank hade förmodligen inte på samma sätt som ett avvecklingsbolag kunnat driva företag i konkurs och ingå olika slags överenskommelser om förvärv av aktier vid en rekonstruktion. Härtill står det klart att en bank enligt bankrörelselagen var förhindrad att förvärva till panterna kompletterande egendom. Även om bankerna i praktiken kom att få stora frihetsgrader under finanskrisen – dock inte rätt att förvärva kompletterande egendom – skulle de inte aktivt få engagera sig i fastighets- och industriföretag i större omfattning.

Genom att lyfta över krediterna till en fristående koncern ökade handlingsutrymmet betydligt. Dels var ett finansbolag, som Securum Finans, vid denna tid inte underkastat samma begränsningar i rätten att överta och förvalta pan-

ter som en bank, dels kunde de tillgångsbolag dit tillgångarna fördes agera som vilket vanligt fastighets- och industriföretag som helst. Deras verksamhet stod också helt utanför Finansinspektionens tillsyn. En stor fördel var vidare att det inte finns någon motsvarighet till den s.k. banksmittoregeln för en koncern som organiserades som Securum.

Det regelmässiga hinder som var mest uppenbart vid krisens inledning var emellertid kravet på att en bank skulle avyttra övertagna panter inom tre år. När Securum bildades talades det ju om att fastighetsmarknaden skulle ta 10–15 år att återhämta sig. Visserligen fanns en dispensmöjlighet, men praxis var i det närmaste obefintlig vilket gjorde det svårt att bedöma hur Finansinspektionen skulle se på en begäran att få ligga kvar med stora innehav under mer än tre år. Något motsvarande krav fanns då inte för finansbolag, och även om det hade funnits kunde det kringgåts genom överföring av egendomen till ett tillgångsbolag.

Nu visade det sig efteråt att Finansinspektionen under bankkrisen såg mellan fingrarna på bankernas regelefterlevnad. I praktiken fick därför bankerna större handlingsutrymme än vad man rimligen kunde förutse i början av krisen. Beroendet av tillsynsmyndigheten var dock hela tiden latent. Man visste ju inte när inspektionen skulle aktivera tillsynen på nytt.

Man kan således konstatera att bildandet av ett avvecklingsbolag skapade maximal handlingsfrihet. Hade problemkrediterna stannat kvar i banken hade de – även sedan de omvandlats till aktier eller andra tillgångar – behandlats som rörelsefrämmande verksamhet i banken. Förvaltningen hade stått under tillsyn, och krav på kapitaltäckning m.m. hade hela tiden gällt även denna verksamhet. Genom att överföra krediterna till Securum och omvandla dem till tillgångar som förvaltades i särskilda bolag lyckades man med konststycket att bilda ett i princip renodlat fastighets- och industriföretag med likartade spelregler som andra företag. Bankstämpeln på verksamheten var bortblåst.

Sett ur ett perspektiv av handlingsfrihet var det således en lyckad lösning med ett avvecklingsbolag. Frågan är då om denna lösning medförde några påtagliga nackdelar. En osäkerhet som en sådan lösning orsakar är att man bryter kontinuiteten i hanteringen av krediterna och återvinningsprocessen. En överlåtelse av krediterna skulle visserligen underlätta en bestämning av förlusterna och därmed storleken på ett eventuellt skadestånd för dem som var ansvariga för kreditgivningen. Vi ställer oss dock tveksamma till om de värden som då åsatts krediterna okritiskt skulle kunna ligga till grund för ett eventuellt skadestånd.

8.2.3. EFFEKTER PÅ KONKURRENSEN

Det har hävdats – inte minst från andra banker – att de statliga insatserna i Nordbanken och Securum har snedvridit konkurrensen på bankmarknaden.

Grundargumentet här är att det stöd som gavs i hägnet av den allmänna bankgarantin var mer omfattande än vad som behövdes för att uppfylla bankstödet grundläggande syfte, nämligen att garantera stabiliteten i betalningssystemet. Detta syfte, hävdar kritikerna, hade rimligen varit fullt möjligt att uppnå även med ett mer begränsat stöd som hade garanterat Nordbankens kortsiktiga överlevnad, men inte mer.

Mot denna kritik kan invändas att det extra kapitaltillskott som gavs till Nordbanken, utöver vad som krävdes för överlevnad, skulle kunna ses som uttryck för statens rationella aktieägarintresse. Frågan skulle då vara varför inte staten likaväl som andra ägare får investera för att maximera värdet på sina företag. I det perspektivet förskjuts frågan till att gälla om staten verkligen agerat som en rationell värdemaximerare eller om den satt lägre krav på förräntning av den extra kapitalinsatsen än vad övriga banker gjorde.

Detta är en fråga som egentligen är omöjlig att besvara av flera skäl. För det första avser den de krav som staten ställde i förväg på investeringen, inte utfallet i efterhand som i hög grad påverkades av den allmänna ekonomiska utvecklingen. Om man ändå tar fasta på den avkastning som kom att uppnås är det lätt att konstatera att Nordbanken – idag en del av Nordea-koncernen – utvecklats till en mycket lönsam bank. Medfacit i hand synes alltså statskassan ha fått god avkastning på de investerade pengarna. Därmed är dock inte sagt att den avkastningen är i paritet med vad ägarna till övriga banker krävde, mer eller mindre finansiellt skadeskjutna i spåren av bankkrisen. Det besvarar därför inte frågan huruvida de resurser som investerades i Nordbanken gav bättre avkastning än om motsvarande resurser hade investerats i andra banker.

Även om vi lutar åt slutsatsen att statens insatser i Nordbanken var uttryck för ett rationellt aktieägarintresse, följer inte att de var neutrala ur konkurrenssynpunkt. Här kan först konstateras att de på kort sikt sannolikt främjade den lokala konkurrensen på den svenska bankmarknaden genom att Nordbanken blev kvar som en självständig aktör. Denna slutsats gäller åtminstone om alternativet hade varit att bankens verksamhet tagits över av dess inhemska konkurrenter.

Intressantare är dock frågan hur kapitaltillskottet till Nordbanken påverkade strukturomvandlingen på bankmarknaden i Norden och därmed konkurrensen på längre sikt. Att det rikliga kapitaltillskottet underlättade för Nordbanken att spela en ledande roll i denna process synes uppenbart. Att ha en bestämd uppfattning om hur detta påverkar konkurrensen på en alltmer internationell bankmarknad är dock inte lätt.

Ovan har frågan varit huruvida resultatet av stödet påverkade konkurrensen på bankmarknaden. Man kan också ta en annan infallsvinkel. Hur påverkar det faktum att staten håller en aktör som misslyckats under armarna den dynamiska konkurrensen på marknaden? I den mån som historiska resultat har värde

för att bedöma framtida effektivitet har ju stödet förhindrat att resurser omfördelats från mindre till mer effektiva aktörer. Man har ridit spärr mot den process av kreativ förstörelse som brukar anses vara en kärnpunkt i en väl fungerande marknadsekonomi. Viktigare än att försöka bedöma Nordbankens effektivitet jämförd med andra banker är därför att fråga sig vilka signaler det sänder inför eventuella framtida bankkriser, åtminstone så länge som staten kvarstår som delägare till en stor bank.

Frågan om bankstödet påverkan på konkurrensen måste också bedömas mot bakgrund av stödets lagliga status, när det infördes men också om ett motsvarande stöd skulle införas idag eller i framtiden. Den konkurrenslag som gällde när huvuddelen av insatserna gjordes i Nordbanken saknade helt regler om statsstöd. Samma sak gäller den lag som trädde i kraft i april 1993. I förarbetena till den lagen diskuterades dock för första gången i svensk rätt statsstödens tänkbara inverkan på konkurrensen, men lagen ansågs inte tillämplig på bankstödet. Inte heller Bankstödsnämnden kunde använda 1993 års lag om stöd till banker och andra kreditinstitut för att angripa bankstödet eftersom detta utgått innan reglerna trätt i kraft. När det generella bankstödet infördes i slutet av 1992 väcktes frågan om bankstödet konkurrensneutralitet i riksdagen. Även om det gjordes uttalanden om att stödet inte fick påverka konkurrensen och att det borde kopplas till krav på återbetalning blev dessa utan praktisk betydelse.

Sedan Sverige blivit medlem i EU har situationen dock ändrats och vi har numera en konkurrenslagstiftning som överensstämmer med EG:s konkurrensrätt. Hur skulle då insatserna i Nordbanken ha bedömts enligt EG-rätten? Sannolikt skulle insatserna i Nordbanken av EU-kommissionen ha bedömts som ett sådant statligt stöd som kunnat angripas av EU. I en rad andra fall av liknande karaktär, t.ex. den franska statens stöd till Crédit Lyonnais, har så också blivit fallet. Vi gör samtidigt den bedömningen att stödet hade kunnat passera om det framstod som rimligt i förhållande till allvaret i krisen, dvs. att det var utformat med beaktande av den s.k. proportionalitetsprincipen. En högst sannolik utgång hade blivit att Sverige tvingats in i en diskussion med kommissionen, som givit undantag för statsstödet men villkorat detta av att Nordbanken sålde av delar av den friska verksamheten. Detta har nämligen varit ett vanligt förfarande när EG:s konkurrensrätt har tillämpats. Den stödmottagande banken skulle alltså tvingas sälja delar av den friska verksamheten till konkurrenterna som en kompensation och korrigering av stödets effekter.

Om Nordbanken gynnades av bankstödet har egentligen bara indirekt med Securum att göra. Det är ju beroende av hur mycket medel som tillfördes Nordbanken, inklusive det pris som Securum betalade för de krediter man tog över. Däremot har det föga att göra med principen att bilda ett självständigt avvecklingsbolag eller med hur stort kapital detta bolag fick. Att Securum fick så

stort eget kapital kan dock tänkas ha påverkat konkurrensen på andra marknader än bankmarknaden. Securum med dotterbolag var ju mycket aktivt på fastighetsmarknaden och vissa industrimarknader. Med ett stort eget kapital i ryggen, skapat genom bankstödet, var Securum oförhindrat att köpa upp konkurrerande företag. Det finns exempel på att kritik riktats mot Securum just för detta.

8.3. *Hur genomfördes idén med ett särskilt avvecklingsbolag?*

Vi har alltså kunnat konstatera att starka skäl talar för att bilda ett särskilt avvecklingsbolag, under förutsättning att avvecklingen av krediterna bör tillåtas ta längre tid. Securums verkställande ledning gavs ju stor frihet att utforma bolagets policy. Bolaget gavs också en mycket god soliditet. Låt oss mot den bakgrunden försöka sammanfatta vår syn på hur Securum organiserades och skötes.

8.3.1. ATT STYRA ETT AVVECKLINGSBOLAG

Ägaren staten anförtrodde bolagets angelägenheter åt en styrelse och en verkställande direktör och avhände sig samtidigt möjligheten att direkt delta i organisationen och den ekonomiska förvaltningen. Lite tillspetsat skulle man kunna säga att man »skapade» det för aktiebolagsformen klassiska övervakningsproblemet som uppstår då en professionell bolagsledning (utan egna aktier i bolaget) utses till att fatta beslut, medan aktieägarna enbart bidrar med kapital och därmed risktagande. Ägandet och kontrollen separerades.

Staten tog inte på sig rollen av en aktiv ägare. Inte heller kan man säga att kapitalmarknaden verkade återhållande på företagsledningen. Högre kostnader för risk- och lånekapital om man i framtiden på nytt behöver vända sig till kapitalmarknaden kan i allmänhet verka disciplinerande på en bolagsledning, något som inte behövde bekymra Securums ledning. Styrelseformen skapade ett betydande handlingsutrymme för ledningen, som också gavs stora möjligheter att ta egna initiativ utan inblandning av en »stark ägare». De eventuella fördelarna med detta måste ställas mot risken att ledningen, som innehade makten men inte bar de ekonomiska konsekvenserna av de beslut som fattades, skulle låta sig vägledas av andra intressen än dem som ägaren (skattebetalarna) representerade.

En sådan styrelseform bäddar således för intressekonflikter mellan ägarna och bolagsledningen, och en omfattande teoretisk och empirisk litteratur visar hur dessa på olika sätt kan reducera aktieägarvärdet på företag. En ofta uppmärksammas effekt är att en bolagsledning kan vara mer intresserad av att styra ett stort företag än att maximera värdet av ett mindre. Tillväxtmaximering i stället för värdemaximering kan vara en grundläggande bevekelsegrund bak-

om många bolagsledningars agerande. Bolagets ledning kan också ha en annan riskattityd än aktieägarna, och inte sällan hävdas att en bolagslednings tidshorisont kan avvika från ägarnas. I fallet Securum var den mest uppenbara farhågan att bolagsledningen skulle låta bolaget utvecklas till ett växande statligt konglomerat, snarare än att sträva efter en snabb avveckling.

Det är mot den här bakgrunden man skall se behovet av kompensations-system som kan bringa företagsledningens, och för den delen även övriga anställdas, intressen i bättre samklang med aktieägarnas. Sådana system bör utformas så att företagsledningens planeringshorisont och riskattityd stämmer överens med aktieägarnas, och samtidigt ge företagsledningen incitament att använda företagets resurser på bästa möjliga vis.

Det faktum att Securums uppdrag skulle genomföras inom en begränsad tidsperiod var ytterligare en försvårande omständighet. En sådan organisation, där en anställning definitionsmässigt är tidsbegränsad, ställer speciella krav på både personal- och lönepolitik. De anställda kunde knappast motiveras av utsikterna till intern karriär inom företaget. I ett sådant företag kan det behövas andra metoder för att motivera personalen än i företag vars verksamhet kommer att fortbestå. Att koppla prestation till någon form av bonus är ett sätt att upprätthålla personalens motivationsnivå längs organisationens tänkta tidsaxel.

Som vi diskuterade i kapitel 2 är vårt intryck att ett införande av incitaments-system för olika typer av befattningshavare möttes av oförståelse från ägarna. Man införde en styrelseform som särskilt påkallade sådana lösningar, men man var ovillig att ta konsekvenserna. Så tidigt som i november 1992 diskuterades i Securums styrelse för första gången ett förslag från externa konsulter rörande incitamentsprogram inom organisationen. I förslaget betonade man att incitamentsprogram var en viktig delkomponent i organiseringen av ett avvecklingsbolag. Styrelsen var emellertid inte odelat positiv till sådana program och man uttalade »att några löften om bonus principiellt inte borde ges»¹. Det tycks därefter ha varit tyst kring frågan fram till hösten 1993 då behovet av att införa någon form av målrelaterad kompensation för Securums personal åter aktualiserades. Ett begränsat incitamentsprogram infördes inom Securum Finans först under våren 1994, när en stor del av kreditstocken redan var avvecklad.

Likaledes var oförståelsen stor hos bolagets ägare av behovet av att knyta ledande befattningshavare fastare till organisationen. Securums styrelseordförande ansåg sig visserligen vid halvårsskiftet 1994 ha fått mandat av statssekreteraren i Finansdepartementet att ta fram ett förslag till hur Securums ledande befattningshavare skulle kunna erbjudas lösningar som knyter dessa närmare till koncernen. Det framstår dock, av den efterföljande pressdebatten och den händelseutveckling som ledde fram till ordförandens avgång, som klart att kommunikationerna mellan Securums ledning och dess ägare, Bankstödsnämnden och Finansdepartementet, inte verkar ha fungerat.

Mot bakgrund av det stora oberoende Securum hade och det begränsade in-
slaget av ändamålsenliga bonussystem är det särskilt intressant att studera hur
Securum skötte sina uppgifter.

8.3.2. AVVECKLINGEN AV KREDITER

Securum startade sin verksamhet med en gigantisk portfölj av nödlidande kre-
diter som viktigaste tillgång. Det bokförda värdet på portföljen uppgick till
ungefär 50 miljarder kronor. Antalet företag i kundregistret uppgick till ett tu-
sental. Det var fråga om mycket insolventa företag och uppgiften var att iden-
tifiera de företag som hade en långsiktigt bärkraftig affärsidé och som inom en
överskådlig tid kunde återges ett rimligt marknadsvärde.

Det var viktigt att agera snabbt, och arbetet med att avveckla krediter kom att
gå under beteckningen »kreditkrossen«.² En utdragen lösning på företagens fi-
nansiella problem hade varit mycket kostsam eftersom ineffektiviteter i företa-
gens verksamhetsinriktning och investeringsbeslut är vanliga i företag med hög
skuldsättning som hotas av betalningsproblem. Man kunde inte förvänta sig att
företagens ägare – med mycket begränsade kapitalresurser – skulle genomföra
lönsamma investeringar eller ens stå för det löpande underhållet av fastighe-
terna, eftersom en del av vinsterna av sådana investeringar skulle tillfalla Secu-
rum och andra fordringsägare.

Dessutom fanns det skäl att befara att ägarna skulle satsa på riskfyllda projekt
eftersom vinsten om utfallet blev gynnsamt skulle tillfalla dem, medan Secu-
rum skulle stå för förlusten om utfallet blev ogynnsamt. Det fanns ytterligare
skäl till att minimera den tid under vilken företagens öde var ovisst. Hante-
ringen av de finansiella problemen hade kommit att stå i centrum för ägarna
medan den egentliga affärsverksamheten hade försummats. Nyckelpersoner
hade kanske sökt sig till tryggare anställning och kunder vänt sig till mer sol-
venta leverantörer, särskilt om produkterna var förenade med garantier eller
annan framtida service.

Därför var det viktigt att agera snabbt, och det gjorde man. Vid halvårsskif-
tet 1994 var stora delar av kreditportföljen avvecklad. Av de 790 svenska aktie-
bolag som fanns i Securums kundregister försattes 70 procent i konkurs eller
likviderades. Över hälften av konkurserna och likvidationerna inträffade före
årsskiftet 1992/1993, då Securum övergick i direkt statlig ägo. 70 procent
kan låta som en hög andel konkurser, men det måste sättas i relation till att fler-
talet av de inblandade företagen var i mycket dåligt skick när deras krediter
överfördes från Nordbanken.

Det genomsnittliga företaget i Securums kundregister hade en räntabilitet
på totalt kapital på 3,5 procent, vilket måste betraktas som långt ifrån tillräck-
ligt för att täcka långivarnas och ägarnas avkastningskrav. De allra flesta före-
tagen hade dessutom en mycket hög skuldsättningsgrad och även i övrigt en

svag finansiell position. Sammantagna innebär dessa indikatorer att sannolikheten för obestånd för det typiska Securumföretaget översteg 90 procent. Även med hänsyn tagen till detta visar våra analyser att en högre andel av de företag som tillhörde Securums kundregister försattes i konkurs jämfört med andra företag med likartad lönsamhet och finansiell situation. Den slutsatsen gäller även om vi exkluderar de många konkurser som inträffade innan engagemangen formellt överfördes till det självständiga Securum i januari 1993. Samtidigt förefaller det som att Securum följde en konsekvent strategi för hur krediterna skulle avvecklas. Företag med dålig lönsamhet, obetalda räntor, låg räntetäckningsgrad, hög skuldsättning och utan »track record« fick gå i konkurs. De andra företagen rekonstruerades.

Det ligger alltså något i uppfattningen att Securumföretag löpte större risk att gå i konkurs, även om det handlar om ganska marginella effekter. Eftersom antalet krisföretag var så stort kan man inte heller utesluta att enstaka företag som hamnade hos Securum automatiskt stämplades som krisföretag och att situationen för dessa företag förvärrades av att leverantörer, anställda och kunder fick ett minskat förtroende för företaget; genom att hamna i Securums kundregister kan de indirekta konkurskostnaderna ha skjutit i höjden. Vi har dock inte skäl att tro att detta var ett vanligt problem.

Securum hade ibland god säkerhet för sina krediter. Påverkade detta Securums agerande? Det är känt att intressekonflikter mellan borgenärer med olika förmånsrätt kan påverka rekonstruktionsmöjligheterna. Säkerhetsborgenärer kan ha incitament att föredra konkurs, trots att företaget är livsdugligt och övriga borgenärer liksom ägarna skulle erhålla en bättre förväntad utdelning i en rekonstruktion. Detta förhållande gäller framförallt då säkerheternas värde i konkurs nära överensstämmer med skuldernas belopp. I ett sådant läge har en säkerhetsborgenär inget att vinna och mycket att förlora på fortsatt drift av företaget. Vi finner dock inget belägg för att Securum skulle ha föredragit konkurs eller likvidation framför en rekonstruktion i de fall säkerheternas värde låg nära Securums fordringar.

Eftersom rekonstruktion är ett bättre alternativ än konkurs för ägarna och företagsledningarna är det inte oväntat att Securum har kritiserats för att gå för hårt fram. I samband med konkurserna försvann ju de gamla ägarnas inflytande. Hur skall vi egentligen se på valet mellan de två huvudalternativen i Securums kreditavveckling? I debatten har man uppfattat de två alternativen som väsensskilda. Man har menat att fokuseringen på bankernas överlevnad innebär ett högt pris för företagen och ett hårt slag mot sysselsättningen. Vad finns det egentligen för grund för en sådan uppfattning?

Konkurs eller rekonstruktion är alternativa metoder att lösa de problem som uppstår när ett företag har hamnat på obestånd. För företag som saknar framtidsutsikter – tillgångarnas värde är lägre i nuvarande bruk än i bästa möjliga

alternativa användning – finns det få alternativ till att sälja företagets tillgångar inom ramen för en konkurs. Livsdugliga företag däremot kan beredas möjlighet att fortsätta med verksamheten antingen genom konkurs eller rekonstruktion. Konkurs innebär alltså inte alltid att ett företags verksamhet avvecklas.

Tvärtom visar studier att konkurs är en vanlig metod för att möjliggöra att företag drivs vidare. Enligt en undersökning av Strömberg och Thorburn (1996) av svenska konkursföretag med fler än 20 anställda såldes nästan tre fjärdedelar av företagen efter konkursen till en köpare som sedan drev företaget vidare. Samma gäller för många av företagen i Securums kundregister. De levde helt enkelt vidare efter konkursen, men med nya ägare. Priset för företagen som sådana kan knappast ha varit högt. Ej heller är det lätt att finna några hårda slag mot sysselsättningen. I stället var det de gamla ägarna som fick ta smällen.

I praktiken är det inte alldeles lätt att avgöra värdet på ett företags tillgångar, och tid kan således krävas för att företagets ägare och ledning skall ha möjlighet att utreda om det finns andra finansiärer som kan tänka sig att komma in. Ett sätt att ge företag tid att utreda sin finansiella position är att ha en rekonstruktionslag som ger möjlighet till ett omfattande betalnings- och indrivningsförbud. Om det förelåg ett problem med för många konkurser under finanskrisen, där ägare tvingades bort från sina företag på grund av övertramp från Securums och andra fordringsägares sida, skulle man kunna tänka sig att lagen om företagsrekonstruktion mildrar dessa problem i framtida krisperioder. Enligt denna lag, som trädde i kraft år 1996, råder ett principiellt förbud mot verkställighet mot gäldenären under den tid en företagsrekonstruktion pågår, och som huvudregel kan inte heller konkurs inledas mot gäldenärsföretaget under den tid företagsrekonstruktionen pågår.

Hade det blivit annorlunda om lagen hade funnits under Securums livstid? Vi tror inte det. Den nya lagen tycks vara ett misslyckande. Antalet företag som rekonstruerats enligt de nya mallarna är en mycket liten andel av konkurserna. Det kanske vi skall vara tacksamma för. Ett antal studier³ genomförda i länder där man har en utvecklad rekonstruktionslagstiftning, som exempelvis i USA, visar att många företag som borde avvecklas i stället rekonstrueras.

8.3.3. STRUKTURERING, DRIFT OCH FÖRÄDLING

Efter kreditkrossen inriktades arbetet på värdeskapande åtgärder i de olika tillgångsbolagen. Vilka åtgärder vidtog man, och hur framgångsrik var man?

Ett av de övertagna företagens främsta problem var att deras tidigare ägare saknade de finansiella resurser som krävdes för ett långsiktigt ägande. De flesta av industriföretagen hade haft så stora finansiella problem att ägarna inte hade kunnat ägna tillräcklig kraft åt rörelsen. Bland fastigheterna var skötseln

i vissa fall så eftersatt att omedelbara insatser i form av drift och underhåll var nödvändiga. Tillgångsbolagen inriktade därför verksamheten på att återställa en effektiv finansiell och operativ struktur i bolagen för att få fokus på den egentliga affärsverksamheten i stället för de finansiella problemen.

Omstruktureringsarna omfattade såväl företagets verksamhet och organisation som deras finansiering. Företagets organisationsstruktur förändrades i många fall, bl.a. genom byte av verkställande direktör och markanta förändringar i styrelsens sammansättning. Som ett led i förändringen av den finansiella strukturen förbättrades soliditeten och Securum skaffade sig en betydande ägarandel i företaget. I flertalet företag övertogs en majoritet av aktierna. De flesta av företagen var ledningsägda före omstruktureringen. I de fall där den gamla ledningen satt kvar men hade frångått sitt ägande fanns en risk för en negativ inverkan på ledningens incitament. Därför inrättade man olika bonussystem för ledningarna i många av företagen. I Addum och Borgkronan var det exempelvis vanligt att företagsledarna hade en option att återköpa delar av företaget.

Tillgångsföretagen omstrukturerades på olika sätt genom fusioner, uppköp, och utförsäljning av tillgångar. Dessutom vidtogs omfattande åtgärder såväl för att förbättra produktivitet och produktutveckling som för att ändra priser och produktkvalitet. De resultatmässigt negativa hävstångseffekterna av en obeståndssituation borde försvinna om en ny kapitalstark ägare tar över. Omstruktureringarna och de nya styrelseformerna för företagen borde likaledes leda till resultatförbättringar. Infriades dessa förväntningar? Även om inte alla företag kunde visa upp lika stora förbättringar som Kramo och Daros visar våra undersökningar att flertalet av företagen kunde redovisa positiva resultatförbättringar relativt branschen redan ett par år efter rekonstruktionerna. Resultateffekterna av omstruktureringarna har hållit i sig i flera av företagen även efter Securums avveckling.

8.3.4. AVECKLINGEN AV TILLGÅNGARNA

Exakt hur länge staten ursprungligen tänkte sig att verksamheten i Securum skulle fortgå är oklart. Securums egna kapital beräknades dock utifrån premisen att avvecklingen av tillgångarna skulle kunna komma att ta lång tid. Tanken var att man skulle kunna hålla igång verksamheten upp till 15 år, även under pessimistiska antaganden om prisutvecklingen på bolagets tillgångar.

Efter hand gav ägaren vid olika tidpunkter – såväl före som efter genomgången av problemengagemangen – uttryck för önskemål om att avvecklingen av koncernen skulle ske på kortare tid; en femårsperiod nämndes. Det tycks dock ha rått en viss osäkerhet kring frågan om hur lång tid Securumkoncernen hade till sitt förfogande, och kommunikationen med Finansdepartementet i denna fråga verkar i viss utsträckning ha skett via media.

Att uttalanden av statssekreteraren i Finansdepartementet om att fem år borde vara fullt tillräckligt för att avveckla Securums kreditportfölj »[ställde] frågan på sin spets« framgår av ett av Securums styrelseprotokoll.⁴ Redan i september 1995, dvs. mindre än tre år efter det att Securum hade startat sin egentliga verksamhet, lade Securums styrelse fram ett förslag som gick ut på att koncernen skulle avvecklas vid halvårsskiftet 1997, en tidsplan som sedan följdes. Avvecklingen av tillgångarna hade redan påbörjats i mindre skala under 1994 och 1995, men takten intensifierades nu under 1996 och början av 1997. Det handlade om enskilda företag eller fastighetsobjekt men också i flera fall om försäljningar av stora koncerner antingen genom börsintroduktioner eller s.k. private placements.

Securums uppgift var att sälja tillgångarna till bästa möjliga pris. Eftersom merparten av tillgångarna var fastigheter skulle man samtidigt bevaka effekterna på fastighetsmarknaden. Valdes rätt tidsprofil för försäljningarna? Valdes rätt metod för försäljning? Fick man ut bästa pris givet valet av försäljningsmetod?

Merparten av fastighetsförsäljningarna, ca 60 procent, gjordes under 1997 och ytterligare ca 25 procent under 1996. Valet av försäljningstidpunkt kan diskuteras mot bakgrund av prisutvecklingen på fastigheter och fastighetsaktier. Under åren därefter steg ju såväl fastighetspriser som börskurser. Med facit i sin hand är det lätt att konstatera att det ekonomiska utfallet för staten hade blivit bättre om fastigheterna hade sålts senare.

Försäljningen av t.ex. Norrporten redan 1994, då prisenivån endast stigit obetydligt i förhållande till 1992 års bottenläge, måste därför motiveras av andra skäl än en tro att man sålde till bästa långsiktiga pris. Under 1996 och 1997 var det inte längre lika självklart att prisenivån låg under ett långsiktigt jämviktsläge. Med risk att bli anklagade för efterkloshet vill vi ändå hävda att oddsen för fortsatta prisstegringar ännu 1997 var så goda att det hade varit rimligt med en något mer utdragen avveckling.

Använde man rätt metod för att sälja fastigheter? Man kunde sälja dem en och en, lägga ihop dem i större paket, eller sälja hela fastighetsbolag. Securum använde alla tre metoderna, men de större utförsäljningarna av fastighetsbeståndet skedde genom att man sålde hela fastighetsbolag. Givet valet av försäljningsenhet kunde man välja mellan någon form av auktionsförfarande å ena sidan eller direkt försäljning efter förhandlingar med en eller flera potentiella köpare å andra sidan. I Securums fall förekom auktioner överhuvudtaget inte, vare sig för enskilda fastigheter eller i samband med aktieutförsäljningar.

Securums metoder för att sälja fastigheter skiljer sig alltså från de metoder som användes i USA, där RTC sålde enstaka fastigheter, styckvis eller i paket, men inte bolag. RTC använde sig också i viss omfattning av olika former av auktioner. Vår bedömning är att Securums val av metoder i allt väsentligt var kloka, åtminstone om man ville undvika att avvecklingen drog ut långt på tiden.

Det hade säkert varit svårt i Sverige att sälja stora fastighetsbestånd styckevis utan att pressa ned prisnivån. Genom en börsintroduktion kunde man där-
emot sälja ett stort fastighetsbestånd utan effekter på priserna, därför att man
då nådde en vidare krets av placerare inkluderande sådana som inte har in-
teresse för direkt fastighetsägande. Särskilt i ett läge där flera av de traditionel-
la aktörerna på fastighetsmarknaden fortfarande brottades med likviditetspro-
blem kan detta ha varit en viktig faktor.

Men varför använde sig inte Securum av auktioner för delar av sina fastig-
heter trots de goda erfarenheter man haft i USA? Man kan möjligen hävda att
förutsättningarna för ett gott resultat vid auktion skulle vara sämre i Sverige
därför att kretsen av möjliga köpare skulle vara så mycket mindre här, vilket
skulle kunna möjliggöra samarbete mellan köpare i syfte att hålla nere priser-
na. Auktionsformen skulle också kunna göra det svårare att konstruera lämp-
liga paket av fastigheter i syfte att nå bättre priser. Securum valde i stället att säl-
ja enskilda fastigheter och paket av fastigheter efter direkta förhandlingar med
tilltänkta köpare.

Man kan fråga sig om den förkortning av tidshorisonten som lades fast efter
ett par år kom att avspegla sig i en tendens att sälja fastigheter till låga priser.
Fick man ut rimliga priser i samband med de styckevis gjorda fastighetsförsälj-
ningarna? Hur förhöll sig dessa priser till vad som gällde på fastighetsmarkna-
den i övrigt? Här tyder våra analyser på att priserna vid försäljningar från Se-
curum legat något under priserna på marknaden i allmänhet. Vi har då tagit
hänsyn till att fastigheter som sålts som paket i allmänhet betalats särskilt bra,
med en prispremie på knappt 20 procent.

Securum var även en aktör på aktiemarknaden. Man genomförde fem börs-
introduktioner, fyra på Stockholmsbörsen och en på Londonbörsen. Tre av des-
sa var relaterade till fastighetsmarknaden. De börsintroduktioner som genom-
fördes av Securum innebar att omfattande tillgångsvärden realiserades, men
de svarar för mindre än hälften av de avyttrade tillgångarna. Fick Securum in
så mycket pengar som möjligt i sina fem börsintroduktioner?

Börsintroduktioner genomförs vanligen till ett visst underpris i förhållande
till den kurs som etableras när aktien börjar handlas på börsen. För Securums
introduktioner var dock rabatten i genomsnitt svagt negativ. Aktierna såldes
alltså ut till överpris, något som är ovanligt i samband med börsintroduktioner.
Den aggressiva initiala prissättningen kan möjligen förklaras med den starka
position Securum hade när man fastställde budpriset i förhandlingar med in-
vestmentbankerna.

Norrporten börsintroducerades otvivelaktigt vid en illa vald tidpunkt. Med
tanke på den uppenbara marknadsosäkerhet som rådde vid den tiden borde
Securum ha uppskjutit börsintroduktionen. Denna åsikt framfördes också av
rådgivarna men beaktades inte. Det var antagligen helt fel att ens överväga en

börsintroduktion av Norrporten, som vid denna tid var helt nybildat. Vi har kunnat påvisa inte bara att företagsledningen allmänt hade klart för sig att tidpunkten var felaktigt vald utan också att vinsterna kunde förväntas bli högre under de kommande åren på grund av åtgärder vidtagna av Securum. Norrporten kunde därför ha fått en högre värdering vid en senare tidpunkt. Det är möjligt att politiska faktorer, och ett behov av att visa sin vilja att sälja tillgångar, spelade en viktig roll vid timingen av Norrportens börsintroduktion.

Castellums börsintroduktion uppsköts däremot initialt på grund av marknadsturbulens och genomfördes inte förrän marknadsförutsättningarna hade förbättrats. Här kan man notera att utförsäljningen kunde ha genomförts till 18 procent högre kurs än den slutliga introduktionskursen. Securum skulle då ha fått in mera pengar och sålt ytterligare 10 procent av bolaget, totalt motsvarande 315 miljoner kronor vid tiden för börsintroduktionen.

Det är möjligt att Securum kunde ha fått in mera pengar, men man måste komma ihåg att Securums börsintroduktioner inte var de enda utförsäljningar som övervägdes av den svenska staten och att de utgör en ganska liten del av det totala värdet av potentiella framtida privatiseringar. Vid den aktuella tidpunkten började man t.ex. överväga börsnoteringen av Telia. Det bedömdes att om den svenska staten skulle börsnotera Telia skulle dess värde ensamt vara 15–20 gånger högre än alla Securums börsintroduktioner sammantagna. Vid sidan av Telia fanns ett antal andra privatiseringskandidater (t.ex. SSAB, Assi-Domän, Vattenfall, SBAB, Posten, Svenska Kraftnät, SJ, Banverket, SAS, Vaskronan etc.). Med tanke på detta tror vi att det antagligen var klokt att inte vara för aggressiv och därigenom äventyra de mycket större värden som kunde stå på spel i framtida privatiseringar.

8.4. Hur påverkades notan för skattebetalarna och för samhället?

En naturlig fråga som många ställer sig är: Hur mycket kostade bankkrisbekämpningen statskassan? En annan lika naturlig fråga är: Hur påverkades den kostnaden av Securums verksamhet?

Som svar på den första frågan har det gjorts beräkningar enligt vilka de samlade statsfinansiella kostnaderna för att bekämpa bankkrisen uppgick till 35 miljarder kronor (se kapitel 1). Ett svar på den andra frågan har getts i den informationsskrift där Securum presenterade sin verksamhet efter avslutad gärning. Där heter det:

Det ekonomiska utfallet för Securum inklusive Retriwa kan nu summeras. Totalt tilldelades bolagen ett kapital på 27,8 miljarder kronor, vilket förväntades bli förbrukat under projektets löptid. Kapitalet skulle täcka förutsedda, latent kreditförluster och löpande underskott, främst räntekostnader, för tiden fram till dess tillgångarna

avyttrades. ... När nu Securumprojektet avslutas kan närmare 14 miljarder kronor betalas tillbaka. Skattebetalarnas kostnad för finanskrisen har därigenom blivit väsentligt lägre än vad som förväntades när krisen pågick som intensivast.⁵

Ett sätt att tolka dessa siffror är att staten räknade med att notan skulle sluta på 49 miljarder, medan den i själva verket »bara« blev 35. Den tolkningen bygger dock på att staten verkligen förväntade sig att hela det egna kapitalet skulle förbrukas, medan det snarare var så att det egna kapitalet var så väl tilltaget att det skulle räcka även vid en maximalt ogynnsam utveckling. Återbetalningen på 14 miljarder kronor är då ett resultat i förhållande till vad som kunde ha befarats i värsta fall. Som mått på hur Securum sköttes säger den därför inte så mycket. Hur mycket som kunde återbetalas är ju uppenbart beroende av den allmänna ekonomiska utvecklingen. Utfallet enligt detta mått skulle således ha tett sig mindre lyckat om den allmänna konjunkturbedömningen vid projektets start varit mer positiv (och Securum därför tilldelats mindre kapital) eller om den dramatiska räntesänkningen och konjunkturåterhämtningen under resans gång uteblivit. En annan anledning till att en exercis med totalsiffror inte säger så mycket är att tidshorisonten är tämligen godtycklig. Det skulle t.ex. vara lätt att vända minus 35 miljarder till ett plus genom att utsträcka sluttidpunkten för kalkylen från 1997 till 2000.

De studier av olika sidor av Securums verksamhet som vi presenterat i denna bok ger underlag för ett annat och, som vi tycker, intressantare sätt att bedöma resultatet. De försöker svara på frågor av typen: hur hade utfallet påverkats om man hade gjort så i stället för så? I några fall, t.ex. vad gäller avvecklingsfasen, har vi försökt klä våra slutsatser i kvantitativa termer. Då kan en siffra som 14 (eller 35) miljarder kanske utgöra en naturlig referenspunkt. Exempelvis hade man genom att skjuta på avvecklingen av fastigheterna i två år kunnat lämna tillbaka 16 i stället för 14 miljarder till staten eller begränsa de samlade statsfinansiella kostnaderna (räknade fram till 1997) till 33 i stället för 35 miljarder.

Oberoende av referenssiffra kan fokuseringen på statsfinanserna ifrågasättas. Att minimera de statsfinansiella kostnaderna – eller att maximera det belopp som kunde återbetalas till staten i samband med bolagets avveckling – var visserligen ett naturligt operationellt mål för staten att ge till Securum. Men det innebär inte att det är ett naturligt samhällsekonomiskt mål att utvärdera Securums verksamhet emot. Effekterna på statens budget är förvisso relevanta ur ett vidare samhällsekonomiskt perspektiv. Höga skattesatser för nämligen med sig snedvridningar av olika slag – just de högskattesamhällets effekter på arbete och sparande som står i centrum för den skattepolitiska debatten. Därför finns det en direkt koppling mellan kostnaderna för staten och kostnaderna för samhällsekonomin; ju större budgetbelastning desto högre skattetryck

och desto större samhällsekonomiska kostnader. Men detta ger inte hela bilden.

Det finns flera anledningar till att effekter på budgetsaldot är en opålitlig indikator på Securum-projektets samhällsekonomiska konsekvenser. Vissa poster som påverkar statsfinanserna påverkar visserligen den samhällsekonomiska *effektiviteten* enbart genom att de påverkar skattetrycket. Vi har t.ex. funnit att Securum hävdade sina rättigheter gentemot de gamla ägarna. Därigenom åstadkom man en omfördelning av resurser från dessa aktörer till fördel för skattebetalarkollektivet, jämfört med om man varit mer eftergiven. Vi har också funnit en svag tendens till att Securum sålt sina fastigheter till priser som legat i underkant på rådande marknadspriser, vilket innebär att resurser omfördelats till fördel för köparna samtidigt som skattetrycket blivit högre än nödvändigt. I båda dessa exempel har Securums agerande således fått effekter på skattetrycket, men utan att i övrigt ge några positiva eller negativa verkningar på effektiviteten i ekonomin.

Andra poster som påverkar statsfinanserna kan samtidigt ha vidare effekter på effektiviteten i ekonomin; de är värdeskapande (eller -förstörande). När vi funnit att Securum bidragit till att höja rörelseresultatet i flera av de företag man tagit över, blir slutsatsen också att det samlade produktionsvärdet i ekonomin ökar samtidigt som det slår positivt på statsfinanserna. En sådan post kommer således in dubbelt i den samhällsekonomiska kalkylen, både direkt genom effekten på produktionsresultatet och indirekt genom effekten på skatten.

Åtgärder som påverkar statsfinanserna innebär också en omfördelning av resurser mellan kollektivet av skattebetalare och de motparter som mer direkt gynnas eller missgynnas. Securums verksamhet kan ha haft viktiga effekter på *inkomstfördelningen* i framför allt två avseenden. Det ena gäller den linje man följde gentemot sina gäldenärer. Vi har funnit tecken på att Securum varit marginellt mer benäget än andra kreditgivare att låta låntagare gå i konkurs snarare än att omförhandla lån på mjuka villkor. En del av kritiken mot Securums agerande i detta avseende skulle kunna tolkas som att man inte tillräckligt beaktat de personliga svårigheter som en konkurs orsakar för låntagaren. En mildare linje skulle ha gynnat dessa låntagare på skattebetalarkollektivets kostnad. Enligt vår uppfattning skulle det inte ha varit rimligt att staten bidragit till en sådan inkomstomfördelning. En annan omfördelning av resurser uppstår då utvecklingsbolaget säljer tillgångar till underpris. Vi har funnit svaga tecken på detta för fastigheterna. Vi kan heller inte utesluta sådana effekter vad gäller försäljningen av vissa industribolag, särskilt när man tänker på hur de sedan utvecklats i värde.

Det är naturligt att många efterlyser totalsiffror på vad bankkrisen och dess bekämpning kostade den svenska samhälls ekonomin. Men som vi konstaterat

är en sådan totalsiffra knappast meningsfull. Det är inte heller möjligt att kondensera de samhällsekonomiska effekterna av Securums verksamhet i en eller ett fåtal siffror. Vi har försökt att strukturera analysen och åstadkomma kvantifieringar på begränsade områden. Men till syvende og sidst måste de vägas samman med bedömningar av mer kvalitativ art. Vi hoppas att vår bok ger underlag för en sådan bedömning.

NOTER

INTRODUKTION

1. Liknelsen är inspirerad av Kane (1990).
2. Ingves och Lind (1998) ger en initierad beskrivning av händelseförloppet.
3. SOU 2000:66.
4. Prop. 1991/92:21 s. 6.
5. Prop. 1991/92:153, s. 4.
6. Prop. 1991/92:153, s. 3.
7. Skälen för det statliga ägandet av Nordbanken må ha skiftat genom åren. Den borgerliga regering som tillträdde på hösten 1991 hade dock före krisen sagt sig vilja sälja banken. Några andra samhällsekonomiska syften med ägandet än att bidra till ett stabilt betalningssystem fanns alltså inte under bankkrisen.

KAPITEL 1

1. Framställningen i detta kapitel bygger delvis på Englund (1999).
2. Se t.ex. Demirgüç-Kunt och Detragiache (1998) för en analys av orsakerna till dessa kriser.
3. Se t.ex. Wohlin (1998) och övriga bidrag i Ekonomisk Debatts temanummer om finanskrisen (nr 1 1998) samt Englund (1998). Se också Larsson och Sjögren (1995) och Pettersson (1993) för fylligare genomgångar.
4. Mätt med den TCW-vägda effektiva reala växelkursen; se Sveriges riksbank, Inflationsrapport, 1998:3, diagram R7.
5. Beräkningen av realräntan bygger på det förenklade antagandet att marginals-katten var konstant 50 procent fram till 1991 när den sänktes till 30 procent. För perioden före 1991 bortser vi alltså från skattesystemets progressivitet som gjorde marginals-katten på ränteavdrag beroende av den totala arbetsinkomsten. Vi bortser även från smärre variationer över tiden med en gradvis ökning av marginals-kattesatserna under 1970-talet och en sänkning mellan 1982 och 1985 som ett resultat av »den underbara nattens» skatte-reform.
6. Se Jonung (1993).
7. Enligt Leif Pagrotsky refererad av Reinius (1996) s. 15.
8. Pettersson (1993) figur 4.16.
9. Wallander (1994) s. 73.
10. Genom den s.k. Basel-överenskommelsen infördes 1990, med en övergångsperiod till 1993, nya regler, enligt vilka inteckningslån nu krävde en kapitaltäckning på 4 procent. Den nya hårdare behandlingen av fastighetskrediter väckte viss kritik i Sverige, men den medförde inga omedelbara problem för bankerna eftersom definitionen av kapitalbasen samtidigt vidgades; se t.ex. Pettersson (1993) s. 125f.
11. Kapitel 4 i Pettersson (1993), som bär titeln »Banker utan riskkultur«, innehåller en belysande diskussion av bankernas syn på risk vid denna tid.
12. Se t.ex. Japelli och Pagano (1989) för en internationell jämförelse.
13. Se s.k. Euler-ekvationsstudier av Japelli och Pagano (1989), Campbell och Mankiw (1991) och Agell och Berg (1996).
14. Se Berger m.fl. (1999) för en analys av bostadsfinansieringssystemet.

15. Att det förhöll sig så var naturligtvis ingen hemlighet för Riksbanken; se t.ex. af Jochnick (1987).
16. Kredit- och Valutaöversikt, Sveriges Riksbank, 1985:4, s. 15.
17. Dessa tal inkluderar inte mäklade lån. En del av ökningen berodde helt enkelt på att tidigare mäklade lån nu (i okänd omfattning) omvandlades till banklån. Den totala kreditexpansionen var alltså mindre än vad siffrorna för finansinstitutet anger.
18. Urwitz (2001) ifrågasätter styrkan i detta samband.
19. Under dessa år blåstes siffrorna upp av en växande utlåning i utländsk valuta som användes av kunderna för finansiella kronplaceringar (vad som ibland lite missvisande betecknas som räntearbitrage, trots att det handlade om en placeringsstrategi som, när den fasta växelkursen övergavs, visade sig vara så långt ifrån riskfri som det kan tänkas). Som Urwitz (2000) betonar var det i första hand större företag, oftast kunder i S-E-Banken eller Handelsbanken, som ägnade sig åt sådan verksamhet. Andelen utlåning i utländsk valuta framgår av *tabell A. 1*.
20. Siffrorna kommer från ett av de ledande hypoteksinstitutet (Spintab), men torde vara representativa för marknaden som helhet.
21. Se *tabell A. 1*.
22. Dennis (1998) s. 307 redovisar beräkningar gjorda av Riksbanken som indikerar att omkring 20 procent av valutalånen var kurssäkrade 1992.
23. Dessa siffror är baserade på Finansräkenskaperna från Statistiska centralbyrån. De visar en lägre tillväxttakt än bankstatistiken som ligger till grund för *figur 1.2* och *1.3*. Tidsmönstret med en tydlig ökning efter 1985 är emellertid detsamma.
24. Se Agell och Berg (1996) och Ekman (1997).
25. Enligt Finansräkenskaperna.
26. Se Edin, Englund och Ekman (1995).
27. Se t.ex. Jaffee (1994).
28. Indexet är baserat på fastighetsvärderingar. Alternativa indexberäkningar med statistiska metoder baserade på transaktionspriser tyder på en långsammare prisutveckling under början av 1980-talet. Se vidare *figur 7.1*.
29. Jämför Jaffee (1994) *figur 5.4*.
30. Dessa siffror är beräknade med hjälp av index över pris- och hyresutvecklingen samt en uppgift från Catella Property Management över direktavkastningen 1990.
31. Enligt Statistiska centralbyråns prisindex för småhus.
32. Småhus är mer homogena än kommersiella fastigheter, transaktionerna är fler och det finns uppgifter om fler fastighetsegenskaper.
33. Se också Berg (2000).
34. Detta är konsistent med samband mellan skuldsättning och husprisvolatilitet som påvisats för amerikanska bostadsmarknader av Lamont och Stein (1999).
35. Jennergren (2001) identifierar ett antal negativa nyheter om olika finansbolag vid denna tid och visar att så gott som ingen av dem hade någon statistiskt signifikant effekt på aktiekursindex för vare sig finansbolag, banker eller fastighetsbolag.
36. Krisen uppvisar en del likheter med krisen för brittiska »secondary banks» 1973; se Davis (1992) s. 152–153. Lika som finansbolagen hade dessa frodats i hägnet av regleringar för att sättas under konkurrenstryck när bankernas verksamhet avreglerades.
37. Citatet, som härrör från det skriftliga referatet från bankmötet, är taget från Pettersson (1993) s. 218.
38. Se vidare appendix för bankvis statistik över kreditförluster och en diskussion av mätproblem i detta sammanhang.
39. Som framgår av siffrorna i appendix tycks benägenheten att göra reservationer för befarade förluster ha skiljt sig åt mellan bankerna.
40. Samtliga övriga banker gick in i diskussioner med Bankstödsnämnden, även om dessa för S-E-Banken aldrig resulterade i något direkt stöd. De privata ägarna tillsköt i stället nytt aktiekapital för att säkerställa att kapitaltäckningskraven kunde uppfyllas.

41. Det föreligger stora problem att korrekt mäta och periodisera kreditförlusterna. Problemen är särskilt stora för de banker som omstrukturerades eller köptes upp. Således reglerades en stor del av förlusterna från Nordbankens krediter slutligen i Securum och Gota Banks krediter i Retriva, Securum och Nordbanken. Urwitz (2000, 2001) och Wallander (2000, 2001) diskuterar dessa och andra mätproblem. Slutsatsen synes vara att de kan ha betydelse för storleken på förlusterna men knappast för den relativa rangordningen bankerna emellan.
42. Se Wallander (1994) tabellerna 4 och 5. Begreppet definierades av Finansinspektionen och inkluderar lån till fastighets- och byggsektorn men också en del andra lån mot säkerheter i fastigheter.
43. Se prop. 1995/96:172 s. 21.
44. Se bet. 1990/91:KU30 s. 19.
45. Se t.ex. det brev som den tidigare chefen för PKbankens Stockholmsregion Bo Åberg skickade till Securums ledning i samband med att han avgick från en befattning inom Securum. Styrelseprotokoll Securum Finans AB 1993-03-30 bilaga 2 of.
46. Den 2 april 1993 gav Finansdepartementet advokat Otto Rydbeck i uppdrag att utreda frågan kring förutsättningarna för att väcka skadeståndstalan enligt 5 kap. 1 § bankrörelselagen (1987:617).
47. Vi vill tacka Anders Lindström och Kerstin Mitlid på Riksbanken som gjort dessa uppgifter tillgängliga för oss.
48. Se t.ex. Mishkin (1999) om Mexiko och Corsetti m.fl. (1999) om Asien.
49. Se Dennis (1998) s. 307ff.
50. Wallander (1994) utvecklar i bilaga 2, s. 157, hur utlåningen är beräknad i hans undersökning.
51. Se vidare avsnitt 4.2 för en diskussion av bokföringspraxis på området.
52. Stortingets granskningskommission (1998) s. 119.

KAPITEL 2

1. Prop. 1991/92:21 s. 6, 7.
2. I utskottsbehandlingen krävdes att det skulle tillsättas en oberoende utredare för granskning av kreditgivningen och kontrollsystemet i Nordbanken, främst vad gällde den s.k. »Nobelaffären«. Utskottet avlog de aktuella motionerna med hänvisning till bl.a. den utredning som styrelsen för Stockholms fondbörs den 27 september 1991 beslutat att genomföra av Nobelaffären. Utskottet ansåg vidare att det var Finansinspektionens uppgift att vidta sådana undersökningar. Se motion 1991/92:N3, motion 1991/92:N2 samt bet. 1991/92:NU04. Under riksdagsdebatten påpekades också att det saknades skriftligt beslutsunderlag i frågan samt att utskottet inte tagit del av några beräkningar utan att endast muntliga uppgifter hade inhämtats från Nordbankens ledning. Se prot. 1991/92:28.
3. Bet. 1991/92:NU04.
4. »Nya Nordbanken« dokumentnr 2826/92 inkommet till Finansdepartementet 1992-05-08.
5. Se Dagens Industri 1992-04-02.
6. Prop. 1991/92:153. Propositionen är således daterad dagen innan Nordbankens skrivelse registrerades hos Finansdepartementet. Uppenbarligen användes den som arbetsmaterial dessförinnan.
7. Jämför härvid dokumentet »Nya Nordbanken« och CS First Bostons beräkningar samt Finansinspektionens bedömning i Utredningsrapport 1992-05-08.
8. Rskr. 1991/92:352.
9. Dagens Nyheter 1992-05-10, signerad Per Afrell.
10. Se skr. 1993/94:238 s. 34 samt bilaga 1 s. 42. Detta syfte angavs dock inte i propositionen. I pressmeddelandet från Finansdepartementet anfördes att redan bildandet av Securum hade bidragit till att stabilisera fastighetsmarknaden.

11. I dokumentet »Nya Nordbanken« redovisades två alternativ till hur statens övertagande skulle genomföras. Det första gick ut på att staten genom en överenskommelse med Nobel Industrier och Nordbanken Fonder skulle öka sitt direkta ägande i Nordbanken till att överskrida 90 procent av antalet aktier och röster. Tanken var att en tvångsinlösen av de resterande aktierna därefter skulle genomföras. Staten kom sedermera att välja det andra alternativet med förvärv genom publikt bud och tvångsinlösen.
12. Prop. 1991/92:153 s. 4. Se även dokumentet »Nya Nordbanken«.
13. Ingves och Lind (1998) s. 53.
14. Styrelseprotokoll Securum AB 1992-11-19 och bilaga 50, McKinsey & Co »Organizing a Special Asset Bank«.
15. Svenska Dagbladet 1995-02-24, artikel med rubriken »Bonustöner väcker förvåning«.
16. Aftonbladet 1995-03-12, artikel med rubriken »Vi måste ha duktigt folk«.
17. Prop. 1992/93:135, bet. 1992/93:NU16, prot. 1992/93:48 samt rskr. 1992/93:155.
18. Prop. 1992/93:135 s. 40. Redogörelse för vidtagna åtgärder lämnades även årligen under perioden 1993–1995 i Bankstödskommitténs verksamhetsberättelser.
19. Se skr. 1993/94:61 samt skr. 1993/94:238 s. 37. Se även motion 1994/95:F208, motion 1994/95:N210 samt reservering nr 6 i bet. 1994/95:NU17. Kammaren biföll med acklamation utskottets hemställan att avslå motionerna. Jämför även prot. 1994/95:87.
20. Se skr. 1996/97:20 s. 102, skr. 1997/98:20 s. 20 samt Bankstödskommitténs verksamhetsberättelse 1994/1995 s. 2. Angående försäljningen, se prop. 1995/96:172.
21. Nordbanken AB:s årsredovisning för 1996 s. 18.
22. Securum AB:s årsredovisning för 1992 s. 3.
23. Dagens Nyheter 1992-05-10.
24. Se styrelseprotokoll Securum Finans AB 1992-12-09 samt bilaga 28a till detta protokoll.
25. Securum AB:s årsredovisning för 1992 s. 4 samt Finansdepartementets pressmeddelande 1992-12-22 bilaga 1a.
26. Värdena i CL4 är däremot inte underlag för köpeskillingen mellan Nordbanken och Securum som skedde till ett högre pris (uppgift i brev 1999-10-22 från Venantius). CL4 användes som en del i underlaget för kapitaliseringsbehov i Securum. Varje enskild CL4 godkändes av en kommitté med representanter för både Nordbanken och Securum.
27. Hämtat från rapporten »Nya Nordbanken«. Grundas på CS First Boston (Case 3) beräkningar på en omstrukturerad Nordbanken med en riskvägd balansomslutning på 185 miljarder kronor, vilket motsvarar 1991 års kreditvolym (nominellt belopp) efter avskiljning av krediter till Securum.
28. Analysen i avsnitt 2.2.3 och 2.2.4 bygger på Bergström, Eisenberg och Sundgren (2000).
29. Siffran bygger på de företag där årsredovisningar fanns tillgängliga (196 av de 217).
30. Tidpunkten för konkurs eller likvidation var inte känd för 17 företag i urvalet.
31. En orsak till att årsredovisningar saknas för år 1992 är att företaget ifråga försatts i konkurs redan år 1992 eller tidigare. En annan möjlig orsak är att företag ibland negligerar sin plikt att skicka sin årsredovisning till Patent- och Registreringsverket.
32. Av totalt 443 konkurser/likvidationer härstammar data från årsredovisningar för 1992 i 119 fall, för 1991 i 146 fall och för 1990 i 178 fall. Av totalt 217 rekonstruktioner används 211 årsredovisningar för 1992 och 3 vardera för 1991 och 1990.
33. Överlåtelseprocessen beskrivs närmare i kapitel 5.
34. Så anger t.ex. värdet för den första decilen att en tiondel av företagen har ett värde som representerar en bättre kvalitet på krediten (exempelvis lägre skuldsättningsgrad och högre räntetäckningsgrad) än medelvärdet.
35. Dessa siffror kan jämföras med värden för företag i allmänhet som senare kom att gå i konkurs. Bergström m.fl. (1998) undersökte ett företagsurval med 15 828 aktiebolag med fler än 20 anställda under tiden 1990–1994. De fann att medelvärdet på räntetäckningsgraden var 9,3 ett år innan företagen gick i konkurs. Aktiva företag – som varken försattes i konkurs eller fusionerades under analysperioden – hade ett medelvärde på

- 37.7. Det typiska kreditengagemanget som överfördes till Securum var således till och med klart sämre än medelvärdet för kommande konkursföretag i allmänhet.
36. Hur man gör obeståndsprognoser finns närmare presenterat i de flesta textböcker om bokslutsanalys (t.ex. Stickney och Brown, 1999 s. 628–643).
 37. Uppgifter om rekonstruktioner är hämtade från tidskriften *Veckans Affärer* och från information om att företaget börsstoppats på grund av rekonstruktion.
 38. Skr. 1992/93:251 s. 6.
 39. Beslutet togs den 2 augusti 1994 i Securum AB:s styrelse, och bekräftades av Bankstödsnämnden den 3 oktober samma år. Se styrelseprotokoll Securum AB 1994-10-13 bilaga 117.
 40. Se prop. 1991/92:153 s. 4 och skr. 1992/93:251 s. 6. Det ligger nära till hands att tolka denna formulering som att Securums tillgångar var övervärderade. Annars skulle de inte ge en avkastning under marknadsränta eller ytterligare kreditförluster när de såldes. Alternativt kan den tolkas som att så skulle bli fallet endast om vissa pessimistiska antaganden om ränteutveckling m.m. skulle visa sig vara riktiga, och att det egna kapitalet anpassades för att räcka till även i sådant fall.
 41. *Dagens Industri* 1992-12-23.
 42. *Sydsvenska Dagbladet* 1993-02-28.
 43. Styrelseprotokoll Securum AB 1994-06-28 samt 1994-08-31 bilaga 94a.
 44. Ett sådant »Support Letter» utfärdades i samband med det syndikerade lånet som omnämns nedan.

KAPITEL 3

1. Dziobek och Pazarbasioğlu (1998).
2. Se Klingebiel (2000) för en mer reserverad syn på hur avvecklingsbolag fungerat i olika länder.
3. Se Koskenkylä (2000) för en översikt.
4. Stortingets granskningskommission (1998) tabell 4.4.
5. Stortingets granskningskommission (1998) tabell 4.6.
6. Det har hävdats att de norska bankerna i själva verket hade ett positivt värde och att »nollningen» av aktievärdena därför var obefogad. Frågan har utretts av Stortingets granskningskommission (1998). Deras slutsats är att det är »hevet över rimelig tvil att aksjekapitalen i både Kreditkassen og Fokus Bank var tapt» (s. 15).
7. Stortingets granskningskommission (1998) s. 151.
8. Se Nyberg (1995) för en översikt.
9. Stortingets granskningskommission (1998) s. 262.
10. Citaten från Statsrådets redogörelse (1999) s. 25.
11. Statsrådets redogörelse (1999) s. 26.
12. Se t.ex. Pesola (2001) chart 3.
13. Den omfattande studie som genomförts inom Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC (1998), ger en uttömmande beskrivning av de olika åtgärder som vidtogs. Barth (1991), Kane (1989), White (1991) och Benston och Kaufman (1997) är exempel på kritiska vidräkningar med de inblandade myndigheternas hantering.
14. *Forbearance* har enligt ordboken den dubbla innebörden av overseende och uraktlåtenhet.
15. Se Barth och Litan (1998) s. 134.
16. Eftersom RTC:s uppdrag påminner mest om Securums är det naturligt att koncentrera framställningen på RTC.
17. The Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act (FIRREA).
18. FDIC (1998) s. 8.
19. Andelen avser FDIC och RTC, medan totalbeloppet även inkluderar tillgångar övertagna av FSLIC (FDIC, 1998 s. 28f). Observera att denna andel som avser tillgångsvärden är väsentligt lägre än de andelar som avser antalet engagemang som presenteras i tabell 3.2.
20. FDIC (1998) s. 31.

21. Marknadsvärdet bedömdes i sin tur av en värderingsman. Innebörden av restriktionen beror därför på graden av integritet i värderingsprocessen, och på värderingsmannens tolkning av begreppet marknadsvärde på en krismarknad med ofta fåtaliga transaktioner. Att prisgränsen senare sänktes tyder dock på att den verkligen uppfattades som en restriktion.
22. Denna premie avskaffades i kontrakt slutna efter 1992.
23. Se vidare diskussionen av prishildningen på fastighetsmarknaden i avsnitt 7.3.
24. Vi har valt att använda det neutrala ordet *avvecklingsbolag* i stället för den mer målande direktöversättningen *skräpbank* eftersom det bättre beskriver vad det handlar om. De underliggande panterna var sällan skräp, till skillnad från själva krediterna. Och framför allt var poängen med konstruktionen att ett *avvecklingsbolag* inte är någon bank och därigenom har en större handlingsfrihet i olika avscenden.
25. Se Macey (1999) s. 9f.
26. S-E-Bankens dotterbolag Svensk Fastighetskredit genomförde dock några värdepapperiseringar i begränsad skala redan i början av 1990-talet.
27. Macey (1999) betonar denna aspekt.
28. Det fanns ansatser till en uttagsanstormning mot Gota Bank under våren 1992. Sedan Sverige 1995 fått ett formellt system med insättningsgaranti framstår dock risken för uttagsanstormning som mindre aktuell. Se SOU 1998: 160 kapitel 5.2 för en närmare diskussion av uttagsanstormning och andra stabilitetsproblem hos banker.
29. Se t.ex. Bhidé (2000) för en aktuell översikt.
30. Scharfstein och Stein (2000) s. 2537.
31. En illustration av detta ges måhända av det faktum att S-E-Banken, som planerade att gå till sina aktieägare med en begäran om nytt kapital, gjorde förhållandevis små avsättningar för kreditförluster under 1991 och 1992, men redovisade betydande förluster längre fram. Detta mönster står i viss kontrast mot Nordbanken som gjorde stora avsättningar för befarade förluster på ett tidigt stadium och omfattande återföringar längre fram. Handelsbankens fördelning av kreditförluster över tiden ligger mellan dessa ytterligheter.
32. Kahn och Winton (2001) har nyligen i en teoretisk studie behandlat den mer allmänna frågan om det är optimalt för företag att dela upp verksamheten i olika juridiska enheter beroende på graden av risk för att på det viset minska betydelsen av att risk kan skiftas till långivarna. De finner att en uppdelning i ett högrisk- och ett lågriskföretag är lämplig om skillnaden i risknivå är stor mellan olika projekt och projektens lönsamhet inte är alltför hög. Som de själva påpekar har deras slutsats bl.a. bäring på frågan om *avvecklingsbolag*.
33. Om vi uppfattar Securum som en organisation inriktad på den senare typen av krediter, så var det en kostnad för den låntagare som fick sina krediter felaktigt hänförliga till Securum. Mot den bakgrunden är det särskilt viktigt att studera om Securum varit mer benäget att bidra till att företag försattes i konkurs än andra långgivare, en fråga som vi återkommer till i kapitel 5.
34. En kredit kan sägas upp om kredittagaren inte fullgör sina förpliktelser enligt skuldebrevet. Den kan också sägas upp om banken befarar att så kan bli fallet i framtiden eller om den bedömer att säkerheten för lånet inte är betryggande.
35. Se t.ex. Kane (1990).

KAPITEL 4

1. Av den norska granskningskommissionens rapport framgår att detta var en vanligt förekommande uppfattning i Norge. Kommissionen avfärdar dock denna förklaring till krisen, se Stortingets granskningskommission (1998) s. 123f.
2. Finansinspektionens författningssamling, FFFS; före 1 juli 1991 Bankinspektionens och Försäkringsinspektionens författningssamling, BFFS.
3. Basalkommittén (1998).

4. Av 16 § andra stycket bokföringslagen framgick att en ned- eller bortskriven fordran som var anläggningstillgång fick tas upp till sitt beräknade värde. Denna senare regel skall ses mot bakgrund av det generella förbudet i 15 § första stycket bokföringslagen mot att ta upp anläggningstillgång till högre värde än i föregående balansräkning. Enligt Finansinspektionen har det varit praxis att endast betalningar som bedöms vara mer än 50 procent sannolika kan tas upp som tillgång, se Finansinspektionen (1998) s. 2.
5. Finansinspektionen utgav 1996 ett allmänt råd med innebörd att lånefordringar för vilka det finns avsikt och förmåga att inneha fram till förfall (eller på lång sikt) skall klassificeras som finansiella anläggningstillgångar. Detta allmänna råd gäller således som komplement till 1995 års årsredovisningslag för kreditinstitut och värdepappersbolag.
6. 3 § i 1991 års föreskrift för kreditinstitutens årsredovisningar.
7. BFFS 1988:22, 1989:26 och 1990:18.
8. BFFS 1991:10.
9. Enligt Finansinspektionen skall 60-dagars regeln ses mot bakgrund av 16 § bokföringslagen och närmast uppfattas som en skyldighet att närmare pröva värdet på lån för vilka angivet dröjsmål med räntor och/eller amorteringar förelåg, se Finansinspektionen (1998) s. 3.
10. FFFS 1991:10; jämför likheten med vad som räknades till befarad förlust.
11. Vissa smärre ändringar gjordes i FFFS 1992:25, bl.a. att pantens värde även behövde täcka räntan på lånet och inte bara lånebeloppet.
12. FFFS 1991:10.
13. Finansinspektionen (1998) s. 3f.
14. Diskontering var ovanligt vid denna tid i redovisningen. Redovisningsrådet publicerade emellertid 1992 en rekommendation (RR 3) som innehåller krav på diskontering av »felförräntade» fordringar.
15. I det allmänna rådet 1993:13 definieras marknadsvärdet som det mest sannolika priset vid en försäljning på den öppna marknaden. Med detta avsågs en försäljning under ordnade former av varje enskilt objekt (ingen massutförsäljning). Marknadsvärdet kunde beräknas enligt direkt ortprismetod, indirekt ortprismetod och/eller genom en nuvärdesberäkning. Metoderna beskrivs översiktligt i det allmänna rådet. Dessa regler gällde oförändrade fram till 1995.
16. Se appendix till kapitel 1.
17. Detta avsnitt grundas på en undersökning som genomförts av Annika Melin, se Melin (2002).
18. Den syn på skyddsintressen som ligger till grund för gällande lag redovisas i Kreditmarknadskommitténs betänkande SOU 1988:29 s. 137 och 209. Se också Banklagskommitténs delbetänkande SOU 1998:160 för en mer aktuell diskussion.
19. Lagens ursprungliga förarbeten, som alltjämt till stora delar är relevanta, återfinns i NJA II 1934 s. 73. Se även SOU 1927:11 s. 42, 73 och 101 samt SOU 1932:30 s. 37, 39 och 49. Angående bankernas verksamhetsområde, se även SOU 1988:29 s. 132, 174 och 189. När vi i fortsättningen hänvisar till förarbetena är det som regel dessa som avses.
20. Definitionen ändrades år 1993 på grund av EG:s andra banksamordningsdirektiv. Ändringen medförde möjligen en viss utvidgning av bankernas verksamhetsområde, prop. 1992/93:89 s. 119. Inte heller den nya bankverksamhetsdefinitionen ger emellertid banken möjlighet att bedriva fastighets- och näringslivsverksamhet.
21. Som exempel på vad som avsågs med det senare kan nämnas utlåning, valutahandel, ställande av garantiförbindelser, factoring, leasing av lös egendom, rådgivning samt efter särskilt tillstånd värdepappersrörelse.
22. Prop. 1990/91:154 s. 52 och 92 samt SOU 1988:29 s. 212f.
23. Ds Fi 1987:13 s. 10. Jämför också prop. 1990/91:154 s. 55 samt SOU 1988:29 s. 224f och 232.
24. Prop. 1990/91:154 s. 55, SOU 1988:29 s. 225 och 232f samt Ds Fi 1987:13 s. 12. Den tillståndspraxis som finns på området visar dock att rekvisitet »till nytta för bankväsendet

- eller det allmänna» i praktiken inte tolkas så restriktivt som det var tänkt vid regelns tillkomst.
25. Innehaven får t.ex. inte överstiga 30 procent av kapitalbasen. Innehav i enskilda bolag får inte överstiga 5 procent av denna ram eller 5 procent av röstetalet för samtliga aktier i det aktuella bolaget. Efter tillstånd från Finansinspektionen kan dock det tillåtna röstetalet i ett enskilt bolag överskridas.
 26. Denna slutsats har bekräftats i samtal med Hans Schedin, Finansinspektionen, Bo Damberg, Handelsbanken, och med projektets referensgrupp.
 27. Prop. 1992/93:245 s. 24.
 28. Prop. 1992/93:245 s. 24.
 29. Lagen heter fr.o.m. 1997 lag om finansieringsverksamhet.
 30. Prop. 1992/93:89 s. 152f och prop. 1987/88:149 s. 13f.
 31. Prop. 1992/93:89 s. 120f, 152 och 219.
 32. Prop. 1990/91:154 s. 82.
 33. Med kvalificerat innehav avses ett direkt eller indirekt ägande som representerar 10 procent eller mer av kapitalet eller av samtliga röster. Kvalificerat innehav kan även föreligga i de fall då innehavet möjliggör ett väsentligt inflytande över ledningen i bolaget.
 34. Prop. 1990/91:154 s. 82.
 35. Vissa förändringar har dock genomförts fr.o.m. 1 juli 2000 (prop. 1999/2000:94).
 36. Denna praxis kodifierades genom 1 § FFFS 1998:31. Regeln är dock numera borttagen.
 37. Vid tiden för rekonstruktionen av Nordbanken gällde att 70 procent av skatteutjämningsreserven samt 70 procent av sådana reserver som uppkommit till följd av överavskrivningar på egendom som upplåtits till nyttjande fick inräknas.
 38. Enligt Baselkommitténs rekommendation utgörs det supplementära kapitalet av sådana tillskott som i princip uppfyller samma krav som primärt kapital utom såtillvida att det kan vara räntebärande. Är det räntebärande skall dock villkoren vara sådana att räntebetalningen kan skjutas upp om bankens resultat för visst eller vissa år inte medger räntebetalning.
 39. Se 2 kap. 2 § FFFS 2000:6. Motsvarande regel fanns dock inte i de föreskrifter som gällde 1992 (FFFS 1992:32).
 40. Se vidare Melin (2002). Beräkningarna grundas på Securums och Securus årsredovisningar för 1992 och Securus kapitaltäckningsrapport för samma år.
 41. Uppgifterna grundas på årsredovisningarna för 1992 och 1993 i Securus och Securus Finans, koncernredovisningarna för Securus för 1993 och 1994 samt kapitaltäckningsrapporterna för Securus Finans för 1992 och 1993.
 42. Vi har svårt att uppskatta hur stora tilläggsförvärv som erfordrades. Av Melins undersökning framgår att balansomslutningen i Securus-koncernen vid utgången av 1994 hade ökat med ca 18,3 miljarder kronor, Melin (2002). Bara en mindre del av detta belopp torde dock vara tilläggsförvärv.
 43. Som ovan beskrivits ändrades reglerna (precis som för bankerna) fr.o.m. 1995, och numera krävs bara konsoliderad kapitaltäckning i s.k. finansiella företagsgrupper. Däremot räknas innehavda aktier även i icke finansiella företagsgrupper som en placering i kreditmarknadsbolaget som kräver 8 procent kapitaltäckning.
 44. Kapitalkravet kunde till och med ha blivit större i en koncern med ett finansbolag som moderbolag. Detta beror på att då rekonstruktionsprocessen i Nordbanken startade hade ett finansbolag enligt huvudreglerna rätt att bedriva en mängd olika verksamheter och förvärva såväl fastigheter som aktier. Att medge undantag från reglerna om konsoliderad kapitaltäckning för bolag inom koncernen med hänvisning till att de skulle ha varit *verksamhetsfrämjande* synes inte ha varit möjligt.
 45. Melin (2002).
 46. Detta avsnitt grundas på en undersökning som genomförts av Claes Norberg, se Norberg (2002).
 47. Detta avsnitt grundas på en undersökning som genomförts av Catrin Karlsson, se Karlsson (2002).

48. Det bör tilläggas att inte heller nu gällande konkurrenslag innehåller någon reglering av statliga stöd.
49. Lag (1993:765) om statligt stöd till banker och andra kreditinstitut respektive Förordning (1993:215) om statligt stöd till banker och andra kreditinstitut.
50. Prop. 1992/93:135 s. 40.
51. Se avsnitt 2.2.1.

KAPITEL 5

1. En utförligare diskussion av de intressekonflikter som kan uppstå vid kreditgivning och det nätverk av normer som lagstiftern byggt upp för att mildra dessa problem finns i Bergström och Samuelsson (2001).
2. Securum AB:s årsredovisning för 1993 s. 14.
3. Securum Lagerbolag 6 AB:s årsredovisning för 1994.
4. Styrelseprotokoll Securum Finans AB 1994-02-15 bilaga 9.
5. Uppgifterna kommer från Jan Engström, tidigare chef för Securum Finans AB västra regionen. PM angående »Bonussystem inom Securumgruppen – bakomliggande överväganden« (1999-02-08 samt 1999-06-08).
6. I de fall en hel handlingsplan inte ansågs nödvändig, till exempel för en del mindre bolag vilka redan hade gått i konkurs, betecknades besluten enbart som ett kreditbeslut. Även dessa finns protokollerade och arkiverade.
7. Styrelseprotokoll 1993-08-24 Securum Finans AB. Det framhölls vidare vid detta möte att en smidigare arbetsordning med tillgångsbolagen samt ett väl fungerande flöde mellan kundansvariga, kontor och ekonomiavdelning borde eftersträvas.
8. Styrelseprotokoll 1993-06-16 Securum AB § 79.
9. Styrelseprotokoll 1993-10-05 Securum Finans AB bilaga 63.
10. Styrelseprotokoll 1993-11-17 Securum AB § 134.
11. Svenska Dagbladet 1998-09-07. I artikeln refereras till inslag i radioprogrammet »Efter tolv«.
12. Svenska Dagbladet 1998-09-07, artikel med rubriken »Bankkrisen: Stödet till Nordbanken«.
13. Analysen i detta avsnitt bygger på beräkningar som återfinns i Bergström, Eisenberg och Sundgren (2000).
14. Enligt uppgifterna i Jan Engströms PM »Bonussystem inom Securumgruppen – bakomliggande överväganden« upprättades budgeten och formulerades avvecklingsmålen under hösten 1993.
15. Dessa modeller, till skillnad från de obeståndsprognosmodeller vi utnyttjade i kapitel 2, prognostiserar konkurser och likvidationer.
16. Den modell Altman (1993) använder för icke publika bolag består av följande fem nyckeltal:
 $X_1 = \text{Rörelsekapital/totala tillgångar}$
 $X_2 = \text{Balanserade vinstmedel/totala tillgångar}$
 $X_3 = \text{Vinst före räntor och skatter/totala tillgångar}$
 $X_4 = \text{Bokföringsvärdet på egna kapitalet/bokföringsvärdet totala skulder}$
 $X_5 = \text{Försäljning/totala tillgångar}$
 Konkursindikatorns värde (Z-värdet) beräknas som:
 $Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5$
 Om Z-värdet är högre än 2,90 klassificeras företaget som icke konkursföretag, om Z-värdet är lägre än 1,23 klassificeras företaget som kommande konkursföretag, och i de fall Z-värdet ligger mellan 2,90 och 1,23 befinner sig företaget i en »grå zon«.
17. Analysen i detta avsnitt bygger på beräkningar som återfinns i Bergström, Eisenberg och Sundgren (2000).
18. Jämför Brealey och Myers (1991) s. 444.
19. Skillnaden var dock inte signifikant skild från noll, prob-värde = 0,12.
20. Bergström och Sundgren (1999) s. 43-47.

1. Securum AB:s årsredovisning för 1993 s. 15.
2. Dagens Industri 1994-06-16.
3. Styrelseprotokoll Securum AB 1993-03-11 bilaga.
4. Securum Förvaltnings AB:s årsredovisning för 1994 s. 1.
5. Styrelseprotokoll Securum AB 1993-03-11 bilaga.
6. Styrelseprotokoll Securum AB 1994-05-26 bilaga 75.
7. Styrelseprotokoll Securum AB 1994-06-28.
8. Skr. 1993/94:61 s. 7 samt skr. 1993/94:238 s. 21. Jämför även Bankstödsnämndens verksamhetsberättelse 1 maj-30 juni 1993 s. 12.
9. Skr. 1993/94:238 bilaga s. 43 och 45f.
10. Pressmeddelande 1994-04-19.
11. Pressmeddelande 1994-06-13.
12. Enligt de taxeringsvärden som gällde 1998, och som avspeglar marknadsvärden vid de tidigare tidpunkter då taxeringarna gjordes, var det totala taxeringsvärdet för alla kommersiella fastigheter i Sverige 1 503 miljarder kronor – bostadsfastigheter 499 miljarder, lokalfastigheter 526 miljarder, industrifastigheter 271 miljarder och övriga kommersiella fastigheter 207 miljarder. Eftersom taxeringsvärdena skall utgöra tre fjärdedelar av marknadsvärdet motsvarar detta ett uppskattat marknadsvärde på ca 2 000 miljarder kronor.
13. Läkretsen 1&4 AB:s årsredovisning för 1993 (Securum Hotell och Turism AB ändrade namn till Läkretsen 1&4 AB fr.o.m. oktober 1993 varvid ett nytt bolag bildades med namnet Securum Hotell och Turism AB) samt Securum AB:s årsredovisning för 1993 s. 31.
14. Policydokument för Securums fastighetsförvaltande bolag från november 1992. Citat från Bengtsson och Polesie (1998) s. 28.
15. Se Cronqvist, Högfjeld och Nilsson (2001).
16. Historien kring bildandet av Castellum tecknas av Bengtsson och Polesie (1998).
17. Beslut i Securums styrelse 1994-05-26, citerat från Bengtsson och Polesie (1998) s. 87.
18. Citat ur Securums strategiplan från Bengtsson och Polesie (1998) s. 104.
19. Avsnittet baseras på Bergström och Sundgren (2002). Våra diskussioner med Andrejs Cakste har haft ett avgörande inflytande på studiens utformning.
20. Dala Djupgas, Esselte, IBS och Scribona är inte inkluderade i denna siffra. Addum ägde endast en minoritet av aktierna i dessa företag.
21. I några fall täckte företagets finansiella redovisning mer eller mindre än 12 månader. Den faktiska tidsrymden mellan två observationer kan således vara längre eller kortare än ett år (vanligtvis längre).
22. 1989 betraktades 50 procent av obeskattade reserver som uppskjutna skatteskulder och drogs därför ifrån när soliditeten beräknades. Motsvarande nivå var 30 procent 1990 till 1996. Dessa justeringar motsvaras av de beräkningar som gjorts av Statistiska centralbyrån (SCB). Branschnyckeltal inhämtades från SCB:s företagsstatistik, publikationerna *Nyckeltal 1989–1996. Samtliga branscher på grov nivå*. Nyckeltalen avser branscher på 3–4 siffrig SIC-nivå för företag med fler än 20 anställda. För att få de finansiella nyckeltalen jämförbara med branschtalen, beräknades dessa på samma sätt som SCB gör. SCB:s branschklassificering ändrades under 1994. Denna ändring kan ha förorsakat en del skillnader i branschnyckeltal som beror på omklassificeringar av branscher och inte på förändringar hos resultaten hos företag i branschen. Vi tror emellertid att denna effekt är liten eftersom förändringarna vad gäller branschklassificering var ganska obetydliga.
23. Se t.ex. Ohlson (1980).
24. Jämför Petersen och Rajan (1994).
25. Se t.ex. Rajan och Winton (1995).
26. Spearman's rangkorrelationskoefficient mellan antalet nya styrelseledamöter i relation till det totala antalet ledamöter och den andel av aktierna som ägdes av tillgångsbolagen efter omorganisationen är 0,533.

27. 17 av 28 företag hade fem ägare eller färre. De flesta av dessa leddes antagligen av sina ägare. Tre företag ägdes av ett annat företag och ägarstrukturen i det företaget var inte känd. Av resterande företag hade fyra fler än fem ägare och tre var börsnoterade (eller var dotterbolag till publika bolag). Information om ägarstruktur saknades för det sista företaget.
28. Medianomsättningen från företagen med ett bonusprogram var 118,8 miljoner kronor och medianomsättningen för företag utan bonusprogram var 27,7 miljoner kronor mätt ett år efter omorganisationen.
29. Wruck (1990).
30. Denna information hämtades från Addums styrelseprotokoll och från Kramos årsredovisning.
31. Redovisningsbaserade lönsamhetsmått har använts i flera tidigare studier för att identifiera förbättringar i företagets resultat som följd av skuldfinansierade utköp från börsen och rekonstruktion enligt Chapter 11. Se t.ex. Smith (1990), Muscarella och Vetsuypens (1990) angående skuldfinansierade utköp samt Hotchkiss (1995) och Andrade och Kaplan (1998) angående rekonstruktioner.
32. Theodore Eisenberg har här hjälpt till med beräkningarna.
33. Listorna på företag i tabell 6.2 och tabell A.1 kommer från olika datakällor. Det förekommer en viss inkonsistens mellan tabellerna. Några företag i tabell 6.2 finns inte med i tabell A.1 och vice versa. I åtminstone något fall beror detta på namnbyte.

KAPITEL 7

1. Prop. 1991/92:153 s. 5.
2. Styrelseprotokoll Securum AB 1994-05-09 samt bilaga 58a till detta protokoll.
3. Styrelseprotokoll Securum AB 1994-05-09.
4. Styrelseprotokoll Securum AB 1995-10-12.
5. Prop. 1996/97:150 s. 131.
6. Morgan Stanley, Securum AB, Information Memorandum, Stockholm, September 1994 s. 70.
7. Inbjudan till förvärv av Nobelpharma AB 1993-12-22 s. 2.
8. Nobelpharma var ursprungligen noterat på börsens O-lista, men noterades på A-listan den 4 november 1994.
9. Pressmeddelande 1996-01-09.
10. Affärsvärlden 1997-01-15.
11. Prop. 1992/93:50 samt bet. 1992/93:FiU1.
12. Motion 1993/94:N305, motion 1993/94:N281, bet. 1993/94:NU16 samt prot. 1993/94:87.
13. Bet. 1994/95:NU02.
14. Styrelseprotokoll Securum AB 1995-10-12.
15. Styrelseprotokoll Securum AB 1996-01-31 bilaga.
16. Westmarin, som ingick i förvärvet, var i mars 1996 mycket nära konkurs. Detta resulterade i att avtalet mellan Industri Kapital och Securum omförhandlades. Parterna kom överens om att Securum Aktier AB skulle förvärva Westmarin och ytterligare ett bolag i Addumgruppen, nämligen Daros. Köpeskillingen för Addumgruppen reducerades därmed till 1 710 Mkr. Avtalet gav dock Securum Aktier AB rätt att sälja Westmarin och Daros tillbaka till Addum. (Styrelseprotokoll Securum AB 1996-05-10 bilaga 36b och bilaga 38).
17. Ändringen av bolagets firma genomfördes i mars 1994.
18. Pressmeddelande 1994-04-28.
19. Pressmeddelande 1996-07-02, styrelseprotokoll Securum AB 1996-07-02 bilaga 45 och styrelseprotokoll Securum AB 1996-10-07.
20. Pressmeddelande 1996-12-13.

21. Styrelseprotokoll Securum AB 1996-11-23.
22. Styrelseprotokoll Securum AB 1996-11-23 bilaga 65a.
23. Pressmeddelande 1997-04-03.
24. Prot. 1996/97:118.
25. Prop. 1996/97:150 s. 131.
26. Se t.ex. Campbell m.fl. (1997) kap. 2 för en översikt.
27. Dessa mönster är statistiskt väl belagda för priser på småhus; se t.ex. Meen (2000) för England, Malpezzi (1999) för USA och Hort (1998) för Sverige. För hyresfastigheter är det statistiska underlaget mycket sämre varför det saknas solida ekonometriska studier; se dock Pyhrri m.fl. (1999) för en översikt över kunskapsläget, samt Grenadier (1995) och Wheaton (1999) för olika förklaringar till det observerade mönstret.
28. Cronqvist, Högfeldt och Nilsson (2001).
29. En studie redovisad i Lind (1998) tyder på att fastighetsvärdering under slutet på 1980-talet delvis byggde på orealistiska framtidsförväntningar.
30. Sedan 1997 publicerar Svenskt Fastighetsprisindex AB efter internationell förebild (IPD i London) ett sådant index för Sverige baserat på värderingar av fastighetsbestånden hos medlemsföretag som tillsammans representerar en stor del av den svenska marknaden.
31. Självfallet använder även värderingsmän löpande dessa uppgifter, men kopplingen från transaktionspris till uppskattat marknadsvärde är inte lika tydlig som i en statistisk analys.
32. Detta problem gäller naturligtvis i praktiken även för ett värderingsbaserat index. Låg omsättning uppfattades som ett problem när bankernas fastighetspanter skulle värderas i samband med bankkrisen (se Valuation Board, 1994, s. 17). I våra data finner vi dock inte att antalet försäljningar gick ned under dessa år.
33. Problemet med s.k. »appraisal smoothing« har blivit föremål för omfattande analys i den akademiska litteraturen; se t.ex. Geltner och Miller (2000) kap. 25.
34. Se Valuation Board (1994) s. 8.
35. I SCB:s statistik indelas hyresfastigheter efter användningen i lokal- och bostadsfastigheter.
36. Index är skattade med standardfel på så mycket som 20 procent.
37. Tabellen bygger på hedoniska regressioner för hela södra resp. norra Sverige, där olika delmarknader inom respektive område representeras av dummyvariabler, en för varje A-region. Härigenom fångar den upp regionala olikheter i prisnivå inom området, men inte skillnader i utvecklingstakt.
38. Uppskattningsvis kan bolagsförsäljningar svara för 2/3 av alla fastighetsförsäljningar medan de försäljningar som registreras i lagfartregistret utgör ca 1/3.
39. Det finns heller inga större skillnader mellan lokal- och bostadsfastigheter eller mellan olika regioner. Däremot gick omsättningen ned kraftigt på småhusmarknaden, med över 40 procent mellan 1991 och 1992, en nedgång som säkert delvis förklaras av att möjligheten att skjuta upp betalning av reavinstskatt togs bort som en del av 1991 års skattereform.
40. Securum AB:s årsredovisning 1993 s. 11.
41. Fastigheterna var i allmänhet bokförda till uppskattade marknadsvärden. Det samlade taxeringsvärdet på alla hyresfastigheter enligt 1994 års taxering var 771 miljarder kronor, vilket motsvarar ett marknadsvärde på ca 1 200 miljarder.
42. Beräkningarna använder index från *tabell 7.1* sammanvägda till ett nationellt index. Vägningstal utgörs av respektive marknads andel av samtliga transaktioner.
43. Observera att basen för beräkningarna här är bolagens värde snarare än bara fastigheters värde, vilket återges i *tabell 7.3*.
44. Siffrorna härrör från Hansen och Norlin (1999) appendix A, som bygger på beräkningar från Leimdörfer & Partners. Vid denna tidpunkt var den genomsnittliga substansrabatten i stort sett noll, bortsett från skatteeffekten (se not 46).

45. Avkastningen blir dubbelbeskattad. I ovan angivna siffror är substansvärdet beräknat efter avdrag av uppskattad skatteskuld. En skattemässig fördel med bolagsformen är att fastigheter kan säljas utan lagfartskostnader.
46. Framför allt användes auktioner för mindre och udda fastigheter. Under 1992 och 1993 sålde FDIC 383 fastigheter på auktion för sammanlagt 725 miljoner dollar, vilket motsvarade 88 procent av uppskattat marknadsvärde; se FDIC (1998) kap. 13. Nanda m.fl. (1997) studerar hur kurserna på de köpande företagens aktier reagerat när resultat från auktioner blivit kända. De finner inga tecken på kursreaktioner, vilket borde ha blivit fallet om priserna legat under marknadspris.
47. Utöver hyresfastigheter sålde Securumkoncernen också 303 industrifastigheter, 176 småhus, 16 lantbruk och 14 s.k. specialfastigheter samt 43 fastigheter utan fastighetstyp angiven i registret.
48. För en fjärdedel av försäljningarna, gjorda under 1993 och 1994, hade vi endast tillgång till 1988 års taxeringsvärde. Vi studerade dessa i en särskild regressionsekvation. Resultaten blev ungefär desamma, men den statistiska precisionen blev sämre.
49. I regressionen med 1988 års taxeringsvärden blev värdet på regressionskoefficienten för Securumindikatorn något mer negativt ($-0,093$), men den statistiska precisionen är så mycket sämre att det inte går att dra några slutsatser av detta.
50. Detta avsnitt är till stora delar baserat på material framtaget av Grumme och Hertsius (1999).
51. Loughran, Ritter och Rydqvist (1994).
52. Eriksson och Runnqvist (1997).
53. Denna hypotes får stöd i en studie av svenska börsintroduktioner av Hansson och Larsson (1994). De fann att introduktionsrabatten var signifikant högre ju högre risken i emissionen bedömdes vara.
54. Ritter (1998).
55. BZW är en »merchant bank«, medan Cazenove är en mäklarfirma. En merchant bank är ett (brittiskt) finansinstitut som i huvudsak sysslar med rembursaffärer och emissionsverksamhet, medan en mäklarfirma är ett finansinstitut som sysslar med att köpa och sälja värdepapper på kommission för kunders räkning.
56. Eriksson och Runnqvist (1997).
57. Se Grumme och Hertsius (1999).
58. Quick Facts, Stockholmsbörsen 1998.

KAPITEL 8

1. Styrelseprotokoll Securum AB 1992-11-19.
2. Uttrycket ger associationer till en snabb och brutal hantering. Enligt uppgift från Securums verkställande direktör Jan Kvarnström kommer det från godshanteringen på Arlanda flygplats.
3. För en översikt av ett antal studier av rekonstruktionslagstiftning, se Thorburn (1997).
4. Styrelseprotokoll Securum AB 1994-05-09.
5. Securum AB 1992-1997 s. 3.

REFERENSER

- af Jochnick, K. (1987), »Kreditmarknaden första året utan utlåningstak«, *Kredit- och Valutaöversikt* 1987:1, s. 5–19.
- Altman, E. (1993), *Corporate Financial Distress and Bankruptcy. A Complete Guide to Predicting and Avoiding Distress and Profiting from Bankruptcy*. 2:a upplagan. New York: John Wiley & Sons.
- Andrade, G. och S. Kaplan (1998), »How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed«, *Journal of Finance*, vol. 53, s. 1443–1493.
- Agell, J. och L. Berg (1996), »Does Financial Deregulation Cause a Consumption Boom?«, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 98, s. 579–601.
- Angelin, K. och P. Jennergren (1998), »Partner Leasing in Sweden. A Case Study in Financial Innovation and Re-regulation«, *Finnish Economic Papers*, vol. 11, s. 3–18.
- Barth, J. R. (1991), *The Great Savings and Loan Debacle*. AEI Special Analyses 91-1. Washington, D.C.: University Press of America.
- Barth, J. R. och R. E. Litan (1998), »Lessons from Bank Failures in the United States«, i Caprio G. m.fl. (red.), *Preventing Banking Crisis: Lessons from Recent Global Bank Failures*. Washington, D.C.: The World Bank.
- Baselkommittén (1998), »Sound Practices for Loan Accounting, Credit Risk Disclosure and Related Matters«, *Basel Committee Publications*, nr 43.
- Bengtsson, N. och T. Polesie (1998), *Från fastighetskris till Castellum – en studie av gestaltning och styrning*. Stockholm: SNS Förlag.
- Benston, G. J. och G. G. Kaufman (1997), »FDICIA After Five Years«, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, s. 139–158.
- Berg, L. (2000), »Småhuspriser på andrahandsmarknaden – samvariation, påverkan och bestämningsfaktorer«, i Lindh, T. (red.), *Prisbildning och värdering av fastigheter*. Forskningsrapport 2000:4. Institutet för bostads- och urbanforskning, Uppsala universitet.
- Berger, T., P. Englund, P. H. Hendershott, och B. Turner (2000), »The Capitalisation of Interest Subsidies: Evidence from Sweden«, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 32, s. 199–217.
- Bergström, C. och P. Samuelsson (2001), *Aktiebolagets grundproblem*. Stockholm: Norstedts Juridik.
- Bergström, C., T. Eisenberg och S. Sundgren (2000), »Överföringen, omvandlingen och förvaltningen. En empirisk analys av Securum«, Arbetspapper, Handelshögskolan i Stockholm.
- Bergström, C. och S. Sundgren (1999), »Förmånsrättens teori och empiri«, bilaga i SOU 1999:1, *Nya förmånsrättsregler. Del II*. Huvudbetänkande av Förmånsrättskommittén. Stockholm: Fakta Info Direkt.
- Bergström, C. och S. Sundgren (2002), »Restructuring Activities and Changes in Performance Following Financial Distress – A Study of Twenty-eight Firms That Failed during the Swedish Financial Crisis of the 1990s«, SNS Occasional Paper nr 88.
- Bhide, A. (1993), »Reversing Corporate Diversification«, i Chew Jr., D. H. (red.), *The New Corporate Finance – Where Theory Meets Practice*. New York: McGraw-Hill.
- Björklund, K. och P. Englund (2002), »Identity of Buyer and Seller and Property Transaction

- Prices», SNS Occasional Paper nr 92.
- Björklund, K. och B. Söderberg (1999), »Property Cycles, Speculative Bubbles, and the Gross Income Multiplier«, *Journal of Real Estate Research*, vol. 18, s. 151–174.
- Brealey, R.A. och S.C. Myers (1991), *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill International Edition.
- Campbell J. Y., A. W. Lo, och A. C. MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press.
- Campbell, J. Y. och G. Mankiw (1991), »The Response of Consumption to Income: A Cross-country Investigation«, *European Economic Review*, vol. 35, s. 723–756.
- Corsetti, G., P. Pesenti och N. Roubini (1999), »What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?«, *Japan and the World Economy*, vol. 11, s. 305–373.
- Cronqvist, H., P. Högfeldt och M. Nilsson (2001), »Why Agency Costs Explain Diversification Discounts«, *Real Estate Economics*, vol. 29, s. 85–126.
- Davis, E. P. (1992), *Debt, Fragility and Systemic Risk*. Oxford: Clarendon Press.
- Demirgüç-Kunt, A. och E. Detragiache (1998), »Financial Liberalization and Financial Fragility«, IMF Working Paper 98/83.
- Dennis, B. (1998), *500 procent*. Stockholm: Dagens Nyheter's Förlag.
- Ds Fi 1987:13, *Auktorisation av finansbolag m.m.* Finansdepartementet. Stockholm: Allmänna Förlaget.
- Dziobek, C. och C. Pazarbaşıoğlu (1998), »Lessons from Systematic Bank Restructuring«, *Economic Issues*, nr 14, International Monetary Fund.
- Edin, P.-A., P. Englund och E. Ekman (1995), »Avregleringen och hushållens skulder«, i Berglöf, E. m.fl., *Bankerna under krisen*. Fyra rapporter till bankkriskommittén. Stockholm: Fritzes.
- Ekman, E. (1997), »Consumption and Savings over the Life-Cycle«, i Ekman, E., *Household and Corporate Behaviour under Uncertainty*. Economic Studies 29. Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Englund, P. (1998), »Var avregleringen av kreditmarknaden en efterfrågechock?«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, s. 367–381.
- Englund, P. (1999), »The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences«, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, nr 3, s. 80–97.
- Enström, R. (2002), »Price Indexes for Income Properties in Sweden 1980–2000«, SNS Occasional Paper nr 93.
- Eriksson, A. och L. Runnquist (1997), »Why Do Companies Go Public? – Results from a Qualitative Study of the Swedish IPOs in the 1990s«, magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- FDIC (1998), *Managing the Crisis. The FDIC and RTC Experience*. Washington, D.C.: The Federal Deposit Insurance Corporation.
- Finansinspektionen (1998), »Regler för svenska bankers lånevärdering 1988–1995«, PM 1998-02-13 (dnr 7544-97-001).
- Geltner, D. och N. G. Miller (2000), *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Gilson, S. (1997), »Transaction Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms«, *Journal of Finance*, vol. 52, s. 161–196.
- Grenadier, S. (1995), »Persistence of Real Estate Cycles«, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 11, s. 95–115.
- Grumme, F. och G. Hertsius (1999), »Securum: A Study of Five IPOs«, magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm.

- Hansen, A. och M. Norlin (1999), »Discounts on Swedish Real Estate Companies«, magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- Hansen, S. och S. Lindberg, (1997), »Agency Costs, Financial Deregulation, and Corporate Investment – An Euler Equation Approach to Panel Data for Swedish Firms«, Arbetspapper 1997:20, Nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Hansson, P. och E. Larsson (1994), »Asymmetrisk information och underprissättning vid börsintroduktioner«, magisteruppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
- Hodgman, D. (1976), *Selective Credit Controls in Western Europe*. Kansas City: Association of Reserve City Bankers.
- Hort, K. (1998), »The Determinants of Urban House Price Fluctuations in Sweden 1968–1994«, *Journal of Housing Economics*, vol. 7, s. 93–120.
- Hotchkiss, E. (1995), »Postbankruptcy Performance and Management Turnover«, *Journal of Finance*, vol. 50, s. 3–21.
- Ingves, S. och G. Lind (1998), »Om att hantera en bankkris«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, s. 41–54.
- Jaffee, D. M. (1994), *Den svenska fastighetskrisen*. Stockholm: SNS Förlag.
- Japelli, T. och M. Pagano (1989), »Consumption and Capital Market Imperfections: An International Comparison«, *American Economic Review*, vol. 79, s. 1088–1105.
- Jennergren, P. (2001), »The Swedish Finance Company Crisis – Could It Have Been Anticipated?«, SSE/EFI Working Paper in Business Administration 2001:6, Handelshögskolan i Stockholm.
- Jennergren, P. och B. Näslund (1998), »Efter bankkrisen: Vad blev notan för skattebetalarna?«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, 69–76.
- Jonung, L. (1993), »Riksbankens politik 1945–1990«, i Werin, L. (red.), *Från räntereglering till inflationsnorm*. Stockholm: SNS Förlag.
- Kahn, C. och A. Winton (2001), »Moral Hazard and Optimal Subsidiary Structure for Financial Institutions«, Working Paper, Finance Department, University of Minnesota.
- Kane, E. (1989), *The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?* Washington, D.C.: Urban Institute Press.
- Kane, E. (1990), »Principal-Agent Problems in S&L Salvage«, *Journal of Finance*, vol. 45, s. 755–764.
- Karlsson, C. (2002), »Nordbanken och den svenska bankkrisen ur ett konkurrensrättsligt perspektiv«, SNS Occasional Paper nr 90.
- Klingebiel, D. (2000), »The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experiences«, Working Paper nr 2284, World Bank.
- Koskenkylä, H. (2000), »The Nordic Countries' Banking Crises and the Lessons Learned«, Bank of Finland Financial Markets Department, Arbetspapper 6/00.
- Lamont, O. och J. C. Stein, (1999), »Leverage and House-Price Dynamics in U.S. Cities«, *Rand Journal of Economics*, vol. 30, s. 498–514.
- Larsson, M. och H. Sjögren (1995), *Vägen till och från bankkrisen*. Stockholm: Carlssons Bokförlag.
- Lind, H. (1998), »Bubblor och beslutsunderlag: Fastighetsvärderingar under boomen 1985–1990«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, s. 31–40.
- Loughran, T. och J. R. Ritter (1995), »The New Issues Puzzle«, *Journal of Finance*, vol. 50, s. 23–51.
- Loughran, T., J. R. Ritter och K. Rydqvist (1994), »Initial Public Offerings: International Insights«, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 2, s. 165–200.

- Macey, J. R. (1999), »Are Bad Banks the Solution to a Banking Crisis?«, SNS Occasional Paper nr 82.
- Malpezzi, S. (1999), »A Simple Error Correction Model of House Prices«, *Journal of Housing Economics*, vol. 8, s. 27–62.
- Meen, G. (2000), »Housing Cycles and Efficiency«, *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 47, s. 114–140.
- Melin, A. (2002), »Nordbankens begränsningar – Securums handlingsfrihet. Valet att bilda Securum ur ett bankrättsligt perspektiv«, SNS Occasional Paper nr 91.
- Mishkin, F. S. (1999), »Lessons from the Tequila Crisis«, *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, s. 1521–1533.
- Muscarella, C. och M. Vetsuypens (1990), »Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs«, *Journal of Finance*, vol. 45, s. 1389–1414.
- Nanda, S., J. E. Owens och R. C. Rogers (1997), »An Analysis of Resolution Trust Corporation Transactions: Auction Market Process and Pricing«, *Real Estate Economics*, vol. 25, 271–294.
- Norberg, C. (2002), »Hur påverkas ansvaret för kreditförluster i banker av bildandet av bad banks?«, SNS Occasional Paper nr 89.
- Nyberg, P. (1995), »The Banking Crisis in Finland«, *Ekonomiska Samfundets Tidskrift*, årg. 48, s. 115–120.
- Ohlson, J. (1980), »Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy«, *Journal of Accounting Research*, vol. 18, s. 109–131.
- Pesola, J. (2001), »Macroeconomic Shocks and the Nordic Banking Crises«, *Bank of Finland Bulletin*, vol. 75, nr 3, s. 11–17.
- Petersen, M. och R. Rajan (1994), »The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data«, *Journal of Finance*, vol. 49, s. 3–37.
- Pettersson, K.-H. (1993), *Bankkrisen inifrån*. Stockholm: SNS Förlag.
- Pyhrr, S. A., S. E. Roulac och W. L. Born (1999), »Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy«, *Journal of Real Estate Research*, vol. 18, s. 7–68.
- Rajan, R. och A. Winton (1995), »Covenants and Collateral as Incentives to Monitor«, *Journal of Finance*, vol. 50, s. 1113–1146.
- Reinius, U. (1996), *Stålbadet. Finanskrisen, Penserkraschen och Nordbankens rekonstruktion*. Stockholm: Ekerlids Förlag.
- Ritter, J. R. (1998), »Initial Public Offerings«, *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, nr 1.
- Scharfstein, D. och J. C. Stein (2000), »The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment«, *Journal of Finance*, vol. 55, s. 2537–2564.
- Smith, A. (1990), »Corporate Ownership Structure and Performance: The Case of Management Buyouts«, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, s. 143–164.
- SOU 1927:11, *Betänkande med förslag till lag om ändring i vissa delar av lagen den 22 juni 1911 (nr 74) om bankrörelse m.m.* 1924 års bankkommitté.
- SOU 1932:30, *Betänkande med förslag till lag om ändring i vissa delar av lagen den 22 juni 1911 (nr 74) om bankrörelse m.m.* 1932 års banksakkunniga.
- SOU 1982:52, *En effektivare kreditpolitik*. Betänkande av kreditpolitiska utredningen. Stockholm: Liber Allmänna Förlaget.
- SOU 1988:29, *Förnyelse av kreditmarknaden del 1 och del 2*. Kreditmarknadskommitténs betänkande. Stockholm: Allmänna Förlaget.
- SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*. Delbetänkande av Banklagskommittén. Stockholm: Fritzes.

- SOU 2000:66, *Offentlig administration av banker i kris*. Slutbetänkande av Banklagskommittén. Stockholm: Fritzes.
- Statsrådets redogörelse (1999), »Statsrådets redogörelse till riksdagen om bankstödet«, 16.11.1999, Helsingfors.
- Stickney, C. och P. Brown (1999), *Financial Reporting and Statement Analysis – A Strategic Perspective*. 2:a upplagan. Fort Worth: The Dryden Press.
- Stortingets granskningskommission (1998), Rapport til Stortinget fra kommisjonen som ble nedsatt av Stortinget for å gjennomgå ulike årsaksforhold knyttet til bankkrisen, Dokument nr. 17 (1997–98), Oslo.
- Thorburn, K. (1997), »Företag i finansiell kris och konkurs, i Bergström, C. och T. Björk (red.), *Från optionsrätt till konkurslagstiftning – essäer om finansiella teorier, institutioner och marknader*. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Urwitz, G. (2000), »Tidigare studier är fel om bankernas relativa förlustnivå under bankkrisen«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 28, s. 609–615.
- Urwitz, G. (2001), »Svar till Jan Wallander 'Kommentar till Urwitz: Så fel är det kanske inte.' – Jo det är nog ganska fel!«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 29, s. 359–362.
- Wallander, J. (1994), »Bankkrisen – Omfattning. Orsaker. Lärdomar« i Bankkriskommittén, *Bankkrisen*. Stockholm: Fritzes.
- Wallander, J. (2000), »Kommentar till Urwitz: Så fel är det kanske inte«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 28, 616–621.
- Wallander, J. (2001), »Slutreplik till Gabriel Urwitz«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 29, s. 363.
- Valuation Board (1994), »Värdering av fastigheter i bankstödsprocessen. Slutrapport«, Valuation Board, Bankstödsnämnden.
- Wheaton, W. C. (1999) »Real Estate 'Cycles': Some Fundamentals«, *Real Estate Economics*, vol. 27, s. 209–230.
- White, L. (1991), *The S and L Debauch: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation*. New York och Oxford: Oxford University Press.
- Wohlin, L. (1998), »Bankkrisens upprinnelse«, *Ekonomisk Debatt*, årg. 26, s. 21–30.
- Wruck, K. (1990), »Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency«, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, s. 419–444.

DEN SVENSKA BANKKRISEN i början av 1990-talet ledde till stora kreditförluster i alla banker. Värst drabbades Nordbanken, vars 3 000 problemkrediter på ca 50 miljarder kronor togs om hand av avvecklingsbolaget Securum 1992. Avvecklingen skulle få ta 10–15 år, men var klar redan 1997.

Hur skötte Securum sitt uppdrag? Var det en bra ide att skapa ett särskilt avvecklingsbolag? Kan de svenska erfarenheterna användas i andra länder med liknande problem?

Med den ekonomiska utvecklingen under 1980-talet och bankkrisens förlopp som bakgrund tecknar författarna Securums historia från tillkomst till avveckling. Författarna tittar närmare på bl.a. bolagets styrning, kredithanteringen, omstruktureringen av tillgångarna och fastigheternas och de övriga tillgångarnas slutliga avveckling.

CLAS BERGSTRÖM, professor i finansiell ekonomi, och PETER ENGLUND, professor i bank- och försäkringsekonomi och chef för Stockholm Institute for Financial Research, är båda verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm. PER THORELL, professor i företagsrätt, är verksam vid Ernst & Young, Technical Department.

SNS
FÖRLAG

ISBN 91-7150-839-2



9 789171 508393