NYT LYS OVER DET DANSKE KAPITALMARKED II

Af OLE ZACCHI

I. INDLEDNING

Som nævnt i indledningen til artiklen vedørende det danske kapitalmarked i »Økonomi og politik« nr. 2, 1971, i det følgende betegnet (D. K. I.) – der behandlede pantebrevsmarkedet – følger hermed en analyse af de *finansieringsselskaber og lignende virksomheder,* der optræder på det danske kapitalmarked. Mens rammen for den i ovennævnte artikel givne beskrivelse af pantebrevsmarkedets omfang, struktur og vilkår med den i artiklens afsnit I.2. nævnte terminologi må siges at være et ganske bestemt *finansielt objekt* – nemlig private pantebreve, er rammen for den her gennemførte analyse af finansieringsselskabernes rolle på det danske kapitalmarked en *finansiel formidler* af ganske bestemt type. Som det fremgår af det følgende, viser en nærmere analyse af finansieringsselskaberne som et led i den institutionelle struktur på det danske kapitalmarked, at disse selskaber danner en overordentlig kompliceret – omend noget løs – institutionel substruktur fordelt på forskellige typer af finansieringsselskaber og lignende virksomheder. Da finansieringsselskaberne tillige – i lighed med pantebrevsmarkedet – i det store og hele ikke er underkastet lovgivningsmæssige restriktioner i relation til deres finansieringsvirksomheds form og omfang, må disse institutioner med ganske enkelte undtagelser henregnes til den uorganiserede del af det danske kapitalmarked.

II. FINANSIERINGSSELSKABER OG LIGNENDE VIRKSOMHEDER

1. Indledning

Den analyse, der i det følgende skal præsenteres af finansieringsselskaber og lignende virksomheder, er først og fremmest baseret på den betænkning herom, der netop er blevet offentliggjort[1]).

[1]) Betænkning om finansieringsselskaber og lignende virksomheder, afgivet af Bossudvalget, Betænkning nr. 628, København 1971.

De oplysninger, der i denne betænkning gives vedrørende finansieringsselskaber og lignende virksomheder, bygger på fire undersøgelser af disse virksomheder. Den første er en analyse af samtlige investerings- og finansieringsselskaber organiseret som aktieselskaber, baseret på disses regnskaber (driftsregnskaber og statusopgørelser) for årene 1964–1969. Den anden undersøgelse, der er gennemført ved hjælp af et spørgeskema, som er udsendt til et stort set repræsentativt udsnit af de af første undersøgelse omfattede selskaber, uddyber resultaterne fra denne. Som det tredje er gennemført en særlig undersøgelse af de bankejede finansieringsselskaber, herunder med en udførlig redegørelse for factoring og leasing, som er to relativt nye finansieringsformer på det danske kapitalmarked. Endelig er som det fjerde foretaget en undersøgelse af fondsbørsvekselerernes regnskaber ultimo 1969.

Ved finansieringsselskaber og lignende virksomheder forstås principielt virksomheder, der har finansieringsvirksomhed som hovedaktivitet – dvs. som den af virksomhedens aktiviteter, der giver størst værditilvækst. Ved finansieringsvirksomhed forstås dels direkte udlån (finansiering, kapitalformidling), idet der dog bortses fra udlån som følge af betalingssædvaner, dvs. varedebitorer, dels placering i værdipapirer som f. eks. aktier, obligationer og pantebreve (investering, kapitalforvaltning).

En gruppering af virksomheder på brancher efter værditilvækst forudsætter kendskab til den enkelte virksomheds aktivitet(er) defineret ved den anvendte branchegruppering, og for hver af disse aktiviteter kendskab til produktionsværdi og udgift til rå- og hjælpestoffer. Det driftsregnskab, der traditionelt aflægges af danske virksomheder, vil ikke indeholde tilstrækkelig specificerede oplysninger om virksomhedens indtægter og udgifter til, at en branchegruppering efter værditilvækst i virksomhedens enkelte aktiviteter kan foretages.

Imidlertid vil det for virksomheder med finansieringsvirksomhed som hovedaktivitet gælde, at disse virksomheders statusopgørelser på aktivsiden vil være præget af beholdningen af finansielle aktiver såsom obligationer, aktier, pantebreve, direkte udlån osv. På ganske samme måde vil det gælde, at en handelsvirksomheds aktivside vil være præget af varelagre og varedebitorer og en fremstillingsvirksomheds aktivside af fast ejendom, driftsmidler, inventar m. m. og varelagre.

Kaldes en virksomheds samlede aktiver på et givet tidspunkt for A, kan disse deles i de finansielle aktiver (B) og realaktiverne (C), altså

$$A = B + C \qquad (1)$$

De finansielle aktiver kan deles i kassebeholdning m. v. (D), obligationer, aktier, pantebreve m. m. (E) og andre finansielle aktiver, dvs. udlån (F), herunder varedebitorer (G). Heraf fås:

$$B = D+E+F = D+E+(F-G)+G \qquad (2)$$

Tilsvarende kan realaktiverne deles i fast ejendom, driftsmidler, inventar m. m. (H) og varelagre (K), altså

$$C = H+K \qquad (3)$$

Ved at indsætte (2) og (3) i (1) fås følgende udtryk for de samlede aktiver:

$$A = D+E+(F-G)+G+H+K \qquad (4)$$

Da talstørrelserne D, E, F, G, H og K praktisk talt altid fremgår af virksomhedernes statusopgørelser i forbindelse med årsregnskaberne, er det muligt ud fra kendskabet til disse størrelser at lave en definition – omend tillempet – af begrebet finansieringsvirksomhed, der er operationel i forhold til det foreliggende regnskabsmateriale:

En virksomhed defineres som et finansieringsselskab og lignende virksomhed, dersom dette er registreret eller på anden måde tilkendegivet over for offentligheden som virksomhedens formål og virksomhedens finansielle aktiver, bortset fra varedebitorer, udgør mindst halvdelen af de samlede aktiver. Dvs. dersom

$$B-G \geq {}^1/_2 A \text{ eller} \qquad (5)$$

$$D+E+(F-G) \geq {}^1/_2 A \qquad (6)$$

hvilket også ud fra (4) kan udtrykkes som

$$H+K+G < {}^1/_2 A \qquad (7)$$

hvilket betyder, at der er tale om finansieringsvirksomhed, dersom summen af realaktiverne og varedebitorerne er mindre end halvdelen af de samlede aktiver.

Da denne definition rent faktisk er anvendt i det foreliggende materiale, skal vi ikke her nærmere diskutere sammenhængen mellem denne definition og værditilvækstkriteriet. Men det kan nævnes, at for de 678 aktieselskaber, der pr. 1. januar 1969 var registreret med finansieringsvirksomhed som formål, og som på dette tidspunkt opfyldte den ovenfor nævnte betingelse for aktivernes sammensætning og var i drift i hele regnskabsåret 1969, gjaldt det, at disse selskabers finansielle aktiver udgjorde ca. 94 pct. af de samlede aktiver, og at varedebitorer anslås at have udgjort mindre end 3 pct. af de samlede aktiver, samt at ca. 80 pct. af realaktiverne udgjordes af fast ejendom, som regel den ejendom, der var registreret som selskabets hjemsted. Heraf fremgår det, at den anvendte definition har givet anledning til udskillelse af selskaber med en karakteristisk aktivsammensætning

og dermed antagelig med en karakteristisk form for økonomisk aktivitet.

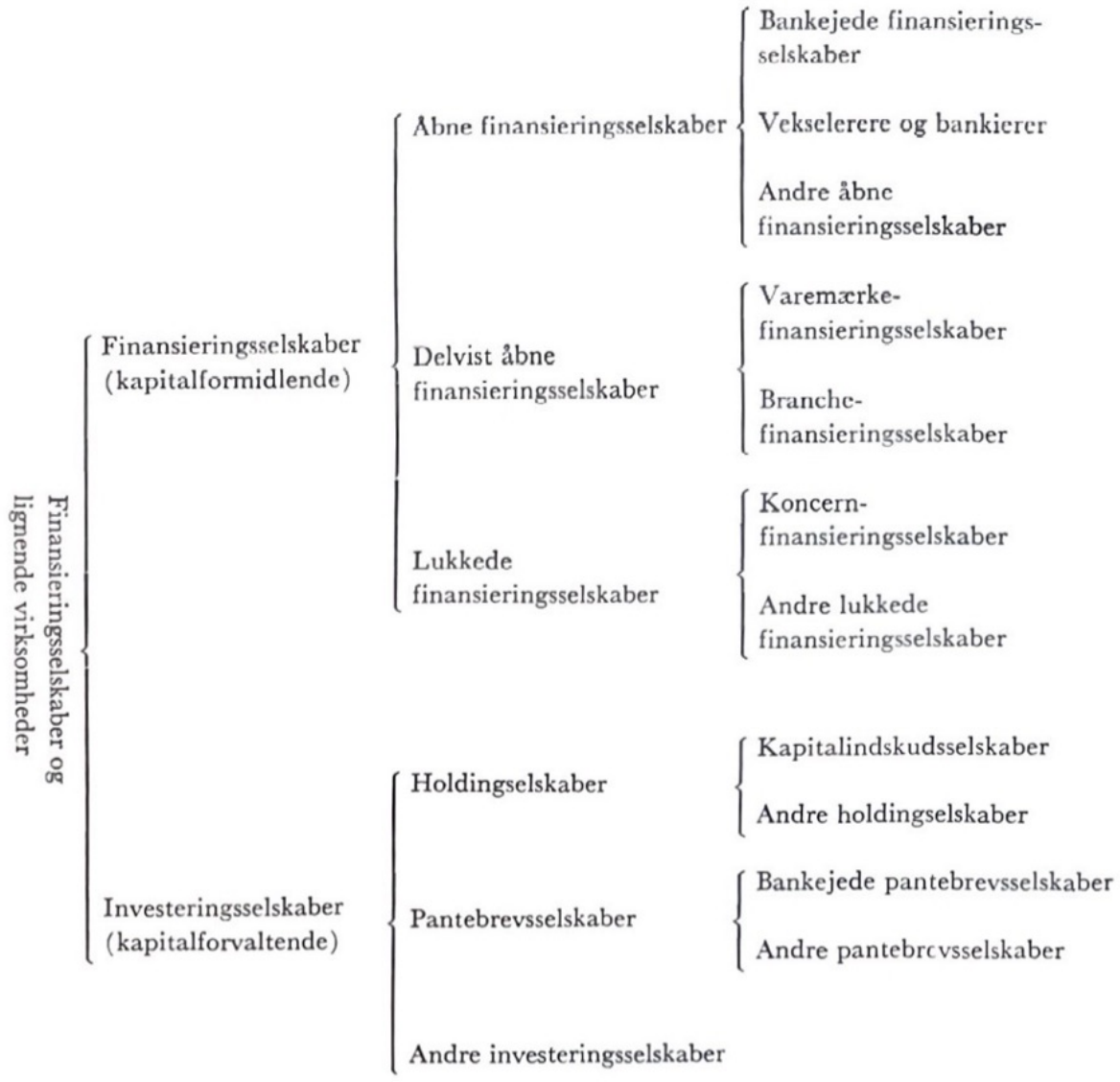
Uden at det her skal diskuteres nærmere, kan det tillige nævnes, at værditilvækstkriteriet næppe har samme relevans som aktivitetsmål for finansielle virksomheder, som det har for andre erhvervsvirksomheder. Et mere relevant mål for aktiviteten er formentlig – som her anvendt – aktivsammensætningen, eller måske endnu bedre: størrelsen af en periodes forskellige finansieringsstrømme, jvnfr. senere.

Da såvel den principielle som den tillempede definition formelt kan medføre, at alle de i tabel 1 i (D. K. I.) nævnte finansielle institutioner er omfattet af begrebet finansieringsselskaber og lignende virksomheder, skal det præciseres, at når der i det følgende tales om finansieringsselskaber og lignende virksomheder, ses der bort fra følgende finansielle institutioner: Danmarks Nationalbank, banker, sparekasser, andelskasser, postgiro, kredit- og hypotekforeninger samt reallånefonde, erhvervsfinansieringsinstitutter – bortset fra Finansieringsinstituttet for industri og håndværk A/S og den del af Danmarks Skibskreditfonds udlån, der foregår gennem Dansk Skibsfinansiering A/S – forsikringsselskaber, pensionskasser og ATP.

Ved udgangen af 1968 opfyldte – når bortses fra banker og forsikringsselskaber – 708 aktieselskaber med finansieringsvirksomhed den ovenfor nævnte definition af begrebet finansieringsselskab. Af de 708 kan nævnes Finansieringsinstituttet for industri og håndværk A/S, Dansk Skibsfinansierings A/S, 16 bankejede finansieringsselskaber, hvoraf de to er blevet sammensluttet i 1969, og en række vekselerer- og bankierfirmaer, der drives under aktieselskabsformen. Hertil kommer et ukendt antal finansieringsvirksomheder, der drives som enkeltmandsvirksomhed under betegnelserne vekselerere og/eller bankiers m. v., heraf 26 fondsbørsvekselerere. I det følgende skal den finansieringsvirksomhed, der udføres af de ovenfor nævnte 708 aktieselskaber og 26 fondsbørsvekselerere, søges belyst. Da oplysningerne om fondsbørsvekselererne er meget sparsomme og kun omfatter gruppen under ét, vil fremstillingen i det alt væsentlige dreje sig om de 708 aktieselskaber, der efter definitionen kan karakteriseres som finansieringsvirksomheder. I afsnit 2 gives en oversigt over de forskellige typer af finansieringsselskaber. Denne oversigt er tillige udgangspunkt for strukturering af de følgende afsnit. I afsnit 3 følger en gennemgang af de forskellige former, hvorunder finansieringsvirksomheden udøves og i afsnit 4 af de enkelte finansieringsformers omfang og vilkår (afsnit 5). I afsnit 6 foretages en vurdering af de økonomiske resultater, selskaberne opnår ved de forskellige former for finansiering og endelig forsøges i afsnit 7 en samlet vurdering af finansieringsselskabernes og lignende virksomheders rolle på det danske kapitalmarked.

DIAGRAM 1

Oversigt over typer af finansieringsselskaber og lignende virksomheder



Anm. Vedr. definition af de enkelte typer henvises til teksten.

2. *Hovedtyper af finansieringsselskaber og lignende virksomheder*

I diagram 1 er vist en oversigt over de forskellige typer af finansieringsselskaber og lignende virksomheder. I det følgende skal denne oversigt nærmere kommenteres.

a. Finansieringsselskaber og investeringsselskaber

De af den i afsnit 1 nævnte definition omfattede finansieringsselskaber og lignende virksomheder kan deles i to grupper, nemlig *finansieringssel-*

TABEL 1

Finansierings- og investeringsselskabernes fordeling på størrelsesgrupper efter aktiekapital 1964–1969

	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	antal					
Finansierings- og investeringsselskaber i alt	558	589	625	667	670	678
Finansieringsselskaber i alt	259	275	290	312	311	320
heraf med aktiekapital på:						
under 100.000 kr.	98	107	117	130	129	139
100.000 – 1 mill. kr.	109	115	119	128	127	127
1 mill. kr. og derover	52	53	54	54	55	54
Investeringsselskaber i alt	299	314	335	355	359	358
heraf med aktiekapital på:						
under 100.000 kr.	73	80	87	97	100	102
100.000 – 1 mill. kr.	126	130	141	145	145	142
1 mill. kr. og derover	100	104	107	113	114	114

skaber, der er karakteriseret ved, at deres virksomhed hovedsagelig består i forskellige former for direkte udlån, altså *kapitalformidling* (i det følgende vil udtrykket finansieringsselskaber alene dække denne form for virksomhed). Den anden gruppe udgøres af de selskaber, hvis virksomhed hovedsagelig består af placering i værdipapirer, f. eks. obligationer, aktier og pantebreve, altså *kapitalforvaltning*. Disse selskaber kaldes *investeringsselskaber.*

Med de i afsnit 1 anvendte betegnelser kaldes en virksomhed for et finansieringsselskab, dersom

$$F > E \tag{8}$$

altså dersom posten andre finansielle aktiver overstiger posten obligationer, aktier, pantebreve m. m.

Tilsvarende defineres et investeringsselskab som en virksomhed, hvor

$$E \geq F \tag{9}$$

hvilket vil sige, at posten obligationer, aktier, pantebreve m. m. mindst er lig med posten andre finansielle aktiver.

En fordeling af de aktieselskaber, der opfylder den i afsnit 1 opstillede definition på finansieringsselskaber og investeringsselskaber er vist i tabel 1 for årene 1964–1969. I tabellen er tillige vist en fordeling af de to selskabstyper på størrelsesgrupper efter aktiekapital.

Heraf følger det, at antallet af finansierings- og investeringsselskaber

er vokset fra 558 i 1964 til 678 i 1969. Den største del af tilvæksten er sket i gruppen med aktiekapital på under 100.000 kr., dvs. i form af nye relativt små selskaber.

Samtlige fondsbørsvekselerere er, da der kun foreligger regnskabsmæssige oplysninger herom, under ét opført som finansieringsselskaber, da de som sådan opfylder den i formel (8) stillede betingelse, jfr. senere.

b. Finansieringsselskaber

Inden for finansieringsselskaberne sondres mellem *åbne finansieringsselskaber,* der i princippet står til rådighed for enhver, der kan stille betryggende sikkerhed, *delvist åbne finansieringsselskaber,* der i princippet står til rådighed for en afgrænset kreds af låntagere, f. eks. forhandlere af bestemt varemærke eller medlemmer af en brancheorganisation o. l., og *lukkede finansieringsselskaber,* der kun står til rådighed for et eller flere bestemte selskaber, f. eks. inden for en koncern eller anden form for sammenslutning.

Blandt de åbne finansieringsselskaber skal særligt nævnes de 16 *bankejede finansieringsselskaber* – som er af særlig interesse, fordi de gennem en snæver tilknytning til bankerne har en særlig adgang til at få finansieret deres udlånsvirksomhed. Endvidere skal nævnes en række finansieringsselskaber, der under betegnelserne *vekselerere og bankierer* driver finansieringsvirksomhed – herunder 26 fondsbørsvekselerere.

Da grænsen mellem de åbne og de lukkede finansieringsselskaber må siges at være flydende, er finansieringsselskaber, der finansierer handel med bestemte fabrikanters eller forhandleres varemærker – *varemærkefinansieringsselskaber* – og finansieringsselskaber, der stiller sig til rådighed for medlemmer af brancheorganisationer eller erhvervsdrivende inden for en eller flere bestemte brancher – *branchefinansieringsselskaber* – udskilt under betegnelsen delvist åbne finansieringsselskaber.

Dersom et finansieringsselskabs udlånsvirksomhed er af en sådan lukket karakter, at selskabet kun står til rådighed for et eller flere andre selskaber, som enten er datterselskaber af eller moderselskab til det pågældende lukkede finansieringsselskab, betegnes selskabet som et *koncernfinansieringsselskab.* Selskabet betegnes også som et koncernfinansieringsselskab, dersom det finansierer andre selskaber, som sammen med finansieringsselskabet ejes af samme person eller personkreds. Sondringen mellem koncernfinansieringsselskaber og *andre lukkede finansieringsselskaber* beror således i realiteten på en definition af selve koncernbegrebet.

En nærmere beskrivelse af de enkelte selskabstyper – og deres udbredelse, i det omfang denne kendes – følger nedenfor under gennemgangen af finansieringsformer og disses udbredelse og vilkår.

c. Investeringsselskaber

Mens opdelingen af finansieringsselskaberne er udpræget institutionel, er opdelingen af investeringsselskaberne bestemt ud fra arten af de finansielle objekter, det enkelte selskab investerer i, dvs. investeringsformen.

Investeringsselskaberne kan opdeles i holdingselskaber, pantebrevsselskaber og andre investeringsselskaber. Ved *holdingselskaber* forstås selskaber, hvis væsentligste virksomhed består i at eje aktier i et eller flere andre selskaber. Det er ikke afgørende, om aktiebesiddelsen har til formål at kontrollere andre selskaber eller blot har karakter af anbringelse af selskabets midler uden ønske om at udøve egentlig kontrol, f. eks. forvaltning af familieformuer eller kollektiv investering i aktier med henblik på risikospredning (investeringsforeninger m. v.). Et holdingselskab kan derfor defineres som et selskab, der opfylder formel (5), og hvor aktiebeholdningen udgør mindst halvdelen af de samlede aktiver.

En særlig type af holdningselskaber udgøres af de såkaldte *kapitalindskudsselskaber,* som har til opgave gennem aktietegning at skaffe egenkapital til udvidelse af mindre, men lovende virksomheder, der ikke vil kunne opnå de nødvendige lån til aktivitetsudvidelse på det organiserede kapitalmarked. Da bankerne er med i denne form for investeringsvirksomhed – uden at have dominerende indflydelse herpå – skabes herved hyppigt en gunstig bankforbindelse til den betrængte virksomhed.

Ved *pantebrevsselskaber* forstås selskaber, der i hovedsagen beskæftiger sig med at placere i pantebreve, og som derfor er karakteriseret ved, at de – udover at opfylde formel (5) – har en beholdning af pantebreve, der udgør mindst halvdelen af de samlede aktiver. De *bankejede pantebrevsselskaber* kan udskilles som en særlig gruppe.

Andre investeringsselskaber udgøres af selskaber, der lægger hovedvægten på investering i andet end aktier og pantebreve, først og fremmest obligationer.

3. Finansieringsformer

I dette afsnit skal de former, hvorunder finansieringsselskaberne udfolder deres virksomhed først nærmere beskrives. Særlig vægt skal lægges på beskrivelsen af tre finansieringsformer – nemlig finansiering af afbetalingshandel, factoring og leasing – som i særlig grad præger finansieringsselskabernes virksomhed i forhold til de former, hvorunder andre finansielle institutioner på den mere organiserede del af det danske kapitalmarked udøver deres virksomhed.

Herefter diskuteres sammenhængen mellem finansieringsformer og typer af finansieringsselskaber. En samlet oversigt over finansieringsformer og

DIAGRAM 2.

Finansierings- og investeringsformers fordeling på hovedtyper af finansierings- og investeringsselskaber

Finansieringsformer:	*Typer af selskaber med den pågældende finansierings- eller investeringsform som hovedaktivitet:*
Finansiering af afbetalingshandel	Bankejede finansieringsselskaber Andre åbne finansieringsselskaber Varemærkefinansieringsselskaber Branchefinansieringsselskaber
Factoring	Bankejede finansieringsselskaber
Leasing	Bankejede finansieringsselskaber Andre åbne finansieringsselskaber
Udstedelse af kasseobligationer	Branchefinansieringsselskaber
Afgivelse af kaution eller garantistillelse	Branchefinansieringsselskaber
Direkte udlån og andre former for finansiering	Vekselerere og bankierer Andre åbne finansieringsselskaber Koncernfinansieringsselskaber Andre lukkede finansieringsselskaber
Investeringsformer:	
Placering i aktier	Kapitalindskudsselskaber Andre holdingselskaber
Placering i pantebreve	Bankejede pantebrevsselskaber Andre pantebrevsselskaber
Placering i obligationer	Andre investeringsselskaber

Anm. Se anmærkning til diagram 1.

deres fordeling på hovedtyper af finansieringsselskaber er vist i diagram 2. I dette diagram er tillige vist en række investeringsformer og deres fordeling på hovedtyper af investeringsselskaber. Da investeringsselskaberne allerede i diagram 1 er opdelt på hovedtyper på basis af investeringsformer, vil denne del af diagram 2 ikke blive nærmere kommenteret her.

a. Finansiering af afbetalingshandel

Ved finansiering af afbetalingshandel belåner finansieringsselskabet en forhandlers afbetalingskontrakter og modtager til gengæld ydelserne på de belånte kontrakter. Sikkerhedsgrundlaget er således afbetalingskontrakterne,

men der er ikke tale om nogen egentlig overtagelse af forhandlerens risiko, idet denne skal indfri nødlidende kontrakter eller ombytte dem med kontrakter, der kan godkendes af finansieringsselskabet. I visse tilfælde fradrages ved kontraktens belåning et beløb – som regel af størrelsesordenen 10–20 pct. af kontraktbeløbet, der indsættes på forhandlerens sikringskonto til sikkerhed for de i forbindelse med diskonteringen ydede lån, og som frigøres, efterhånden som ydelserne indgår.

En betingelse for, at finansieringsselskaberne vil belåne forhandlernes afbetalingskontrakter, er, at bestemte krav vedrørende salgsgenstandens art, udbetalingens størrelse og kontraktens løbetid osv. er opfyldt. F. eks. kan vedrørende finansiering af automobilsalg nævnes, at det er almindeligt, at finansieringsselskaberne kræver, at bilen ikke må være mere end fem år gammel, at udbetalingen udgør mindst 25 pct. af kontantprisen, og at afdragsperioden for nye biler ikke overstiger 36 måneder og for brugte biler hyppigt noget kortere.

b. Factoring

Factoring er et anglo-amerikansk udtryk dækkende den virksomhed, hvor et finansieringsmellemled – factors – træder ind mellem køber og sælger og køber sælgers fordring på køber uden regresret mod sælger. Her i landet anvendes udtrykket tillige i tilfælde, hvor factoringselskabet ikke overtager kreditrisikoen, dvs. bevarer regresretten mod sælger. Udover den egentlige finansiering indgår i factoring en serviceydelse i form af indkassering og førelse af debitorbogholderi.

Grundlaget for en factoringaftale mellem et factoringselskab og en virksomhed – en producent, importør eller grossist – er således en aftale om, at selskabet overtager virksomhedens kortfristede fordringer – fakturaer – på andre virksomheder i forbindelse med varesalg. Overtagelsen kan ske enten i form af *køb* af disse fordringer uden regresret, dvs. at kreditrisikoen også overtages, eller i form af *belåning* af disse fordringer med regresret, dvs. uden samtidig overtagelse af kreditrisikoen.

Finansieringen sker på den måde, at factoringselskabet, når det overtager fakturaerne, udbetaler virksomheden en på forhånd aftalt del af fakturabeløbet, idet restbeløbet hensættes på en sikringskonto til imødegåelse af tab i form af købers returnering af varer der ikke er kontraktmæssige, pris- eller rabatmæssige uoverensstemmelser etc. samt til sikkerhed for nødlidende fordringer i de tilfælde, hvor kreditrisikoen ikke er overtaget. Beløbene på sikringskontoen frigøres i takt med, at fakturaerne betales.

Uanset hvilken af de nævnte former for overtagelse der aftales, indgår der desuden i factoringsaftalen en serviceydelse. Denne består i, at factoringselskabet overtager virksomhedens kundebogholderi for hele eller den

del af virksomhedens kundekreds, der er omfattet af factoringsaftalen, og påser, at betalingerne indgår rettidigt samt træffer aftale om betalingsordninger, dersom dette ikke sker. Factoringselskabet kan efter aftale overtage en fordring alene til inkasso og afregning over for virksomheden, når beløbet indgår til selskabet, således at der er tale om en ren serviceydelse og ikke nogen finansiering. Det almindelige er dog, at factoringsaftalen omfatter såvel egentlig finansiering som serviceydelse.

c. Leasing

Leasing er det anglo-amerikanske udtryk for leje. I mere speciel forstand taler man om »financial leasing« som et gensidigt uopsigeligt lejeforhold af længere varighed – typisk 3–5 år – hvor lejen er fastsat således, at udlejeren (leasingselskabet) ved udløbet af lejetiden har fået godtgjort den lejede genstands fulde værdi incl. rente og omkostninger.

En anden form for leasing er den såkaldte »operating leasing«, der betegner udlejning, hvor det fra udlejerens side ikke er forudsat, at den enkelte lejer aftaler at leje den udlejede genstand i hele dennes økonomiske levetid. Under denne udlejningsform er det derimod normalt en forudsætning, at udlejeren har en vis service- eller vedligeholdelsespligt for den udlejede genstand.

Når der i det følgende tales om leasing, tænkes der alene på »financial leasing«.

Et leasingselskab køber således – eventuelt efter nærmere aftale med leverandøren – maskiner og andre former for driftsmidler (herunder erhvervsejendomme, omend dette kun sjældent forekommer), og er følgelig blevet ejer af disse. Købet sker med henblik på udlejning af de købte genstande til virksomheder, der har brug for de pågældende driftsmidler, men som ikke ønsker eller har midler til at købe dem.

Den hyppigste form for leasing er, at en virksomhed henvender sig til leverandøren af de driftsmidler, som virksomheden måtte ønske at anskaffe. Virksomheden har i princippet mulighed for at købe kontant eller på afbetaling, men såfremt hverken virksomheden eller leverandøren ønsker eller er i stand til at finansiere købet, og virksomheden i og for sig kun er interesseret i brugsretten, kan der rettes henvendelse til et leasingselskab, som så køber driftsmidlet kontant hos leverandøren og herefter på særlige vilkår udlejer det til virksomheden. Det forekommer dog også, at der mellem leverandøren og leasingselskabet er oprettet en aftale, der gør det muligt for leverandøren at markedsføre sine produkter på leasingbasis.

Dersom leasingselskabet i forbindelse med købet over for leverandøren betinger sig, at denne, såfremt den med lejeren indgåede leasingkontrakt ophæves på grund af lejerens misligeholdelse, er forpligtet til at tilbage-

købe den leverede genstand til den værdi, denne i henhold til leasingkontraktens kalkulation på tilbagekøbstidspunktet er nedskrevet til, er kreditrisikoen ikke overtaget af leasingselskabet, men forbliver hos leverandøren. Efter det oplyste anvender danske leasingselskaber såvel den ovenfor skitserede fremgangsmåde, hvor kreditrisikoen ikke overtages af leasingselskabet, som leasingarrangementer, hvor der ikke stilles den ovenfor nævnte betingelse i forbindelse med købet hos leverandøren, og hvor kreditrisikoen således er overtaget af leasingselskabet.

Forud for leasingkontraktens indgåelse foretager leasingselskabet en samlet vurdering af brugerens økonomiske forhold, herunder specielt dennes soliditet og indtjeningsevne, samt af de genstande der ønskes gjort til genstand for en leasingaftale med hensyn til kvalitet, holdbarhed, økonomiske levetid, garanti og service.

Dersom der er tale om et leasingarrangement uden samtidig overtagelse af kreditrisikoen, foretages tillige en vurdering af leverandørens økonomiske forhold.

d. Andre finansieringsformer

Finansieringsselskaber tilknyttet en brancheorganisation o. l. benytter sig i et vist omfang af en særlig finansieringsform, hvor *lån i selskabet udbetales i form af kasseobligationer*. Som eksempel kan nævnes Dansk Skibsfinansiering A/S, hvor lån udbetales i Danmarks Skibskreditfonds obligationer. Denne finansieringsform er ganske analog med den af realkreditinstitutterne anvendte, og ganske som for disse forekommer også branchefinansieringsselskaber, der anvender kontantlånsformen, finansieret ved udstedelse af kasseobligationer. Som eksempel herpå kan nævnes branchefinansieringsselskabet Finansieringsinstituttet for industri og håndværk A/S.

Finansiering i form af afgivelse af *kaution for lån* eller af *garantistillelse* over for bank eller sparekasse udøves tillige af nogle branchefinansieringsselskaber.

Af andre finansieringsformer skal endelig nævnes *direkte udlån,* f. eks. – som for fondsbørsvekselerernes vedkommende – mod sikkerhed i værdipapirer samt *vekseldiskontering.* Vekselerere og bankierer optræder desuden i et vist omfang som *formidlere af lån,* f. eks. fra én erhvervsvirksomhed til en anden. Denne form for finansiering betegnes ofte *mæglervirksomhed.*

Med udgangspunkt i de ovenfor beskrevne finansieringsformer kan der foretages en yderligere opdeling af de i diagram 1 viste typer af finansieringsselskaber, baseret på de af selskaberne anvendte finansieringsformer. En sådan opdeling vil – i det omfang det er fundet hensigtsmæssigt – blive foretaget i det følgende.

4. Finansieringens omfang

Det materiale, der ligger til grund for beskrivelsen i nærværende artikel af finansieringsselskaber og lignende virksomheder, giver ikke mulighed for en fuldstændig specificering af finansieringens omfang fordelt enten på de i diagram 1 nævnte typer af finansieringsselskaber og lignende virksomheder eller på de i diagram 2 viste finansierings- og investeringsformer.

Redegørelsen i det følgende tager derfor sit udgangspunkt i en samlet oversigt over omfanget af den finansierings- og investeringsvirksomhed, der udøves af de i tabel 1 viste finansierings- og investeringsselskaber samt af fondsbørsvekselererne. Herefter følger en mere sporadisk gennemgang af udbredelsen af forskellige former for finansiering, i det omfang der foreligger oplysning herom. Materialet foreligger udelukkende i form af statusoplysninger for en række virksomheder, jfr. side ooo.

Som mål for finansieringens omfang på et *tidspunkt* kan anvendes størrelsen af aktivposten andre finansielle aktiver, der med den i afsnit 1 anvendte notation kaldes F. Tilsvarende kan størrelsen af aktivposten obligationer, aktier, pantebreve m. m. (E) siges at angive investeringsomfanget på opgørelsestidspunktet. Langt mere interessant end sådanne beholdningsopgørelser er det imidlertid at få kendskab til finansieringens eller investeringens omfang for en *periode,* altså den strømstørrelse, der giver udtryk for bruttokapitalformidlingen (U) i den pågældende periode, dvs. denne periodes tilgang af nye udlån. Nettokapitalformidlingen (N) i samme periode er givet som nyudlån i perioden ÷ afdrag i perioden. Kaldes periodens afdrag for (V), fås:

$$N = U - V \text{ eller} \tag{10}$$

$$U = N + V \tag{11}$$

Nu gælder det imidlertid at

$$N = F_1 - F_0 \tag{12}$$

hvor F_0 er størrelsen af de samlede udlån ved periodens begyndelse og F_1 ved periodens slutning. Ved at indsætte (12) i (11) fås

$$U = F_1 - F_0 + V \tag{13}$$

Af (13) fremgår, at det ud fra kendskabet til finansieringsomfanget ved en periodes begyndelse og slutning og afdragende i periodens løb er muligt at beregne omfanget af en periodes finansiering, finansieringsstrømmen.

Antages det, at de finansielle fordringer afdrages efter serielånsprincippet, således at afdragene er jævnt fordelt over løbetiden, at den gennemsnitlige oprindelige løbetid for fordringsbeholdningen på ethvert tidspunkt

TABEL 2

Finansieringsselskabernes aktiver ved udgangen af regnskabsårene 1964–1969. Mill. kr.

	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	mill. kr.					
AKTIVER:						
Kassebeholdning m. v. (D)	80,9	72,2	71,9	68,8	79,2	92,6
Obligationer, aktier og pantebreve (E)	265,7	286,7	277,5	278,4	318,3	352,2
Andre finansielle aktiver (F)	887,5	1054,0	1168,0	1419,7	1652,9	1774,1
Fast ejendom, driftsmidler, inventar m. m. (H)	75,1	80,3	67,6	73,1	84,3	139,4
Varelagre (K)	9,4	14,2	12,5	16,9	15,7	43,8
Aktiver i alt (A)	1318,6	1507,4	1597,5	1856,9	2150,4	2402,1

er v perioder, og at fordringernes fordeling på restløbetid er jævn, kan periodens gennemsnitlige afdrag med god tilnærmelse beregnes som

$$V = \frac{1}{v} \times \frac{F_0 + F_1}{2} \qquad (14)$$

Indsættes dette udtryk i (13) fås

$$U = F_1 - F_0 + \frac{1}{v} \times \frac{F_0 + F_1}{2} \qquad (15)$$

som under de ovenfor givne forudsætninger viser, hvorledes man ud fra kendskabet til nettokapitalformidlingen og den gennemsnitlige oprindelige løbetid for fordringsbeholdningen kan beregne bruttokapitalformidlingen.

De i tabel 1 viste finansieringsselskabers aktiver ved udgangen af regnskabsårene 1964–1969 er vist i tabel 2.

Heraf fremgår det, at omfanget af disse selskabers finansiering, målt ved størrelsen af aktivposten F, er steget fra 888 mill. kr. ved udgangen af 1964 til 1774 mill. kr. ved udgangen af 1969, svarende til en fordobling på 5 år. Lægges hertil, at samtlige fondsbørsvekselerere under ét ved udgangen af 1969 havde en beholdning af andre finansielle aktiver på ca. 100 mill. kr., kan det konstateres, at samtlige finansieringsvirksomheder, der i diagram 1 er betegnet som finansieringsselskaber, ved udgangen af 1969 havde en samlet kapitalformidling på 1874 mill. kr.

TABEL 3

Investeringsselskabernes aktiver ved udgangen af regnskabsårene 1964–1969. Mill. kr.

	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	mill. kr.					
AKTIVER:						
Kassebeholdning m. v. (D)	76,8	85,6	100,7	240,5	271,2	186,1
Obligationer, aktier og pantebreve (E)	977,6	1103,7	1297,0	1429,9	1557,2	1649,1
Andre finansielle aktiver (F)	185,1	236,3	208,7	268,4	255,8	392,8
Fast ejendom, driftsmidler, inventar m. m. (H)	68,6	78,9	95,1	108,6	117,4	110,1
Varelagre (K)	13,1	16,2	24,0	28,7	22,0	15,8
	1321,2	1520,7	1725,5	2076,1	2223,6	2353,9

Imidlertid foregår der tillige – omend ikke som de pågældende selskabers hovedaktivitet – kapitalformidling gennem den type af finansieringsselskaber og lignende virksomheder, der i diagram 1 er betegnet som investeringsselskaber. Disse selskabers aktiver ved udgangen af regnskabsårene 1964–1969 er vist i tabel 3, og heraf fremgår det, at omfanget af den finansiering, målt ved størrelsen af aktivposten F, der foregår gennem disse selskaber, er steget fra 185 mill. kr. ved udgangen af 1964 til 393 mill. kr. ved udgangen af 1969. Lægges til sidstnævnte tal de ovenfor anførte 1874 mill. kr., viser det sig, at *de finansielle institutioner på det danske kapitalmarked, der kan samles under betegnelsen finansieringsselskaber og lignende virksomheder, ved udgangen af 1969 havde formidlet kapital til et samlet beløb på 2267 mill. kr.*

I tabel 4 er vist udviklingen i kapitalformidlingen for finansierings- og investeringsselskaberne fra 1964 til 1969.

Nettokapitalformidlingen er beregnet ved hjælp af formel (12), mens bruttokapitalformidlingen er beregnet ved hjælp af formel (15), idet den gennemsnitlige oprindelige løbetid for de forskellige finansielle fordringer, der findes i statusposten andre finansielle aktiver under henvisning til oplysningerne i afsnit 5, skønsmæssigt er anslået til 3 år, dvs. $v = 3$.

Mens den samlede kapitalformidling ultimo året er steget fra 1073 mill. kr. i 1964 til 2167 mill. kr. i 1969, har stigningen i kapitalformidlingen i årets løb (nettokapitalformidlingen) svinget fra år til år – mindst var den i 1966 med 87 mill. kr. og størst i 1967 med 311 mill. kr., mens niveauet

TABEL 4

Udviklingen i finansierings- og investeringsselskabernes kapitalformidling 1964–1969

	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	mill. kr.					
Samlet kapitalformidling ultimo året (F)	1072,6	1290,2	1376,7	1688,1	1908,7	2166,9
Nettokapitalformidling i årets løb (N)	...	217,6	86,5	311,4	220,6	258,2
Bruttokapitalformidling i årets løb for v = 3 (U) ..	...	611,4	531,0	822,2	820,1	937,5

Anm. Vedr. definition af de anvendte kapitalformidlingsbegreber henvises til teksten.

de øvrige år har ligget på 220–260 mill. kr. Bruttokapitalformidlingen – som foruden nettokapitalformidlingen er påvirket af de til den stadigt voksende beholdning svarende stigende afdrag – er steget fra 611 mill. kr. i 1965 til 938 mill. kr. i 1969.

Da to af de af tabel 4 omfattede selskaber – nemlig Finansieringsinstituttet for industri og håndværk A/S og Aktieselskabet Dansk Skibsfinansiering (datterselskab af Danmarks Skibskreditfond) – nærmest må siges at tilhøre den organiserede del af det danske kapitalmarked, er i tabel 5 vist udviklingen i finansierings- og investeringsselskabernes kapitalformidling 1964–1969, når bortses fra disse to selskaber.

Da den gennemsnitlige oprindelige løbetid for de to selskabers udlån, i relation til samtlige de her undersøgte selskabers, er lang (5–8 år), falder den gennemsnitlige oprindelige løbetid for de tilbageværende selskabers udlån. Som det fremgår af tabel 5 er her antaget et fald fra 3 år til 2,5 år.

For de tilbageblevne selskaber udgør den samlede kapitalformidling herefter ved udgangen af 1964 844 mill. kr., et tal der ved udgangen af 1969 er steget til 1527 mill. kr. Nettokapitalformidlingen i løbet af 1969 udgør 112 mill. kr., mens bruttokapitalformidlingen samme år udgør 700 mill. kr.

Af den samlede kapitalformidling ved udgangen af 1968 hidrører de 237 mill. kr. fra de 7 bankejede afbetalingsfinansieringsselskaber og de 59 mill. kr. fra de 4 bankejede factoring- og leasingselskaber.

Finansieringsselskabernes og lignende virksomheders rolle som kapitalforvaltende institutioner fremgår tillige af tabellerne 2 og 3. Investeringsselskaberne havde således ved udgangen af 1964 en beholdning af obligationer, aktier og pantebreve svarende til et samlet beløb på 978 mill. kr.,

TABEL 5

Udviklingen i finansierings- og investeringsselskabernes kapitalformidling 1964–1969, bortset fra Finansieringsinstituttet for industri og håndværk A/S samt Aktieselskabet Dansk Skibsfinansiering

	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	mill. kr.					
Samlet kapitalformidling ultimo året (F)	844,2	1016,9	1079,8	1309,7	1415,7	1527,3
Nettokapitalformidling i årets løb (N)	...	172,7	62,9	229,9	106,0	111,6
Bruttokapitalformidlingen i årets løb for v = 2,5 (U)	...	544,9	482,2	707,8	651,1	700,2

Anm. Se anmærkning til tabel 4.

et tal der ved udgangen af 1969 var steget til 1649 mill. kr. De tilsvarende tal for finansieringsselskaberne var 266 mill. kr. ved udgangen af 1964 og 352 mill. kr. ved udgangen af 1969. Fondsbørsvekselerernes beholdning af værdipapirer udgjorde ved udgangen af 1969 ca. 50 mill. kr. Tilsammen ejede finansieringsselskaber og lignende virksomheder ved udgangen af 1969 obligationer, aktier og pantebreve til et samlet beløb på 2051 mill. kr.

5. *Finansieringsvilkår*

I dette afsnit skal vilkårene for den finansieringsvirksomhed, der udøves af de i afsnit 2 opstillede typer af finansieringsselskaber, nærmere gennemgås. Ved finansieringsvilkår forstås her det konkrete indhold af de enkelte finansieringsaftaler, f. eks. med hensyn til løbetid, rentefod og sikkerhedsstillelse.

Først gennemgås vilkårene for finansiering af afbetalingshandel. Derefter følger vilkårene for factoring og for leasing, til slut gennemgås vilkårene for andre former for finansiering.

Gennemgangen vil i det enkelte afsnit følge den opdeling i hovedtyper af finansieringsselskaber, der er foretaget i afsnit 2, idet det dog skal bemærkes, at kun de selskaber, der driver egentlig udlånsvirksomhed, vil blive omtalt i dette afsnit. Investeringsvirksomhed i form af placering i aktier, obligationer og pantebreve m. v. vil derfor ikke blive omtalt.

Redegørelsen for finansieringsselskaber og lignende virksomheders finansieringsvilkår er baseret på de oplysninger, der er givet i den på side 000 omtalte betænkning om finansieringsselskaber. Det siges heri, at oplysningerne om finansieringsvilkårene i bankernes finansieringsselskaber er fuld-

stændigt dækkende, hvorimod det ikke har været muligt at vurdere, i hvilket omfang oplysningerne om finansieringsvilkårene for de øvrige typer af finansieringsselskaber og lignende virksomheder er dækkende for de faktiske vilkår, hvorunder finansiering sker gennem disse. Årsagen hertil er dels, at det til grund liggende spørgeskema kun er udsendt til et udsnit af samtlige finansieringsselskaber og lignende virksomheder, dels at det for de returnerede spørgeskemaer gjaldt, at spørgsmålene om finansieringsvilkårene var de dårligst og mest ufuldstændigt besvarede.

a. Finansiering af afbetalingshandel

Oplysningerne om vilkårene for finansiering af afbetalingshandel stammer fra 7 bankejede finansieringsselskaber, 2 andre åbne finansieringsselskaber, 12 varemærkefinansieringsselskaber og 1 branchefinansieringsselskab, endvidere er – nærmest som et kuriosum – medtaget oplysninger om vilkårene for denne finansieringsform for 2 holdingselskaber.

a.1. Bankernes finansieringsselskaber

For bankernes 7 afbetalings-finansieringsselskaber var finansieringsgebyrerne på undersøgelsestidspunktet (januar–marts 1970) ved månedlig betaling af ydelserne typisk 14–16 pct. p. a. – i visse tilfælde op til knap 20 pct. p. a. ($1^1/_2$ pct. pr. måned) – varierende efter kontraktens løbetid og størrelse, eventuel oprettelse af sikringskonto, salgsgenstandens art og værdifasthed, forhandlerens økonomiske forhold etc., og gebyrerne reguleredes i forhold til udsvingene i bankrenten, som i det nævnte tidsrum højest androg omkring 12 pct. p. a. Omkostninger i forbindelse med den med belåningen forbundne transport betales af forhandleren, og indestående på eventuel sikringskonto forrentes normalt med højeste indlånsrente.

a.2. Andre åbne finansieringsselskaber

To finansieringsselskaber, som efter det oplyste hverken var bank-ejede eller tilknyttet en fabrikant, importør, forhandler eller brancheorganisation, oplyste, at deres gebyrer for finansiering af afbetalingshandel på undersøgelsestidspunktet (januar–februar 1971) androg 16–18 pct. p. a. af restgælden. Det ene af selskaberne oplyste, at de diskonterede kontrakter normalt havde en løbetid på 18–36 måneder.

a.3. Varemærkefinansieringsselskaber

8 selskaber, der finansierede afbetalingssalg af automobiler, oplyste, at

finansieringsgebyrerne for kontrakter med en løbetid på op til 36 måneder – i enkelte tilfælde endog 48 måneder – varierende fra 1½ til 1⅚ pct. pr. måned svarende til fra 20 til 24 pct. p. a.

For finansiering af afbetalingssalg af møbler oplyste et selskab, at for en afdragsperiode på 10 måneder androg finansieringsgebyret 12 pct. af restgælden, svarende til knap 15 pct. p. a.

Et andet selskab, der finansierede afbetalingssalg af radio- og TV-apparater, oplyste, at med en afdragsperiode på maksimalt 36 måneder androg gebyret 2 pct. pr. måned af restgælden, svarende til knap 27 pct. p. a.

Et selskab, der finansierede afbetalingssalg af landbrugsmaskiner, oplyste, at finansieringsgebyret for salg med en afdragsperiode på indtil 48 måneder androg 14 pct. p. a. af restgælden.

Endelig oplyste et selskab, der finansierede salg af oliefyr over 10 år, at renten herfor androg den til enhver tid for Danmarks Nationalbank gældende højeste udlånsrente forhøjet med 2 pct. points, hvilket på undersøgelsestidspunktet (januar–februar 1971) svarede til 12 pct. p. a. Hertil kom en stiftelsesprovision på 2 pct. af lånets beløb.

a.4. Branchefinansieringsselskaber

Et selskab, der var tilknyttet en brancheorganisation, har givet oplysninger om dets finansieringsvilkår vedrørende afbetalingshandel. Selskabet, der finansierede afbetalingssalg af varige forbrugsgoder med en betalingsperiode på 12–15 måneder, oplyste, at finansieringsgebyret (januar–februar 1971) androg 20 pct. p. a. af restgælden, og at forhandlerne i forbindelse med diskonteringen skulle stille sikringskonto på 10 pct. heraf.

a.5. Holdingselskaber

2 holdingselskaber – dvs. selskaber, hvis hovedformål er aktiebesiddelse – har oplyst, at de tillige finansierer afbetalingshandel.

Det ene selskab oplyste, at dets gebyr for finansiering af afbetalingshandel med en afdragsperiode på 12–24 måneder androg 18 pct. p. a. af den til enhver tid værende restgæld.

Et andet selskab finansierede ligeledes afbetalingskontrakter og oplyste, at renten for afbetalingsfinansiering var markedsrenten.

b. Factoring

Idet der vedrørende en nærmere gennemgang af selve factoringbegrebet henvises til afsnit 2 skal det nævnes, at de oplysninger om vilkårene for factoring, der gengives i dette afsnit, udelukkende hidrører fra de 2 af

bankernes 15 *finansieringsselskaber,* der driver factoringvirksomhed. I betænkningen oplyses, at udvalget i sine undersøgelser ikke er truffet på andre finansieringsselskaber, der driver factoringvirksomhed.

Betingelsen for en factoringaftale er normalt, at virksomhedens omsætning er af en vis størrelse, at fakturaernes pålydende i gennemsnit ligger over en vis størrelse, at køberne af virksomhedens produkter ved kreditsalg er af en vis standard, der begrænser factoringselskabets risiko ved engagementet, samt at kredittiden ikke er over en vis længde, normalt 90 dage.

For selve finansieringen betales en rente, der svarer til bankernes rente for almindelig kassekredit incl. provision på undersøgelsestidspunktet (januar–marts 1970) ca. 12 pct. p. a. Indestående på sikringskonti forrentes med samme rentesats.

For serviceydelsen betales en factoringprovision på fra 1/4 pct. til 2 pct. af fakturabeløbet afhængigt af virksomhedens omsætning, fakturaernes gennemsnitsstørrelse, kredittiden, debitorernes antal og bonitet etc. På undersøgelsestidspunktet udgjorde factoringsprovisionen i gennemsnit 1 1/2 pct. af fakturabeløbet. Factoringselskaberne forlanger ikke, at der skal tegnes kreditforsikring for de overtagne fakturaer.

c. Leasing

Det skal præciseres, at når der i det følgende anvendes udtrykket leasing, tænkes der alene på det, der i afsnit 2 – hvor leasingbegrebet nærmere defineres – er betegnet »financial leasing«. Det skal dog bemærkes, at begrebet »operating leasing« i den senere tid har vundet stigende udbredelse, bl. a. i forbindelse med udlejning af dataanlæg, kontormaskiner, entreprenørmateriel, automobiler, TV-apparater samt oliefyr. Såvel ved sådan udlejning af oliefyr som ved finansiering af afbetalingssalg af oliefyr er der ofte til finansieringsaftalen knyttet bestemmelse om pligt til at aftage et bestemt firmas olieprodukter.

De oplysninger om vilkårene for leasing, der gengives i dette afsnit, hidrører udelukkende fra de 2 af *bankernes* 15 *finansieringsselskaber,* der driver leasingvirksomhed.

Leasingaftalens løbetid er normalt mellem 3 og 6 år, afhængig af den lejede genstands art. Efter hidtidig praksis er en leasingaftale uopsigelig fra begge parters side, men leasingselskaberne har oplyst, at de overvejer at indrømme lejerne en vis adgang til opsigelse. Brugeren har pligt til at vedligeholde og forsikre den lejede genstand efter leasingselskabets forskrifter.

Leasingafgiften afhænger af leasingperiodens længde og genstandens anskaffelsespris og udgjorde omkring undersøgelsestidspunktet (januar–marts 1970) for en 3-årig kontrakt med en anskaffelsessum på indtil 50.000 kr.

3,6–4 pct. pr. måned af denne sum. For en 5-årig kontrakt med en anskaffelsessum på 50.000 kr. og derover udgjorde leasingafgiften ca. 2,4 pct. pr. måned.

En månedlig leasingafgift på f. eks. 3,78 pct. på en 3-årig kontrakt kan opdeles i et månedligt afdrag på 2,78 pct. af anskaffelsessummen – idet anskaffelsessummen skal være afdraget inden for den aftalte periode – og et bidrag på 1,00 pct. pr. måned af den oprindelige anskaffelsessum til dækning af rente, administration og avance samt eventuel overtagen risiko. Denne del af leasingafgiften svarer under de her nævnte forudsætninger til en gennemsnitlig årlig forrentning på ca. 24 pct. af restgælden.

Efter udløbet af leasingperioden har brugeren normalt ret til at fortsætte leasingkontrakten mod en stærkt reduceret leje – som regel en tiendedel eller derunder af normallejen. I modsat fald skal den lejede genstand tilbageleveres. Leasingsystemets anvendelse her i landet er endnu så ny, at der ikke har dannet sig nogen fast praksis med hensyn til, hvorvidt og på hvilke vilkår der åbnes brugeren adgang til – enten mens leasingaftalen endnu løber eller på udløbstidspunktet – at købe den af aftalen omfattede genstand. Det er oplyst, at ingen af bankernes leasingselskaber giver lejeren ret til at købe den leasede genstand efter leasingperiodens udløb, men selskaberne har i praksis i visse tilfælde solgt genstanden til lejeren efter leasingperiodens udløb til en pris, der i de fleste tilfælde ikke har oversteget 10 pct. af anskaffelsessummen, jfr. i øvrigt oplysningerne ovenfor om leasingafgiften ved forlængelse af leasingaftalen.

d. Andre former for finansiering

Ud over de ovenfor anførte vilkår for finansiering af afbetalingshandel, factoring og leasing er gennem undersøgelserne kommet oplysninger frem om vilkårene for forskellige andre former for finansieringsvirksomhed, der udøves af nogle af de i afsnit 2 nævnte hovedtyper af finansieringsselskaber. Vilkårene gennemgås i dette afsnit i en rækkefølge, der svarer til den i afsnit 2 anvendte.

d.1. Andre åbne finansieringsselskaber

Et finansieringsselskab, som efter det oplyste hverken var bank-ejet eller tilknyttet en fabrikant, importør, forhandler eller brancheorganisation, oplyste, at det lånte direkte ud til andre erhvervsvirksomheder, og at renten herfor på undersøgelsestidspunktet (januar-marts 1971) androg 12½ pct. p. a.

d.2. Branchefinansieringsselskaber

3 selskaber, der var tilknyttet brancheorganisation o. l., har givet oplysninger om vilkårene for andre former for finansiering.

Et selskab, der yder finansiel støtte i forbindelse med nyetablering, ombygning o. l. af detailhandelsvirksomheder, oplyste, at støtten fortrinsvis blev ydet som kaution for mindre lån mod en provision på 1/4 pct. p. a. af den til enhver tid værende restgæld. Støtte i form af direkte lån med en løbetid på 5–10 år ydedes til almindelig kassekreditrente, det vil på undersøgelsestidspunktet sige ca. 12 pct. p. a.

Et andet selskab oplyste, at det yder lange lån til virksomheder inden for en bestemt branche i form af udstedelse af kasseobligationer (28-årige med en pålydende rente på 5 pct. p. a. og 20-årige på 8 pct. p. a.), hvortil kommer optagelsesgebyr incl. stempel på 4 pct. og administrationsbidrag på 1/2 pct. p. a., begge beregnet af lånets hovedstol. Obligationerne er ikke optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

Endelig oplyste et tredje selskab, at dets aktivitet udelukkende bestod i afgivelse af garanti over for banker og sparekasser for lån til medlemmer af den pågældende brancheorganisation – her af detailhandlere – og at låntageren for kautionen betaler et gebyr til selskabet på 1/4 pct. p. a. af den til enhver tid værende restgæld.

d.3. Vekselerere og bankierer

Efter det oplyste svarer vilkårene for vekselereres og bankierers direkte udlån i vidt omfang til bankernes, blot er renten højere; hvor meget højere afhænger af den med udlånsvirksomheden forbundne risiko.

d.4. Koncernfinansieringsselskaber

8 selskaber inden for gruppen lukkede finansieringsselskaber har givet oplysninger om vilkårene for deres finansieringsvirksomhed.

Et selskab oplyste, at der var tale om et rentefrit langfristet lån til et datterselskab.

4 selskaber oplyste, at renten af deres udlån inden for koncernen androg 5 pct. p. a., et selskab, at renten androg 6 pct. p. a. og et selskab, at den androg 7 1/2 pct. p. a. Endelig oplyste et selskab, at renten – for udlån med afdragstid, der i reglen udgjorde 5–7 år – var 2 pct. point over Danmarks Nationalbanks laveste udlånsrente, det vil på undersøgelsestidspunktet sige 11 1/2 pct. p. a.

De lave rentesatser må ses på baggrund af, at der er tale om lukkede

finansieringsselskaber, der udøver en art intern bankvirksomhed imellem beslægtede selskaber på finansieringsvilkår, der ikke nødvendigvis svarer til vilkårene på det øvrige kapitalmarked.

E. Holdingselskaber

Et selskab, der er henregnet til gruppen holdingselskaber, oplyste, at det drev udlånsvirksomhed med afdrag efter aftale, og at renten androg 13 pct. p. a.

7. Slutning

Den endelige vurdering af de finansieringsvilkår, der er redegjort for i dette afsnit, må afhænge af en undersøgelse af det økonomiske udbytte, selskaberne opnår ved deres finansieringsvirksomhed. En nærmere redegørelse herfor gives i det følgende afsnit.

6. Finansieringsselskabers og lignende virksomheders økonomiske resultater

På baggrund af gennemgangen i det foregående af vilkårene for den finansieringsvirksomhed, der udøves af finansieringsselskaber og lignende virksomheder, kan det være af interesse at undersøge, om de økonomiske resultater, disse selskaber gennem deres virksomhed opnår, modsvares af de – når bortset fra koncernfinansieringsselskaber – relativt høje rentesatser for udlån, disse selskaber forlanger, set i relation til renteniveauet på det organiserede kapitalmarked.

I dette afsnit skal en sådan vurdering ved hjælp af resultaterne af de i afsnit 1 nævnte undersøgelser foretages. Til brug herfor defineres først nogle overskudsbegreber, som herefter anvendes, først på finansieringsselskaberne og derefter – mere summarisk – på investeringsselskaberne.

a. Overskudsbegreber

En periodes driftsresultat, kaldet overskud, defineres som periodens indtægter ÷ periodens udgifter. Er den til perioden svarende selskabsskat (S) ikke regnet med blandt udgifterne, kaldes driftsresultatet for overskud før skat (O), er selskabsskatten derimod regnet med blandt udgifterne, tales om overskud efter skat (Ø). Periodens renteudgifter kaldes (T), den gennemsnitlige egenkapital i perioden kaldes (M) og den gennemsnitlige fremmedkapital kaldes (N).

Med brug af disse størrelser kan etableres fire overskudsbegreber; nemlig

Overskudsbegreb 1:

$$r_1 = \frac{O}{M} \times 100 \qquad (16)$$

Dette overskudsbegreb viser, hvorledes selskabets egenkapital forrentes for betaling af selskabsskat.

Overskudsbegreb 2:

$$r_2 = \frac{O-S}{M} \times 100 = \frac{Ø}{M} \times 100 \qquad (17)$$

Og dette, hvorledes selskabets egenkapital forrentes efter betaling af selskabsskat.

Overskudsbegreb 3:

$$r_3 = \frac{O+T}{M+N} \times 100 \qquad (18)$$

Dette overskudsbegreb viser, hvorledes hele den i selskabet investerede kapital forrentes før betaling af selskabssskat.

Overskudsbegreb 4:

$$r_4 = \frac{O-S+T}{M+N} \times 100 = \frac{Ø+T}{M+N} \times 100 \qquad (19)$$

Og dette, hvorledes hele den i selskabet investerede kapital forrentes efter betaling af selskabssskat.

Kaldes den rentesats, selskabet i gennemsnit må betale for lånet af fremmedkapitalen for (t), fås

$$t = \frac{T}{N} \times 100 \qquad (20)$$

Er $t < r_3$, vil det gælde, at $r_1 > r_3$; er $t > r_3$, vil det gælde, at $r_1 < r_3$ og er $t = r_3$ vil det gælde, at $r_1 = r_3$.

Heraf følger, at et relativt dårligt økonomisk resultat for et selskab dels kan dække over et faktisk dårligt resultat, men at der også kan være tale om, at selskabet gennem betaling af en unormal høj rentesats på fremmedkapitalen, så at sige »drænes«, og måske i realiteten forrenter den samlede kapital til markedsrente eller højere. Især for de bankejede finansieringsselskaber og koncernfinansieringsselskaberne kunne denne problemstilling tænkes at være relevant.

Tilsvarende kan et relativt godt resultat have sin baggrund i en unormal lav rentesats på fremmedkapitalen.

TABEL 6

Forrentningen efter betalt selskabsskat af finansierings- og investeringsselskabernes egenkapital 1964–1969

	1964	1965	1966	1967	1968	1969
	forrentningsprocent					
Finansieringsselskaber	7,4	8,9	7,3	6,6	7,6	9,0
Investeringsselskaber	7,0	7,0	8,3	9,1	8,5	8,1
Finansierings- og investeringsselskaber tilsammen ..	7,1	7,7	8,0	8,2	8,2	8,4

b. Finansieringsselskaberne

I tabel 6 er for finansierings- og investeringsselskaberne vist, hvordan egenkapitalen har forrentet sig – efter skat – i årene 1964–1969, dvs. svarende til overskudsbegreb 2.

Af tabellen ses, at finansieringsselskabernes forrentningsprocent svinger noget fra år til år. Den gennemsnitlige årlige forrentning af egenkapitalen i perioden 1964–1969 var 7,9 pct., hvilket ligger lidt under den forrentning, der ifølge den officielle statistik opnås af samtlige aktieselskaber. Den tilsvarende forretningsprocent var for samtlige banker 9,7 pct. i 1968 og 6,1 pct. i 1969.

I tabel 7 er for et udsnit af samtlige finansieringsselskaber vist de økonomiske resultater, målt ved de fire overskudsbegreber.

For samtlige bankejede finansieringsselskaber fremgår det af tabellen, at $r_1 < r_3$, hvilket viser, at fremmedkapitalen i disse selskaber – som altovervejende består af lån i de banker, der ejer selskaberne – forrentes højere end egenkapitalen. For de bankejede afbetalingsfinansieringsselskaber udgør renteudgiften i procent af lån i 1968 12,0 pct. Hovedbankernes gennemsnitlige rente for samtlige udlån incl. provision udgjorde for 1968 9,8 pct. p. a., hvilket viser, at de bankejede afbetalingsfinansieringsselskaber i 1968 betalte noget mere end almindelig bankrente for deres lån i bankerne.

Da de bankejede factoring- og leasingselskabers renteudgift i procent af lån i 1968 udgør 6,5 pct., er det ikke her, årsagen til disse selskabers relativt dårlige økonomiske resultat skal søges. Forklaringen herpå kan bl. a. ligge i, at selskaberne i 1968 endnu var under indarbejdning (de er alle stiftet i 1965 og 1966). Hertil kommer, at et af selskaberne har haft tab på Boss of Scandinavia.

Tabel 7 viser klart, at der er forskel på de økonomiske resultater i 1969 imellem på den ene side de åbne og delvist åbne finansieringsselskaber –

TABEL 7

Økonomiske resultater for udsnit af forskellige typer af finansieringsselskaber

	7 bankejede afbetalings-finansierings-selskaber	4 bankejede factoring- og leasing-selskaber	18 åbne og delvist åbne finansierings-selskaber [1])	20 lukkede finansierings-selskaber (koncernfinan-sieringsselskaber)	Samtlige finansierings-selskaber	
	1968	1968	1969	1969	1968	1969
	forrentningsprocent					
Økonomisk resultat, målt ved overskudsbegreb:						
1	9,7	3,9	18,6	7,4	9,9	11,7
2	6,6	2,6	14,8	5,4	7,6	9,0
3	11,7	5,7	13,5	6,7	...	...
4	11,3	5,3	12,8	5,6	...	...

Anm. Vedr. definition af de anvendte overskudsbegreber henvises til teksten.

[1]) Gruppen udgøres af 2 andre åbne finansieringsselskaber, 12 varemærkefinansieringsselskaber og 4 branchefinansieringsselskaber.

med $r_1 = 18{,}6$ og $r_3 = 13{,}5$ – og på den anden side de 20 lukkede finansieringsselskaber med $r_1 = 7{,}4$ og $r_3 = 6{,}7$. Både hvad angår forrentning af egenkapital og af fremmedkapital ligger de åbne betydeligt over de lukkede selskaber. Dette må antageligt ses i sammenhæng med, at de lukkede selskaber som tidligere nævnt fungerer som interne bankvirksomheder imellem beslægtede selskaber (koncernselskaber), hvori den indbyrdes renteberegning kan være bestemt af helt andre faktorer end forholdene på det danske kapitalmarked. Som eksempler på sådanne faktorer kan nævnes interne rentesatser til brug for koncernens investeringskriterier, interne valutakurser og skattelovgivningen.

Til uddybning af de i tabel 7 givne oplysninger vedrørende disse to selskabstypers økonomiske resultater, kan nævnes, at renteudgiften i procent af lån i 1969 i de 18 åbne selskaber udgjorde 12,4 pct. og i de 20 lukkede selskaber 5,7 pct.

Gennemsnitstallene for samtlige finansieringsselskaber må således, på grundlag af de i tabel 7 fremlagte resultater, vurderes som dækkende over højst forskellige økonomiske resultater hos på den ene side de åbne og delvist åbne selskaber og på den anden side de lukkede selskaber. De økonomiske resultater, der opnås af de førstnævnte selskaber – som set i en større kapitalmarkedsmæssig sammenhæng må siges at være de mest interessante – synes at svare godt til de – set i relation til renteniveauet på det organiserede kapitalmarked – for selskaberne gunstige vilkår, hvorunder disse udøver deres finansieringsvirksomhed, hvilket tillige synes at vise, at disse selskaber med hensyn til administrativ effektivitet og risko for tab på debitorer stort set arbejder på lige fod med resten af kapitalmarkedet.

TABEL 8

Økonomiske resultater for udsnit af forskellige typer af investeringsselskaber

	5 bankejede pantebrevsselskaber	10 andre pantebrevsselskaber	18 holdingselskaber	Samtlige investeringsselskaber	
	1968	1969	1969	1968	1969
	forrentningsprocent				
Økonomisk resultat, målt ved overskudsbegreb:					
1	21,8	8,7	6,7	11,1	10,5
2	17,9	6,1	5,5	8,5	8,1
3	11,5	8,8	6,6	...	...
4	10,7	8,0	5,9	...	...

Anm. Se anmærkning til tabel 7.

c. Investeringsselskaber

I tabel 8 er for et udsnit af samtlige investeringsselskaber vist de økonomiske resultater, målt ved de fire overskudsbegreber.

Da $r_1 \geqq r_3$ for alle tre selskabsgrupper, kan det konstateres, at der for investeringsselskaberne ikke synes at være tale om, at disse selskaber »dræ-nes« via rentesatsen på fremmedkapitalen. Således kan det nævnes, at de 5 bankejede pantebrevsselskaber, der i 1968 kan fremvise en overordentlig høj forrentning, havde en renteudgift af lån i dette år på 8,9 pct., hvilket svarer til bankrenten, jfr. foran.

Tallene i tabel 8 synes at vise – næppe overraskende – at de investeringsselskaber, der investerer i aktier – nemlig holdingselskaberne – opnår et økonomisk resultat, der ligger under gennemsnittet for investeringsselskaberne som helhed, mens det omvendte synes at være tilfældet for de selskaber, der investerer i obligationer og pantebreve. En nærmere forklaring herpå skal ikke forsøges her, men det skal blot påpeges, at aktier er ejerrettighedsandele til realaktiver, mens obligationer og pantebreve er gældsbreve lydende på nominelle beløb med sikkerhed i realaktiver. Denne forskel er i perioder med inflation af helt afgørende betydning for de to fordringstypers realrente. Den forskellige skattemæssige behandling af på den ene side renter og udbytter og på den anden side kursgevinster spiller formentlig også en rolle.

Til supplering af det ovenfor anførte vedrørende finansierings- og investeringsselskabernes økonomiske resultater kan det oplyses, at finansieringsselskabernes egenkapital i gennemsnit for perioden 1964–1969 for samtlige selskaber udgjorde ca. 33 pct. af den investerede kapital, mens det tilsvarende tal for investeringsselskaberne var ca. 59 pct.

TABEL 9

Den samlede kapitalformidling til den private sektor ved udgangen af 1968 og 1969 samt stigningen heri i løbet af 1968 og 1969

	Samlet kapitalformidling ultimo året:		Stigning i kapitalformidlingen i løbet af året:	
	1968	1969	1968	1969
	mill. kr.		mill. kr.	
Banker	23.408	26.007	1.419	2.599
Sparekasser	11.865	12.695	882	830
Andelskasser	187	214	17	27
Postgiro	153	181	55	28
Kredit- og hypotekforeninger samt reallånefonde	52.350	63.134	9.176	11.735
Erhvervsfinansieringsinstitutter	3.323	4.021	618	698
Forsikringsselskaber	1.196	1.313	194	117
Pensionskasser	776	847	102	71
Aktieemissioner	12.543	13.493	520	809
Staten	8.854	9.474	372	620
Udlandet	9.097	10.544	578	1.447
Tilsammen	123.752	141.923	13.933	18.981
Finansierings- og investeringsselskaber	1.416	1.527	107	111
I alt	125.168	143.450	14.040	19.092

7. *Finansieringsselskabers og lignende virksomheders rolle på det danske kapitalmarked*

På grundlag af tabel 1 i (D.K.I.) er opstillet den i tabel 9 viste oversigt over den samlede kapitalformidling (F) ved udgangen af 1968 og 1969 og nettokapitalformidlingen (N) i løbet af 1968 og 1969 til den private sektor.

Af tabel 9 fremgår det, at af den samlede kapitalformidling til den private sektor ultimo 1968 på 125 milliarder kr. hidrørte 1,4 milliarder kr. – eller godt 1,1 pct. – fra finansierings- og investeringsselskaberne. Ved udgangen af 1969 var denne andel knap 1,1 pct. svarende til 1,5 milliarder kr. af en samlet kapitalformidling på 143 milliarder kr. Finansierings- og investeringsselskabernes andel af stigningen i den samlede kapitalformidling udgjorde i 1968 0,8 pct. og i 1969 0,6 pct.

Set i forhold til det samlede kapitalmarked er den finansieringsvirksomhed, der udøves af finansierings- og investeringsselskaber altså af ganske ringe omfang, omend billedet tegner noget gunstigere, hvis andelen måles

ved bruttokapitalformidlingen, idet finansierings- og investeringsselskabernes udlån er relativt kortfristede.

De finansieringsformer, der præger de åbne og delvist åbne finansieringsselskaber – finansiering af afbetalingshandel, factoring, leasing, ydelse af garanti, vekseldiskontering og direkte udlån – viser, at disse selskaber først og fremmest konkurrerer med og supplerer de finansielle institutioner på det organiserede kapitalmarked, der forsyner erhvervslivet med driftskredit, dvs. bankerne og i noget mindre omfang sparekasserne. Bankerne har da også selv oprettet sådanne finansieringsselskaber.

Konkurrencen mellem finansieringsselskaberne og bankerne sker ikke på udlånsrenten, idet finansieringsselskaberne – når bortses fra de lukkede selskaber – opererer med langt højere rentesatser, men skabes gennem finansieringsselskabernes specialisering på bestemte fordringstyper, dvs. gennem etablering af individuelle udlånsformer med vilkår afpasset efter den enkelte låners behov, hvor bankernes muligheder er begrænset via lovgivning, aftaler m. v.

Gennem engagement i de mere risikobetonede former for finansieringsvirksomhed – som bankerne ikke efter lovgivningen kan eller ønsker at beskæftige sig med – supplerer finansieringsselskaberne disse som formidlere af erhvervslivets behov for driftskreditter.

I forhold til bankerne er finansieringsselskaberne set fra et kapitalformidlingssynspunkt hæmmet af flere faktorer. For det første må disse selskaber ikke reklamere over for offentligheden med, at indlån modtages. For det andet stiller finansieringen af disse selskabers udlånsvirksomhed langt større krav om egenkapital; således udgør bankernes egenkapital knap 8 pct. af de samlede passiver, mens det tilsvarende tal for finansieringsselskaberne er ca. 33 pct. For det tredje kan disse selskaber ikke som bankerne kalkulere med, at nye udlån skaber indlån, der er for disse selskaber altså ikke tale om en egentlig kreditmultiplikator.

Forskellen mellem finansieringsselskabernes udlånsrente og den rente, de må betale af fremmedkapitalen (rentemarginalen), synes på basis af oplysningerne i afsnit 5 at være noget større end bankernes rentemarginal. Denne forskel opvejes vel ofte af den større risiko, der er forbundet med finansieringsselskabernes udlån i forhold til bankernes.

På den anden side oplyser finansieringsselskaberne selv i de foretagne undersøgelser, at tab på udlånsvirksomheden kun yderst sjældent forekommer.

Dette rejser jo uvilkårligt det spørgsmål, om ikke disse finansieringsselskaber og lignende virksomheder blot er et overflødigt distributionsled på det danske kapitalmarked, først og fremmest skabt af en restriktiv lovgivning, konkurrencebegrænsende aftaler m. v. på den del af det organiserede danske kapitalmarked, der primært forsyner erhvervslivet med driftskapital.