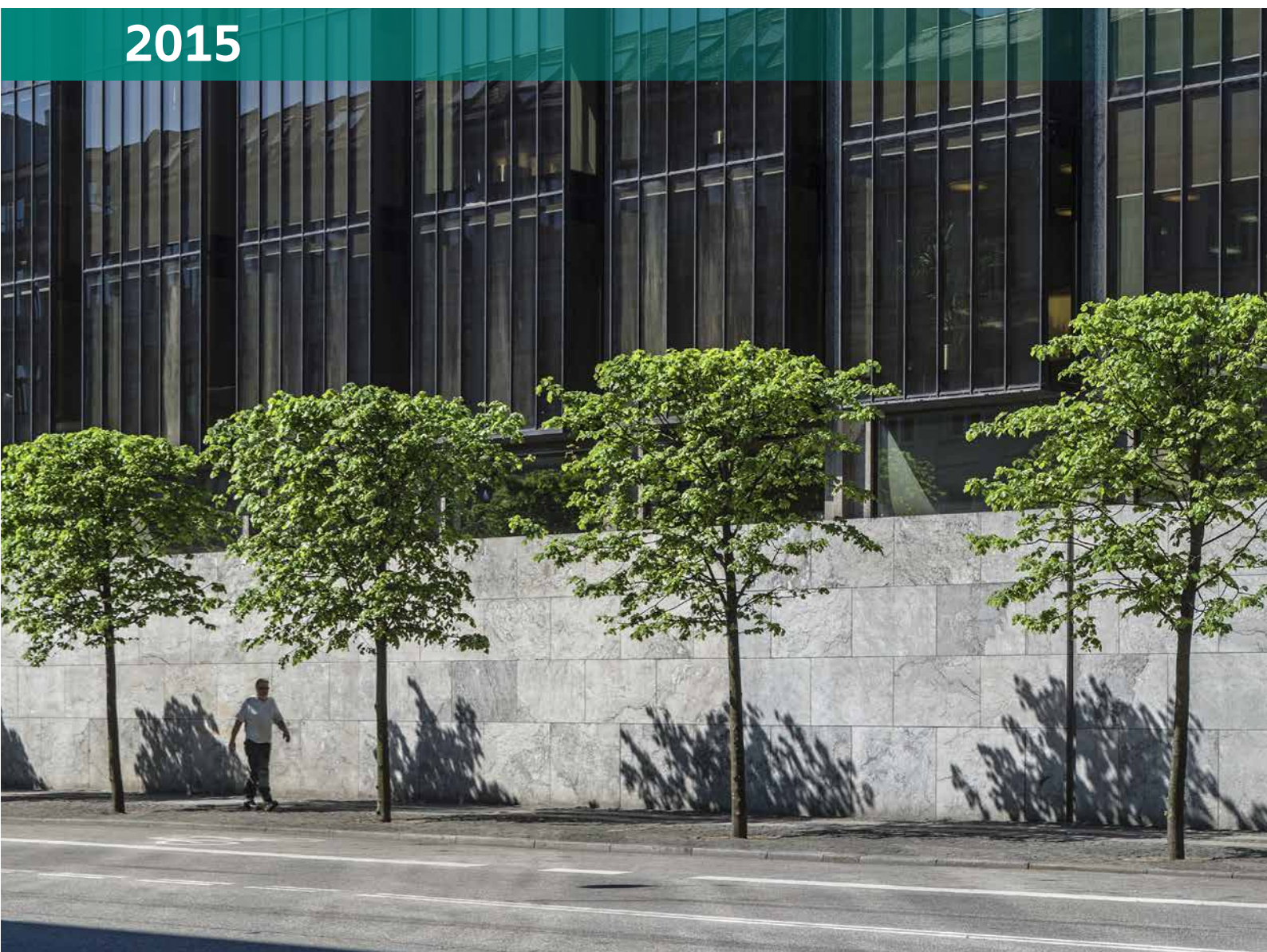


DANMARKS  
NATIONALBANK

---

**FINANSIEL STABILITET  
2. HALVÅR**

**2015**



DANMARKS  
NATIONALBANK



DANMARKS  
NATIONALBANK  
**FINANSIEL STABILITET**  
**2. HALVÅR**  
**2015**

## FINANSIEL STABILITET 2. HALVÅR 2015

Det er tilladt at kopiere fra publikationen, forudsat at Danmarks Nationalbank udtrykkeligt anføres som kilde. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Finansiell stabilitet er tilgængelig på Nationalbankens websted: [www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk) under publikationer. Finansiell stabilitet er oversat til engelsk.

Information om publikationen kan fås ved henvendelse til:

Danmarks Nationalbank  
Kommunikation  
Havnegade 5  
1093 København K

Telefon 33 63 70 00 (direkte) eller 33 63 63 63  
Ekspeditionstider, mandag-fredag kl. 9.00-16.00  
E-mail: [kommunikation@nationalbanken.dk](mailto:kommunikation@nationalbanken.dk)  
[www.nationalbanken.dk](http://www.nationalbanken.dk)

Redaktionen er afsluttet 30. november 2015.

Signaturforklaring:

- Nul

0 Mindre end en halv af den anvendte enhed

• Tal kan efter sagens natur ikke forekomme na. Tal foreligger ikke

Som følge af afrundinger kan der være mindre forskelle mellem summen af de enkelte tal og de anførte totalbeløb.

ISSN (Online) 1602-0561

# INDHOLD

3	FORORD
5	SAMMENFATNING OG VURDERING
9	UDVIKLING OG TENDENSER
9	Makroøkonomisk og finansiel baggrund
11	Husholdningernes gæld er høj, men udgør aktuelt kun en begrænset trussel mod den finansielle stabilitet
18	Kreditinstitutterne lever op til nyt likviditetskrav
18	Bankerne har lagt finanskrisen bag sig
22	Kapitalkravene skærpes de kommende år
27	Landbruget er i krise, men truer ikke den finansielle sektors sundhed
31	LIKVIDITET PÅ MARKEDET FOR REALKREDITOBLIGATIONER
31	Indledning og sammenfatning
32	Markedslikviditet
32	Likviditet på markedet for realkreditobligationer understøtter finansiel stabilitet
33	Forskelle i likviditet på tværs af realkreditobligationer
37	Markedsforhold påvirker likviditeten
42	Referencer
43	Bilag
45	NYT KRISEHÅNTERINGSREGIME
45	Indledning og sammenfatning
46	Nye EU-regler om krisehåndtering af kreditinstitutter
47	Genopretning af institutter i vanskeligheder
50	Rammer for afvikling af nødlidende SIFI'er
BILAG	
65	BILAG 1
67	BILAG 2



# FORORD

Ifølge nationalbankloven fra 1936 har Nationalbanken til opgave at opretholde et sikkert pengevæsen og at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning. Et af bankens overordnede formål er derfor at bidrage til at sikre stabiliteten i det finansielle system.

Nationalbanken definerer finansiell stabilitet som en tilstand, hvor det finansielle system som helhed er så robust, at eventuelle problemer i sektoren ikke spreder sig og hindrer det finansielle system i at fungere som effektiv formidler af kapital og finansielle tjenesteydelser.

I publikationen *Finansiell stabilitet* vurderer Nationalbanken den finansielle stabilitet i Danmark og fremlægger holdninger og anbefalinger vedrørende tiltag, der kan bidrage til at styrke den finansielle stabilitet. Endvidere er det sigtet med publikationen at stimulere den faglige debat om spørgsmål af relevans for finansiell stabilitet og give input til de overvejelser, som gøres om risikovurderinger hos andre offentlige myndigheder, i de enkelte finansielle institutter og i den finansielle sektors samarbejdsorganer.





# 1

## SAMMENFATNING OG VURDERING

De danske kreditinstitutter opnåede i 1. halvår 2015 samlet set det største overskud siden finanskrisen. Det skete trods lav efterspørgsel efter nye lån og et historisk lavt renteniveau.

Det større overskud skyldtes bl.a. højere gebyrindtægter fra en stigning i antallet af lånekonverteringer. Derudover var der lavere nedskrivninger på banklån, og for hele 2015 tegner nedskrivningsprocenterne til at blive væsentligt lavere end i tidligere år. Det skal ses i lyset af forbedrede konjunkturer og stigende værdier af ejendomme, som ligger til sikkerhed for en del af lånene.

De systemiske koncerners regnskaber for 3. kvartal 2015 viser, at de ikke har fastholdt fremgangen i indtjeningen. Det skyldes bl.a. færre gebyrer fra lånekonverteringer samtidig med, at nettorenteindtægterne fortsat presses af det lave renteniveau og en afdæmpet efterspørgsel efter nye lån.

Den lave efterspørgsel efter nye lån skal ses i sammenhæng med, at udlånet ligger på et højt niveau, og at det ikke er faldet de senere år, selv om det steg kraftigt i årene op til krisen. På den baggrund er det vigtigt, at kreditinstitutterne ikke slækker på kreditstandarderne for derved at øge deres forretningsomfang. Det giver derfor anledning til en vis bekymring, at nogle af de mellemstore banker i de seneste kvartaler i Nationalbankens udlånsundersøgelse har svaret, at de har lempet kreditstandarderne.

### **BANKERNE HAR RIGELIG LIKVIDITET**

De danske banker har samlet set indlånsoverskud og en rigelig likviditet. I oktober 2015 trådte det fælleseuropæiske likviditetskrav Liquidity Cover-

age Ratio, LCR, i kraft. De systemiske koncerner overholdt kravet med en betydelig margin i forhold til det fastsatte minimum på 100 pct. De ikke-systemiske institutter<sup>1</sup> havde også en LCR over 100 pct., selv om minimumskravet til dem var 60 pct. Kravet til disse institutter stiger gradvist til 100 pct. i 2018. En overdækning i forhold til minimumskravene er hensigtsmæssig, da målet svinger over tid.

### **DE SYSTEMISKE KONCERNER HAR SOLID KAPITALOVERDÆKNING I FORHOLD TIL MINIMUMSKRAVENE**

Alle de systemiske koncerner har solid kapitaloverdækning i forhold til de nuværende kapitalkrav. Det er med til at sikre deres robusthed.

I de kommende år skærpes kapitalkravene. Det sker ved, at der indføres en såkaldt kapitalbevaringsbuffer og for de systemiske koncerner også en SIFI-kapitalbuffer. Selv om disse bufferkrav først er fuldt indfaset i 2019, opfyldte alle de systemiske koncerner dem ved udgangen af 1. halvår 2015. Nogle systemiske koncerner kan dog være nødt til at øge deres kapitalisering i de kommende år, hvis den kontracykliske buffer øges fra de nuværende 0 pct.

Nationalbanken udfører halvårligt en stresstest af pengeinstitutternes kapitalisering i forskellige makroøkonomiske scenarier. Stresstesten viser, at de fem systemiske institutter alle har en solid kapitaloverdækning i forhold til minimumskravene frem til 2017, hvor fremskrivningen ophører.

---

<sup>1</sup> Gruppen af ikke-systemiske institutter er defineret i bilag 1.

Det gælder også i et scenarie med hård recession. Stresstesten er baseret på institutternes regnskaber. Resultaterne understøttes af en supplerede markedsbaseret stresstest, som bl.a. baseres på de børsnoterede bankkoncerners aktiekurser og derved udnytter markedets fremadskuende vurdering af koncernernes kapitalisering.

Nationalbankens stresstest viser også overdækningen i forhold til kapitalbufferkravene. De stigende krav bevirker, at overdækningen vil falde, og enkelte systemiske institutter vil i 2017 få et kapitalbehov. Det er usikkert, hvor negativt investorerne vil reagere, hvis et systemisk institut ikke kan overholde kapitalbufferkravene. Deres reaktion kan få stor betydning, da de systemiske institutter er afhængige af vedvarende adgang til finansiering på de finansielle markeder.

### **HUSHOLDNINGERNES GÆLD ER HØJ, MEN ER IKKE EN AKTUEL TRUSSEL MOD DEN FINANSIELLE STABILITET**

Danske husholdninger har høj gæld, hvoraf størstedelen er med variabel rente. Renteændringer har derfor betydelig effekt på husholdningernes rentebetalinger og dermed på deres rådighedsbeløb. Langt de fleste familier er dog økonomisk robuste til at klare en kraftig rentestigning. I løbet af det sidste halvandet år er andelen af husholdninger med realkreditlån med fast rente steget, hvilket bidrager til øget robusthed over for højere renter.

Nogle familier er dog særligt sårbare, da de vedvarende har høj gæld i forhold til både deres boligs værdi og deres indkomst. Kreditinstitutterne har udlån for over 200 mia. kr. til denne gruppe af boligejere, hvoraf 75 pct. har realkreditlån med variabel rente. Familier med høj gæld i forhold til indkomsten har forøget risiko for at misligholde deres lån. Hvis ydelserne på lånene ikke kan betales, øges institutternes risiko for tab ved, at gælden også er høj i forhold til boligens værdi. Risikoen for tab mindskes dog af, at størstedelen af familierne med høje gældskvoter har både høje indkomster og store aktiver.

### **LANDBRUGET ER I KRISE, MEN TRUER IKKE DEN FINANSIELLE SEKTORS SUNDHED**

Landbrugserhvervet er tyngt af høj gæld, og indtjeningen er presset af, at afregningspriserne har været faldende de seneste par år, om end de ikke er ekstraordinært lave set over længere tid.

For tiden er landbruget kraftigt hjulpet af meget lave renter. Alligevel har en række landmænd underskud og problemer med at servicere deres lån. Det har bevirket, at bankernes nedskrivningsprocenter på landbrugslån fortsat er høje, mens de har været faldende i de øvrige erhverv.

Kreditinstitutterne bør tage højde for, at tabene kan stige betydeligt, hvis renteniveauet stiger markant, og afregningspriserne fortsætter med at være lave. Udfordringen understreges af, at en række landbrug desuden vil få underskud, hvis de omlægger deres realkreditlån fra variabel rente til fast rente. De har dermed ikke råd til lån, som beskytter dem mod fremtidige stigninger i den korte rente.

Det er især mindre, lokale banker, der har store eksponeringer mod landbruget. De er derfor særligt følsomme over for forringet tilbagebetalings-ejne og lavere priser på landbrug.

På baggrund af Nationalbankens stresstest vurderes yderligere og meget høje nedskrivninger på landbrug dog ikke at true sundheden i den finansielle sektor som helhed.

### **LIKVIDITETEN UDFORDRES PÅ MARKEDET FOR REALKREDITOBLIGATIONER**

Der er blandt markedsdeltagere og internationale organisationer stigende opmærksomhed på markedslikviditet, især på obligationsmarkederne. I Danmark er markedsdeltagere især bekymrede for faldende og mindre robust likviditet på markedet for realkreditobligationer.

På baggrund af analysen i kapitel 3 vurderes det generelle likviditetsniveau for realkreditobligationer fortsat at være højt. Der har dog siden slutningen af 2014 været større volatilitet i likviditeten, hvilket indikerer, at den er blevet mindre robust. Der er derfor risiko for, at der i forhold til tidligere skal mindre stød til, før likviditeten forsvinder.

Bankerne spiller en central rolle i likviditetsskabelsen på obligationsmarkedet, da de gennem deres market making-aktiviteter er med til at absorbere ubalancer mellem udbud og efterspørgsel i markedet. Markedsdeltagere peger på, at market makerne inden for de seneste år er blevet mindre villige til at absorbere disse ubalancer. Det skal ses i lyset af, at lavere risikovillighed og øget kapital- og likviditetsregulering efter finanskrisen kan betyde, at bankerne mindsker deres market making på obligationsmarkedet. Danske banker

har det seneste år reduceret deres beholdning af realkreditobligationer til brug for market making, hvilket understøtter dette billede.

Analysen viser også, at realkreditobligationernes egenskaber har betydning for likviditeten.

Mindre seriestørrelser måles bl.a. til at have en lavere likviditet. Det kan betyde, at handel med de mange små obligationsserier kan blive udfordret i en situation med faldende likviditet i markedet. De nye likviditetskrav gør det samtidig mindre attraktivt for kreditinstitutterne at holde obligationsserier under en vis størrelse.

Robustheden af likviditeten afhænger i høj grad også af obligationernes kreditværdighed. Internationalt er der tegn på, at likviditeten bliver mere koncentreret omkring få obligationstyper med lav kreditrisiko. I en sådan situation er det afgørende for likviditeten på det danske marked for realkreditobligationer at fastholde tilliden til systemet og obligationernes høje kreditværdighed.

#### **NYT KRISEHÅNTERINGSREGIME GØR OP MED DEN IMPLICITTE STATSGARANTI TIL DE STØRSTE INSTITUTTER**

Under den seneste finansielle krise blev en række kriseramte europæiske kreditinstitutter reddet ved brug af statslige midler. Statslig indgriben var nødvendig for at sikre en videreførelse af de funktioner i det finansielle system, der er kritiske for realøkonomien, og som udføres af systemisk vigtige institutter. Husholdninger, virksomheder og myndigheder er afhængige af en række af de tjenesteydelser, som institutterne leverer. En konkurs, som sætter disse kritiske funktioner i stå, vil have store negative konsekvenser for den finansielle stabilitet og realøkonomien.

I mangel af et regelsæt for, hvordan myndighederne skulle håndtere et kriseramt institut uden sådanne konsekvenser, var en række stater nødsaget til at gribe ind. Det indebærer finansiel støtte til kriseramte institutter – og dermed til deres ejere og kreditorer, en såkaldt *bail-out*. Bail-out er imidlertid en omkostningsfyldt løsning, der indebærer store risici for staten og en uensigtsmæssig incitamentsstruktur for de største institutter.

Med det nye EU-regelsæt for krisehåndtering af kreditinstitutter, BRRD, har afviklingsmyndighederne fået adgang til en række tiltag og værktøjer, der kan gøre det muligt at krisehåndtere ethvert

institut, uanset dets størrelse og funktioner. Det bærende princip er, at de, der har påtaget sig risiciene, dvs. ejerne og kreditorerne i det kriseramte institut, bærer tab i et sådant omfang, at det er muligt at restrukturere eller afvikle instituttet uden betydelig negativ virkning på den finansielle stabilitet, og uden at der anvendes statslige midler. Det sikres ved, at ejerne og kreditorerne i nødvendigt omfang får nedskrevet eller konverteret deres tilgodehavender, en såkaldt *bail-in*. For realkreditinstitutterne, som er systemisk vigtige, er det imidlertid ikke muligt at anvende *bail-in* værktøjet i en situation, hvor et realkreditinstitut må krisehåndteres.

En del af implementeringen af det nye regelsæt udestår fortsat. Det drejer sig om myndighedernes afviklingsplaner samt fastsættelsen af et krav til institutterne om at have tilstrækkelige passiver, der er egnede til at absorbere tab i en afviklingssituation. Dette arbejde er afgørende for, at værktøjerne i en konkret situation vil kunne anvendes efter hensigten, og dermed afgørende for, at krisehåndteringsregimet i praksis er robust og troværdigt. Det er nødvendigt for at undgå, at staterne i fremtiden kan blive presset til en *bail-out* af systemisk vigtige institutter. Der er en række særlige udfordringer i forhold til afvikling af realkreditinstitutter. Det er derfor et vigtigt arbejde at afklare, hvordan det sikres i praksis, at realkreditinstitutter kan afvikles i overensstemmelse med afviklingsmålene.



# 2

## UDVIKLING OG TENDENSER

### MAKROØKONOMISK OG FINANSIEL BAGGRUND

#### FREM GANG I DEN GLOBALE ØKONOMI

Blandt de avancerede økonomier er USA og Storbritannien inde i et opsving, men væksten er taget lidt af de seneste par kvartaler, jf. figur 2.1. I euroområdet er stigningstakten i BNP lidt lavere. I vækstøkonomierne er væksten aftaget, herunder i Kina, hvilket især påvirker de råvareproducerende lande og Kinas nabolande, mens effekterne er noget mindre for de avancerede økonomier.

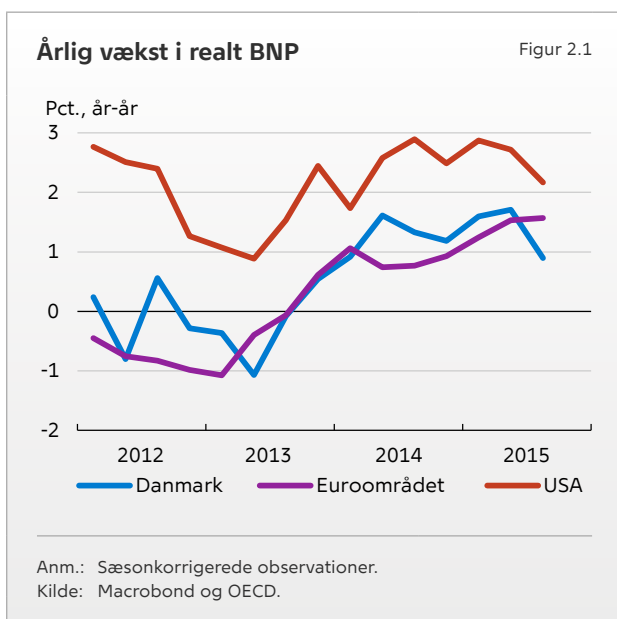
Aktiviteten i de avancerede økonomier drives af den indenlandske efterspørgsel. Den understøttes

bl.a. af lav oliepris og det meget lave renteniveau. I euroområdet og Japan påvirkes eksporten desuden positivt af, at den nominelle effektive valutakurs er blevet svækket. Finanspolitikken virker endvidere ikke længere afdæmpende på aktiviteten i euroområdet og USA. Disse forhold skaber grobund for, at fremgangen fortsætter i 2016. De internationale organisationer har dog nedjusteret deres skøn for fremgangen i globalt BNP i 2015 og 2016 en anelse på baggrund af den svagere aktivitetsfremgang i vækstøkonomierne. OECD vurderer, at vækstnedgangen i Kina har begrænset betydning for de avancerede økonomier via de direkte handelsrelationer, men at effekterne kan blive betydelige, hvis nedgangen giver anledning til global finansiel uro.

#### OPSVINGET FORTSÆTTER I DANSK ØKONOMI

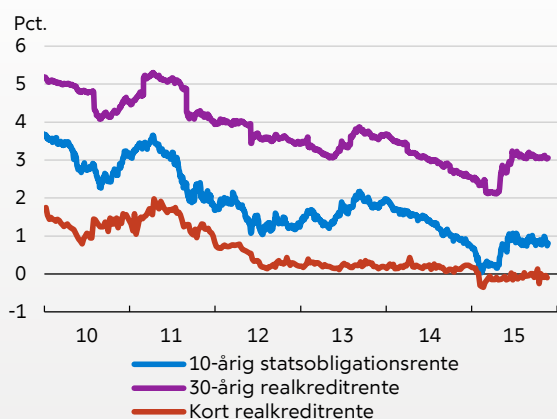
Fald i olieprisen samt svækkelsen af den effektive kronekurs skubber på væksten i dansk økonomi. Renten er også fortsat lav, jf. figur 2.2. Samtidig fremstår arbejdsmarkedet stærkt med stigende beskæftigelse og faldende ledighed. Væksten ventes i Nationalbankens prognose at tage til de kommende år, hvor udfordringen bliver at sikre et tilstrækkeligt arbejdsudbud.

Prisstigningstakten er holdt nede af faldet i oliepriserne og er tæt på nul. Den underliggende inflation er omkring 1 pct., og lønstigningstakten er på vej op.



Udvikling i danske renter

Figur 2.2



Anm.: Den 10-årige statsobligationsrente er parrenten, dvs. den beregnede rente, hvor restløbetiden på papiret er præcis 10 år.  
Kilde: Nordea Analytics, Realkreditrådet, Thomson Reuters EIKON og Nasdaq OMX.

Udviklingen på boligmarkedet er blevet mere af-dæmpet det seneste halve år efter acceleration i 1. kvartal. Stigning i den lange rente siden begyndelsen af året synes således at have dæmpet både aktivitet og prisstigninger. Udviklingen er tydeligst for enfamiliehuse og lidt mindre klar for ejerlejl-

ligheder, og der er fortsat behov for årvågenhed, især over for boligmarkedet i København.

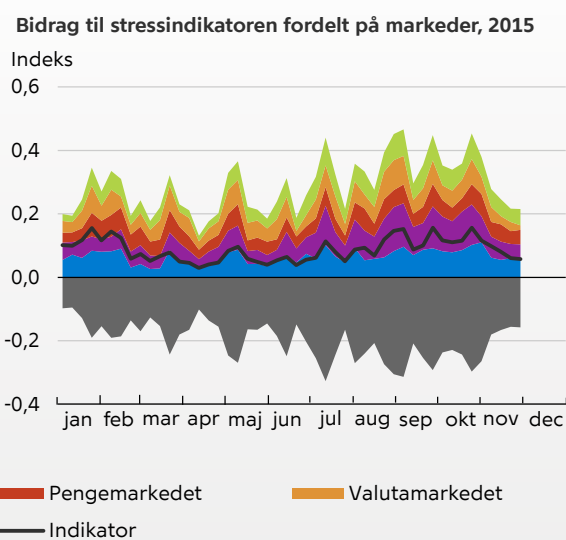
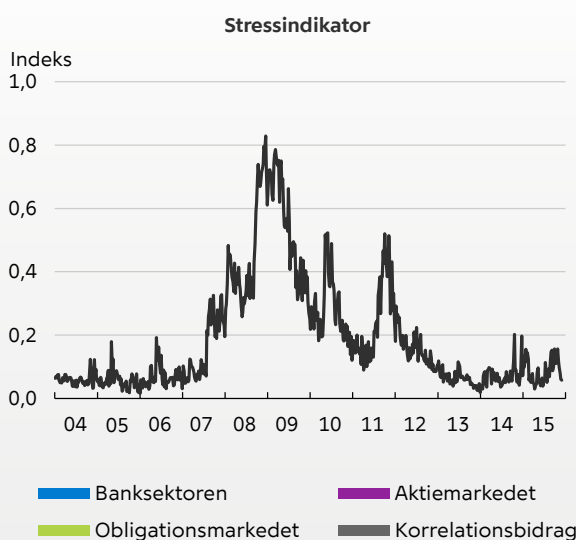
### FINANSIELT STRESSNIVEAU HØJERE I SOMMEREN 2015

Udsvingene på de finansielle markeder steg i løbet af sommeren 2015 i både Danmark og euroområdet. I Danmark bevirkede det, at stressniveauet, som primært måles ved udsving på de finansielle markeder, nåede op på det samme niveau som i efteråret 2014, jf. figur 2.3 (venstre). Her var der betydelige kursudsving, som ramte bl.a. aktiemarkederne.

Nationalbankens sammensatte indikator for finansielt stress viser, at stigningen i sommeren 2015 hovedsageligt var drevet af større udsving på aktie-, obligations- og valutamarkederne, jf. figur 2.3 (højre). Det afspejler bl.a., at det i slutningen af juni og begyndelsen af juli var usikkert, hvordan statsgældssituationen i Grækenland udviklede sig. Desuden påvirkede Kina de finansielle markeder, da der var stigende bekymringer for Kinas vækstudsigter, ligesom de kinesiske aktiemarkeder var ramt af uro med store fald i aktiekurserne, og den kinesiske centralbank i august annoncerede ændringer i valutakurspolitikken. I løbet af efteråret faldt stressniveauet tilbage til et lavt niveau.

Finansiell stressindikator for Danmark

Figur 2.3



Anm.: Nationalbankens indikator for finansiell stress måler det aktuelle stressniveau og kan ikke bruges til at måle opbygningen af systemiske risici. Stressindikatoren er bygget, så lav korrelation mellem de enkelte markeder giver fradrag og dermed lavere stressniveau. Indikatorrens komponenter og beregninger er gennemgået i bilag 2 i Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 2. halvår 2014.  
Kilde: Bloomberg, Nordea Analytics og egne beregninger.

## HUSHOLDNINGERNES GÆLD ER HØJ, MEN UDGØR AKTUELT KUN EN BEGRÆNSET TRUSSEL MOD DEN FINANSIELLE STABILITET

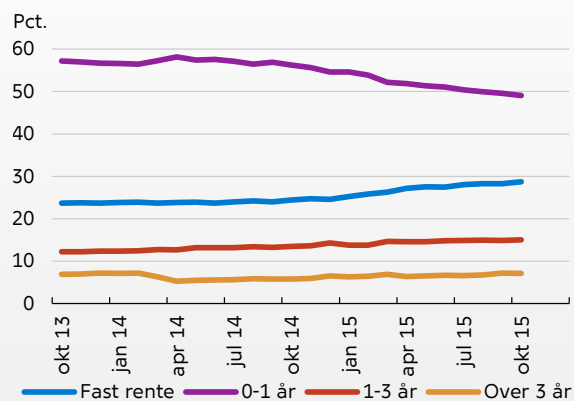
### HUSHOLDNINGERNE BEVÆGER SIG OVER I LÅN MED LÆNGERE RENTEBINDING

Det ekstraordinært lave renteniveau gør det nemmere for husholdningerne at servicere deres gæld. Af hensyn til den finansielle stabilitet og den økonomiske udvikling er det dog også vigtigt, at familiernes økonomi er så robust, at de kan klare et højere renteniveau. Husholdningerne har stor gæld, hvor størstedelen er med variabel rente, jf. figur 2.4. Renteændringer har derfor betydelig effekt på, hvor meget husholdningerne skal betale i renter.

I løbet af det sidste halvandet år har husholdningerne bevæget sig over i lån med længere rentebinding, jf. figur 2.5. Realkreditlån med fast rente udgør således en højere andel af husholdningernes gæld, ligesom tiden til næste refinansiering generelt er øget for de variabelt forrentede realkreditlån.

Udviklingen mod længere løbetider blev forstærket i begyndelsen af 2015, hvor en del af

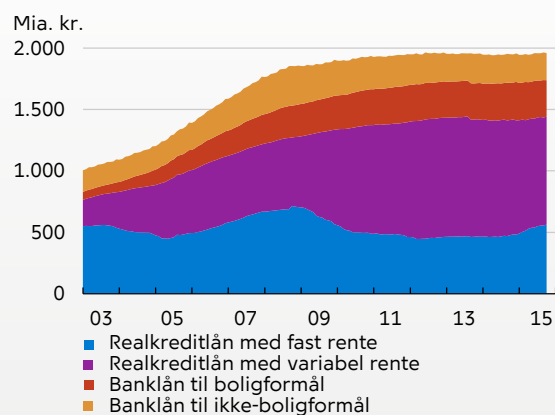
Figur 2.5  
Fordeling af husholdningernes lån efter tid til næste rentebinding



Anm.: Realkreditlån til ejer- og fritidsboliger samt banklån til husholdninger. "Fast rente" er realkreditlån med fast rente. Tidsintervallerne angiver tiden til næste rentefiksering for banklån samt realkreditlån med variabel rente.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

realkreditkunderne udnyttede rentefaldet til at konvertere til lån, hvor de kunne fastlåse renten på et lavt niveau i en længere periode. Desuden har realkreditinstitutterne over en årrække ændret prisstrukturen til fordel for lån med længere rentebindingsperiode.

Figur 2.4  
Lån til husholdninger fordelt efter lån med fast og variabel rente



Anm.: Realkreditlån til ejer- og fritidshuse. Et realkreditlån med fast rente har konstant rentesats i hele lånets løbetid, typisk 30 år. Et realkreditlån med variabel rente har en rentesats, der tilpasses en eller flere gange i lånets løbetid, typisk hvert år eller hvert andet, tredje eller femte år. Banklån<sup>1</sup> dækker alle pengeinstitutlån til husholdningerne, hvoraf langt størstedelen er med variabel rente.

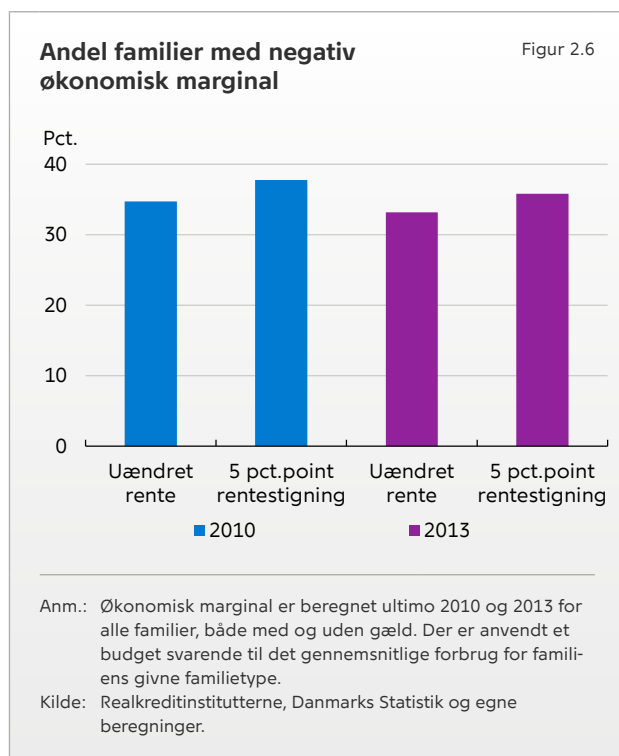
Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> I kapitlet bruges bank og pengeinstitut som synonymer.

### FAMILIERNES ØKONOMI KAN KLARE HØJERE RENTER

Langt de fleste familier er økonomisk robuste til at klare en betydelig rentestigning. Rådighedsbeløbet vil naturligvis falde, men en begrænset del af familierne vil gå fra at have penge til overs til at mangle penge, når de har betalt skat, renter, afdrag, andre faste udgifter og antages at have et gennemsnitligt forbrug givet deres familietype. Det vil sige, at deres såkaldte økonomiske marginal<sup>1</sup> vil gå fra at være positiv til negativ. Ved et rentestød på 5 procentpoint af et års varighed vil således blot 3 pct. af familierne i 2013 gå fra at have en positiv til negativ økonomisk marginal,

<sup>1</sup> Økonomisk marginal er defineret som det beløb, familien har til overs, når den har betalt for bolig, andre faste udgifter og generelle leveomkostninger svarende til standardiserede budgetter for forskellige familietyper.



jf. figur 2.6.<sup>2</sup> Familierne kan dog formentligt klare sig med et forbrug under gennemsnittet, især hvis det kun er i en kortere periode.

Sammenlignet med situationen i 2010 var familiernes rentefølsomhed i 2013 en anelse mindre. I 2013 var der desuden en lidt lavere andel af familierne, som havde en negativ økonomisk marginal, både med og uden rentestigningen. Det skyldes primært, at familiernes disponible indkomst er steget i perioden.

Analysen ser isoleret på en rentestigning og tager ikke højde for, at den økonomiske situation vil ændres, hvis renten stiger kraftigt. Fx vil højere renter i sig selv have negativ effekt på boligpriserne, ligesom højere renter kan afspejle fremgang i den økonomiske aktivitet og dermed indkomsterne.

## STORE UDLÅN TIL BOLIGEJERE MED HØJE GÆLDSKVOTER

Kreditinstitutterne har et betydeligt udlån til boligejere med høje gældskvoter. At have høje

gældskvoter defineres i denne analyse som, at gælden er større end boligens værdi og mindst fire gange højere end familiens indkomst før skat.

Familierne i denne gruppe har forøget risiko for, at de ikke kan betale ydelserne på deres lån. Blandt familierne med høje gældskvoter var andelen i restance således mere end fem gange højere end for de øvrige familier med realkreditgæld. Det må desuden forventes, at en større del af disse familiers andre lån end realkreditlån, herunder banklån, sandsynligvis er blevet misligholdt. Det skyldes, at realkreditlån ofte er den sidste gældspost, som en familie med presset økonomi misligholder.<sup>3</sup>

Kombinationen af høj samlet gæld i forhold til både boligværdi og indkomst giver långiverne særlig høj risiko for tab, jf. figur 2.7. Det skyldes, at en familie med høj gæld i forhold til indkomsten anvender en større del af sin indkomst til at betale ydelserne på lånet. Det gør det sværere for familien at betjene lånet og øger dermed risikoen for, at lånet misligholdes. Det gælder især, hvis renten stiger, og lånene er med variabel rente. Om misligholdelse fører til tab hos långiverne afhænger af, hvorvidt lånene overstiger salgspriisen på det pant, som er lagt til sikkerhed. Hvis det er tilfældet, vil tabet være større, jo større gælden er i forhold til pantets værdi. I det følgende ses på den samlede gæld i forhold til boligens værdi. En del af gælden kan dermed have anden pant end boligen, fx pant i bil.<sup>4</sup>

I 2013 havde boligejerne med høje gældskvoter gæld for over 200 mia. kr., svarende til næsten 12 pct. af den samlede gæld til familierne med realkreditlån, jf. figur 2.8. Størstedelen af gælden var realkreditgæld, men familierne havde relativt mere bankgæld og anden gæld end familierne med lavere belåningsgrader, jf. figur 2.9.

Kreditinstitutternes eksponering over for boligejere med høje gældskvoter kan ændres betydeligt inden for ganske få år, som det fx var tilfældet i årene 2007-09, jf. figur 2.8. Det afspejler primært de makroøkonomiske forhold. Fx vil et

2 Analysen er baseret på mikrodata af husholdningernes økonomiske situation ved udgangen af 2013. Konklusionen er den samme, hvis data fremskrives med udviklingen i makrotallene for 2014. Følsomhedsanalysen er baseret på en opdatering af Asger Lau Andersen, Anders Møller Christensen, Charlotte Duus og Ri Kaarup, "Familiernes økonomiske robusthed, variabel rente og afdragsfrihed", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2012, del 2.

3 For en nærmere analyse heraf se Asger Lau Andersen og Charlotte Duus, "Restancer på realkreditlån blandt danske familier", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2013, del 2.

4 Datasættet er på individniveau og indeholder alle boligejere, ekskl. selvstændige, ikke-skattepligtige og familier med årlig indkomst under 25.000 kr. og gæld under 15.000 kr. Der ses bort fra bilværdier, men en robusthedsanalyse viser, at konklusionerne er de samme, om de inkluderes eller ej.



## Risiko for misligholdelse af lån og størrelse på tab ved forskellig mængde samlet gæld i forhold til boligværdi og indkomst

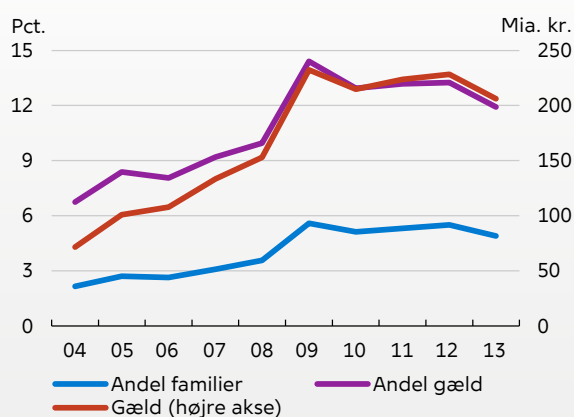
Figur 2.7

Samlet gæld ift. boligværdi, pct.	Høj	<p>Lav risiko for misligholdelse af lån</p> <p>Stort tab ved misligholdelse af lån</p>	<p>Høj risiko for misligholdelse af lån</p> <p>Stort tab ved misligholdelse af lån</p>
	Lav	<p>Lav risiko for misligholdelse af lån</p> <p>Lavt tab ved misligholdelse af lån</p>	<p>Høj risiko for misligholdelse af lån</p> <p>Lavt tab ved misligholdelse af lån</p>
		Lav	Høj

Samlet gæld ift. indkomst, pct.

## Familier med høj gæld i forhold til både boligværdi og indkomst

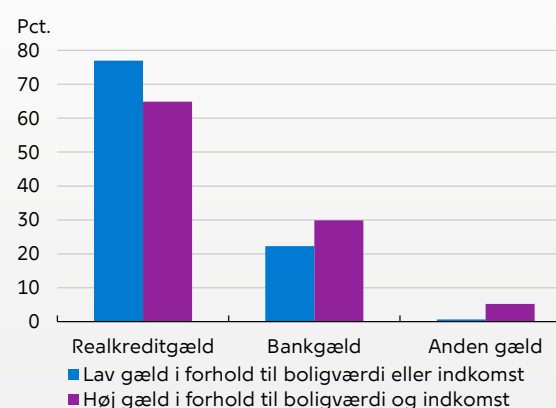
Figur 2.8



Anm.: Familier med samlet gæld større end deres boligs værdi og mindst fire gange højere end deres bruttoindkomst. Andele er i forhold til alle boligejere med gæld over 15.000 kr.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## Gæld fordelt på gældstype for familier med lave og høje gældskvoter, 2013

Figur 2.9



Anm.: "Lav gæld i forhold til boligværdi eller indkomst" dækker familier med samlet gæld mindre end deres boligs værdi eller samlet gæld mindre end fire gange deres bruttoindkomst. "Høj gæld i forhold til boligværdi og indkomst" dækker familier med samlet gæld større end deres boligs værdi og mindst fire gange deres bruttoindkomst.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

økonomisk tilbageslag normalt medføre faldende beskæftigelse og dermed lavere indkomst i en række familier. Desuden vil boligpriserne typisk falde. Flere familier vil dermed komme over i gruppen med høje gældskvoter, selv om deres gæld målt i kr. er uændret. Da gruppen vokser, vil den komme til at tegne sig for en større del af boligejernes gæld.

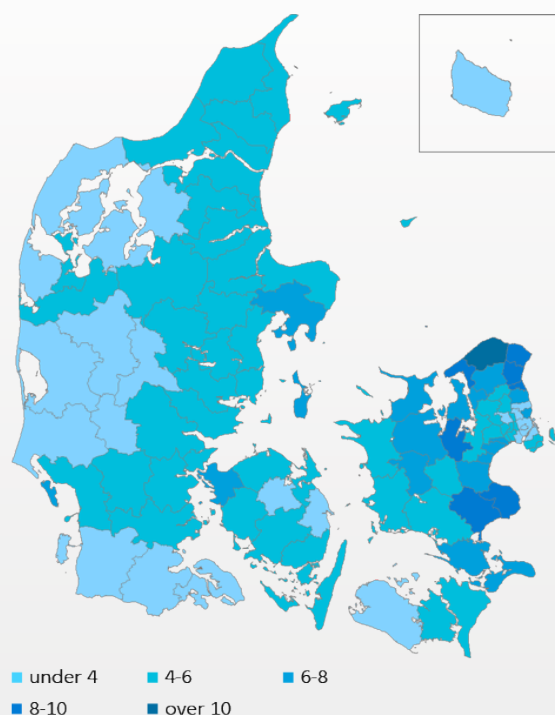
Udviklingen i boligpriserne medvirker til, at fordelingen af familier med høje gældskvoter varierer geografisk, jf. figur 2.10. Således udgør de en relativt større andel i kommunerne i Region

Sjælland end i resten af landet. I den vestlige del af Jylland var der omvendt en lavere andel familier med høje gældskvoter.

I Region Sjælland steg boligpriserne markant frem til 2007. Det udvidede boligejernes muligheder for at optage lån med sikkerhed i boligen, ligesom de højere priser gjorde, at mange familier optog større gæld for at komme ind på boligmarkedet eller for at købe en større bolig. Da boligpriserne faldt kraftigt i 2007-08, betød det for den

### Procent familier med høj samlet gæld i forhold til både boligværdi og indkomst, 2013

Figur 2.10



Anm.: Familier med samlet gæld større end deres boligs værdi og mindst fire gange deres bruttoindkomst i procent af familier med bolig og samlet gæld over 15.000 kr.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

enkelte boligejer, at den samlede gæld i forhold til boligens værdi steg. Flere familier kom dermed over i gruppen med høje gældskvoter. Efterfølgende er boligpriserne kun steget beskedent i Region Sjælland, og den samlede gæld i forhold til boligens værdi er derfor forblevet høj for mange familier. I Vestjylland har boligpriserne og gælden omvendt været langt mere stabil.

#### FAMILIER MED HØJE GÆLDSKVOTER KAN FÅ PROBLEMER VED HØJERE RENTER ELLER ØKONOMISK TILBAGESLAG

Gælden til boligejere med høje gældskvoter er delt ud på relativt få familier. Således udgjorde familierne med gæld, der oversteg boligværdien, og som var mindst fire gange større end familiens

årsindkomst, kun 5 pct. af familierne med gæld i 2013, jf. figur 2.11.

For familierne med høje gældskvoter i 2013 var der tegn på, at de generelt havde indkomsten til at betale de tilknyttede ydelser på deres gæld.<sup>5</sup> Næsten 80 pct. af gælden til boligejerne med høje gældskvoter lå således hos familier i den øvre halvdel af indkomstfordelingen blandt alle danske familier. Den høje gæld gør dog familierne sårbare, hvis familiernes indkomst mindskes, fx på grund af ledighed eller sygdom. 75 pct. af familierne med høje gældskvoter har desuden realkreditlån med variabel rente, hvilket gør dem sårbare, hvis renterne stiger.

Risikoen på lån til familier med høje gældskvoter er reduceret af, at familiernes høje gæld til en vis grad følges med store aktiver, ligesom familierne har andre værdier end boligen, som de kan trække på i tilfælde af økonomiske problemer. Værdien på en del af aktiverne, fx aktier og obligationer, følges imidlertid med de økonomiske konjunkturer. Deres værdi kan dermed mindskes i et økonomisk tilbageslag eller i en situation med stigende renter. Her kan der ellers være ekstra behov for at trække på disse aktiver.

Blandt familierne med høje gældskvoter i 2013 var yngre familier overrepræsenterede. Det vidner om, at familierne bruger det finansielle system til at udjævne deres forbrug, herunder boligydelse, så det fordeles mere jævnt over livet end indkomsten. De yngre familier har haft et begrænset antal år som erhvervsaktive, hvor de har haft mulighed for at afdrage på deres gæld. En del af lånene kan også være optaget og givet i forventning om fremtidig højere indkomster, som i 2013 endnu ikke havde materialiseret sig.

#### HØJE GÆLDSKVOTER ER ET LANGVARIGT FÆNOMEN

Hvis en familie har høje gældskvoter, vil det ofte være tilfældet i flere år. Familien har dermed ikke været i stand til at øge sin indkomst tilstrækkeligt eller afdrage på gælden, selv om der har været behov for det.

Blandt familierne med høje gældskvoter i 2013 tilhørte halvdelen samme gruppe fire år tidligere,

<sup>5</sup> For en nærmere analyse heraf se Asger Lau Andersen, Anders Møller Christensen, Ri Kaarup, Sigrid Koob, Nick Fabrin Nielsen og Martin Oksbjerg, "Familiernes formue og gæld", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 2. kvartal 2012, del 2.

**Procent af boligejere med gæld fordelt efter samlet gæld i forhold til boligværdi og indkomst, 2013**

Figur 2.11

Samlet gæld ift. boligværdi, pct.	Over 150	0	2	3	2	1	1
	100 - 150	0	6	8	4	1	2
	50 - 100	3	15	12	6	2	3
	0 - 50	14	9	3	1	1	1
		0 - 100	100 - 200	200 - 300	300 - 400	400 - 500	Over 500
Samlet gæld ift. indkomst, pct.							

Anm.: Tabellen inddeler boligejerne med gæld over 15.000 kr. i 2013 efter deres samlede gæld i forhold til deres boligs værdi og årlig bruttoindkomst. Eksempelvis viser feltet i nederste venstre hjørne, at 14 pct. af boligejerne med gæld over 15.000 kr. i 2013 havde en samlet gæld i forhold til deres indkomst på mellem 0 og 100 pct. og en samlet gæld i forhold til boligværdien på mellem 0 og 50 pct.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

**Familier med høje gældskvoter i 2013 fordelt efter deres gældskvoter i 2009**

Figur 2.12

Samlet gæld ift. boligværdi, pct.	Over 150	0	0	2	4	5	12
	100 - 150	0	1	5	10	12	21
	50 - 100	0	2	4	5	5	9
	0 - 50	1	1	0	0	0	0
		0 - 100	100 - 200	200 - 300	300 - 400	400 - 500	Over 500
Samlet gæld ift. indkomst, pct.							

Anm.: Familier med samlet gæld større end deres boligs værdi og mindst fire gange bruttoindkomsten i 2013.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

jf. figur 2.12. Blandt de resterende familier havde de fleste allerede i 2009 enten en høj samlet gæld i forhold til boligens værdi eller deres indkomst. Kun omkring hver syvende af familierne havde i

2009 lav gæld i forhold til både deres boligs værdi og indkomst.

Et lignende billede fås, hvis man i stedet følger familierne med høje gældskvoter frem i tid. Blandt

Familier med høje gældskvoter i 2009 fordelt efter deres gældskvoter i 2013

Figur 2.13

Samlet gæld ift. boligværdi, pct.	Samlet gæld ift. indkomst, pct.					
	0 - 100	100 - 200	200 - 300	300 - 400	400 - 500	Over 500
Over 150	0	1	3	7	6	11
100 - 150	0	1	7	14	11	15
50 - 100	0	2	5	5	3	5
0 - 50	1	0	0	0	0	0

Anm.: Familier med samlet gæld større end deres boligs værdi og mindst fire gange bruttoindkomsten i 2009.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

familierne med høje gældskvoter i 2009 – og som fortsat ejede en bolig i 2013 – tilhørte 43 pct. stadig gruppen med høje gældskvoter fire år senere, jf. figur 2.13.<sup>6</sup> Blot 13 pct. af familierne var efter fire år rykket over i gruppen med lav gæld i forhold til både boligens værdi og indkomst.

En del af familierne med høje gældskvoter i 2009 havde efterfølgende solgt deres bolig og ikke købt en ny, potentielt fordi deres økonomiske situation var for dårlig. Således ejede knap 8 pct. af familierne med høje gældskvoter i 2009 ingen bolig fire år senere. Til sammenligning var det tilsvarende tal lidt over 4 pct. for familierne med lave gældskvoter i 2009.

### BOLIGMARKEDET HAR STOR BETYDNING FOR DE DANSKE KREDITINSTITUTTER

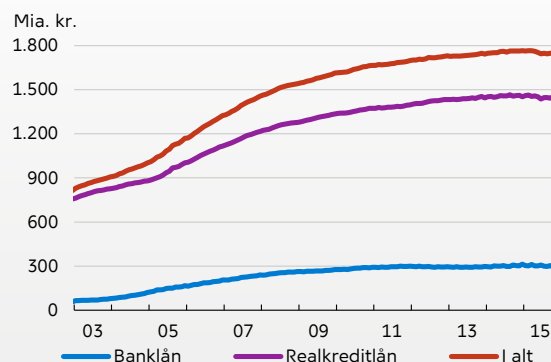
Penge- og realkreditinstitutternes direkte eksponeringer over for boligmarkedet er betydelige. Deres samlede indenlandske udlån til husholdningerne til boligformål er knap 1.750 mia. kr., svarende til ca. 90 pct. af BNP. Udlånet ligger især hos realkreditinstitutterne, jf. figur 2.14, hvis udlån til

ejer- og fritidsboliger udgør over 55 pct. af deres indenlandske udlån til husholdninger og erhverv. For bankerne er den tilsvarende andel 35 pct.

Boligmarkedet har også indirekte effekter på den finansielle sektors sundhed. Ændringer i boligformuen har fx betydelig effekt på det private forbrug, hvilket skal ses i lyset af, at husholdningernes gæld og boligformue er stor. Udsving i det private forbrug påvirker også virksomhederne

Udlån til boligformål til husholdninger

Figur 2.14

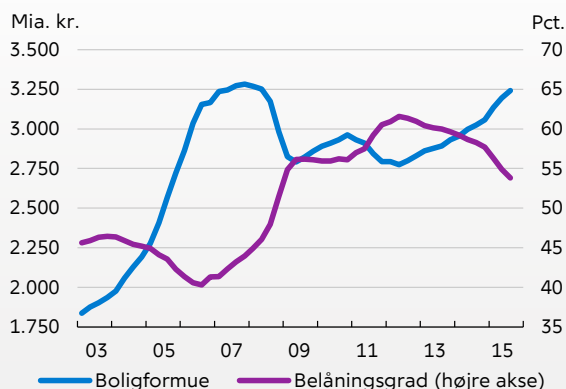


Anm.: Indeholder udlån fra danske penge- og realkreditinstitutter og herværende filialer af udenlandske pengeinstitutter.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

6 80 pct. af familierne, som havde høj gæld i 2009, fandtes også i 2013 og ejede en bolig. De øvrige familier ejede ikke en bolig i 2013 eller var blevet splittet op, fx fordi man havde fået en (ny) partner, eller man var blevet enlig.

**Boligformue og belåningsgrad**

Figur 2.15



Anm.: Belåningsgrad er givet ved udlån til boligformål til husholdninger i forhold til boligformuen. Boligformuen inkluderer ikke landbrugsjord, erhvervsjendomme ejet af husholdningssektoren, andelsboliger og ubebyggede grunde.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

gennem ændringer i efterspørgslen efter deres varer.

Siden finanskrisen har realkreditinstitutterne øget deres boligudlån, mens det har ligget fladt for bankerne. Udlån til boligformål er dermed også steget i de år, hvor boligpriserne ellers faldt. I de senere år er boligværdierne dog steget, hvilket har mindsket husholdningernes gennemsnitlige belåningsgrad, jf. figur 2.15. Det trækker alt andet lige i retning af, at lånene generelt er blevet mere sikre, da lavere belåningsgrad reducerer institutternes tab, hvis pantet skal realiseres som følge af misligholdelse af lånet.

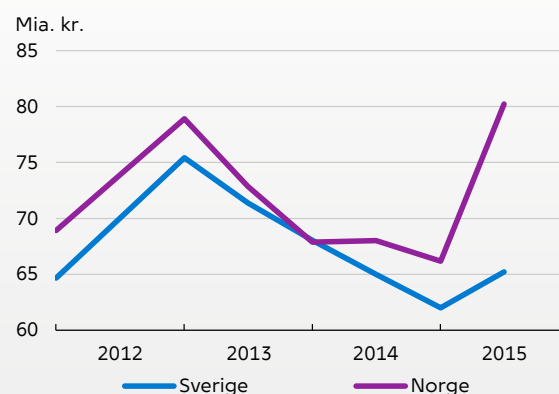
### UDVIKLINGEN PÅ DE SVENSKES OG NORSKE BOLIGMARKEDER GIVER HØJERE RISICI FOR ENKELTE DANSKE BANKER

Nogle danske banker har også eksponeringer over for de svenske og norske boligmarkeder. De danske banker har et samlet udlån til de to landes boligmarkeder på godt 145 mia. kr., jf. figur 2.16. Det svarer til næsten halvdelen af banksektorens indenlandske udlån til det danske boligmarked.

Både i Sverige og Norge har der været betydelige boligprisstigninger igennem flere år, og siden 2000 er priserne steget reelt med 80-90 pct., jf. figur 2.17. Den Internationale Valutafond, IMF, vurderer, at boligmarkederne i begge lande er

**Danske bankers udlån til boliger i Sverige og Norge**

Figur 2.16



Anm.: Danske Banks udlån til boliger i Sverige og Norge ifølge regnskaberne tillagt udlånet til husholdninger i de to lande fra danske bankers afdelinger i Danmark.

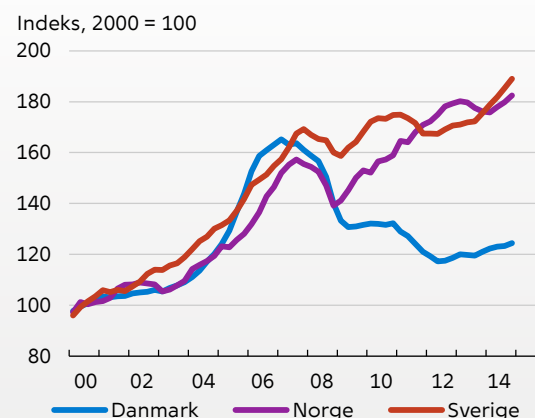
Kilde: Danske Banks regnskaber og Danmarks Nationalbank.

betydeligt overvurderede, og også OECD peger på, at priserne ser ud til at være for høje.

Udlånene til boliger er sårbare ved en priskorrektion, men der er også afledte effekter på den øvrige samfundsøkonomi, som kan give tab på de øvrige udlån. Danske banker har i alt udlån til Sverige og Norge på henholdsvis ca. 250 og 120 mia. kr., dvs. inkl. udlån til bl.a. erhverv, husholdninger og andre finansielle institutioner.

**Real boligprisudvikling**

Figur 2.17



Anm.: De nominelle boligpriser deflateret med deflatoren for det private forbrug ifølge nationalregnskabet.

Kilde: OECD.

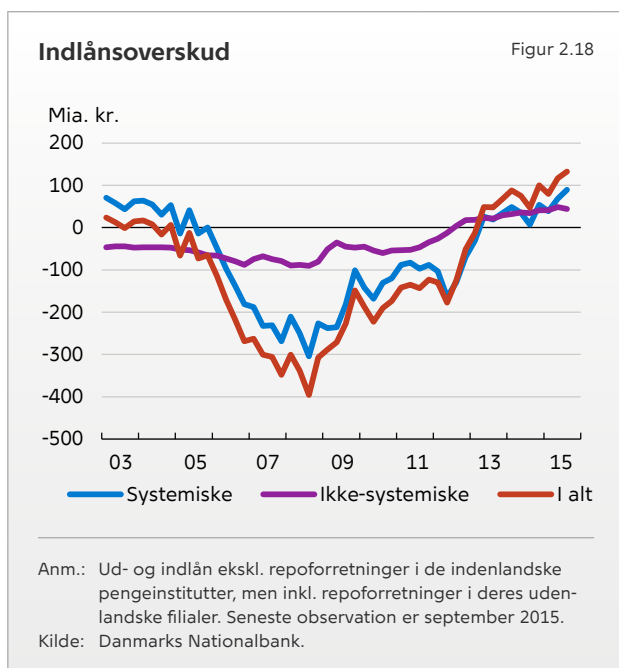
Finanstilsynet foretog i sommeren 2015 en gennemgang af Danske Banks svenske nyudlån. Finanstilsynet vurderede, at banken henset til den aktuelle situation på det svenske ejendomsmarked løb en væsentlig risiko for betydelige, fremtidige tab med den valgte vækststrategi.

## KREDITINSTITUTTERNE LEVER OP TIL NYT LIKVIDITETSKRAV

Bankernes likviditetssituation er robust, hvilket bl.a. afspejles i et fortsat stigende indlånsoverskud, som i 3. kvartal 2015 nåede det højeste niveau siden statistikkens begyndelse i 2003, jf. figur 2.18.

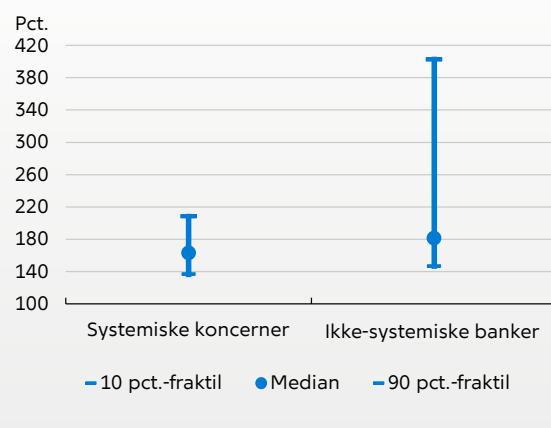
Siden 1. oktober 2015 har alle kreditinstitutter skulle overholde likviditetskravet Liquidity Coverage Ratio, LCR. Kravet skal sikre, at institutterne altid har tilstrækkeligt med likvide aktiver af høj kvalitet til at kunne dække udstrømningen af likviditet i et 30-dages likviditetsstress. De systemiske koncerner skal overholde kravet med 100 pct., mens de ikke-systemiske institutter skal leve op til en LCR på minimum 60 pct. For de ikke-systemiske institutter strammes kravet gradvist til en LCR på minimum 100 pct. i 2018.

Da kravet trådte i kraft i oktober, overholdt alle de systemiske koncerner det med en betydelig margin, jf. figur 2.19. De ikke-systemiske institutter havde også en LCR over 100 pct. i oktober, selv



## Liquidity Coverage Ratio, LCR

Figur 2.19



Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger. Data er fra oktober 2015.

om det først er et krav fra 2018. LCR kan være volatil over tid, og en overdækning i forhold til minimumskravene er derfor hensigtsmæssig. For at sikre, at institutterne løbende har tilstrækkelig likviditet i overgangsfasen til det nye krav, beholdes det hidtidige krav til likviditetsoverdækning<sup>7</sup> som et bundkrav for de ikke-systemiske institutter.

## BANKERNE HAR LAGT FINANSKRISEN BAG SIG

### FREM GANG I

#### KREDITINSTITUTTERNES INDTJENING

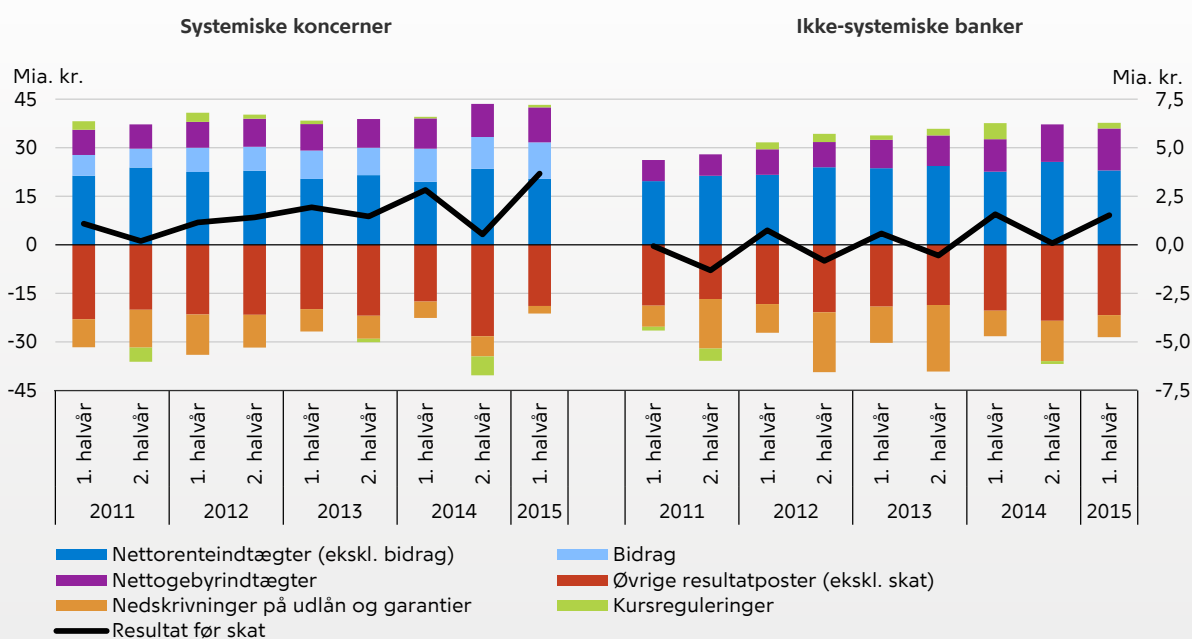
Samlet set opnåede kreditinstitutterne i 1. halvår 2015 det største overskud siden finanskrisen. Der var således også tale om en fremgang i forhold til 1. halvår 2014, hvor overskuddet var positivt påvirkede af engangsindtægter i forbindelse med salget af aktier i Nets samt Jyske Banks overtagelse af BRFkredit.

Stigningen i overskuddet i 1. halvår 2015 blev opnået trods lav efterspørgsel efter nye lån og et historisk lavt renteniveau. Udviklingen på de finansielle markeder påvirkede bankernes indtjening på flere måder. Den ekstraordinært høje

<sup>7</sup> Likviditetsoverdækningen er hidtil opgjort i henhold til § 152 i lov om finansiell virksomhed, som stiller krav til, at pengeinstitutterne skal have tilstrækkelige likvide midler til at dække mindst 10 pct. af de samlede gælds- og garantiforpligtelser eller 15 pct. af de korte gældsforpligtelser.

Indtjening fordelt på hovedposter

Figur 2.20



Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

aktivitet på valutamarkedet i begyndelsen af året indebar højere indtjening fra salg af valutaafdækningsforretninger i de største banker. De samtidige rentefald medførte en stigning i antallet af lånekonverteringer. Det medvirkede til stigende gebyrindtægter, som sammen med øgede indtægter fra bidrag på realkreditlån og lavere nedskrivninger på bankudlån udgør de væsentligste forklaringer på resultatfremgangen, jf. figur 2.20.

De højere overskud i de systemiske koncerner<sup>8</sup> bevirkede, at deres gennemsnitlige egenkapitalforrentning steg fra 9,4 pct. p.a. i 1. halvår 2014 til 10,9 pct. p.a. i 1. halvår 2015. I de ikke-systemiske banker var overskuddene samlet set en anelse lavere i 1. halvår 2015 end i samme halvår året før. Sammen med en stigning i egenkapitalen betød det, at deres gennemsnitlige egenkapitalforrentning faldt fra 10,1 pct. p.a. i 1. halvår 2014 til 9,2 pct. p.a. i 1. halvår 2015.

En gennemgang af de systemiske koncerners regnskaber for 3. kvartal 2015 viser, at det ikke er

lykkedes at fastholde den fremgang i indtjeningen, der blev opnået i 1. halvår. Det skyldes bl.a. lavere indtægter fra lånekonverteringer, mens nettorenteindtægterne fortsat presses af det lave renteniveau og et stagnerende udlån.

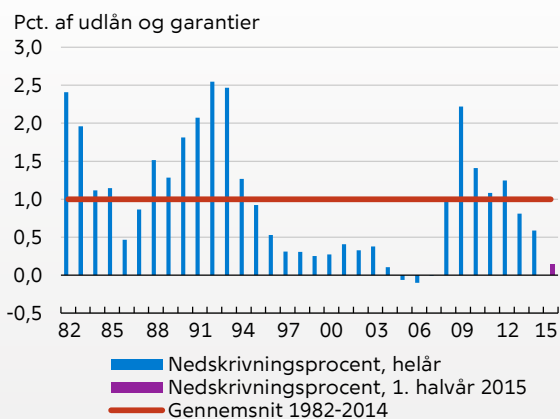
### NEDSKRIVNINGSPROCENTERNE ER LAVE

Nedskrivningsprocenten for hele 2015 tegner til at blive væsentligt lavere end den gennemsnitlige årlige nedskrivningsprocent for perioden 1982-2014, jf. figur 2.21. Således udgjorde bankernes nedskrivninger i 1. halvår 2015 kun 0,1 pct. af deres samlede udlån og garantier.

Det lave niveau for nedskrivningerne skal ses i lyset af de forbedrede konjunkturer og stigende værdier af ejendomme, som ligger til sikkerhed for lånene. Det har betydet, at nogle banker har kunnet tilbageføre tidligere indregnede nedskrivninger, hvilket indebærer en reduktion af periodens nedskrivninger. Tilbageførslerne kan ses som udtryk for, at kreditkvaliteten blandt svage kunder

<sup>8</sup> Systemiske koncerner dækker hele koncernen, dvs. inkl. eventuelt realkredit- og forsikringselskab, og er de seks systemisk vigtige finansielle institutter, SIFI'er, Danske Bank, Nykredit Realkredit, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank, Sydbank og DLR Kredit.

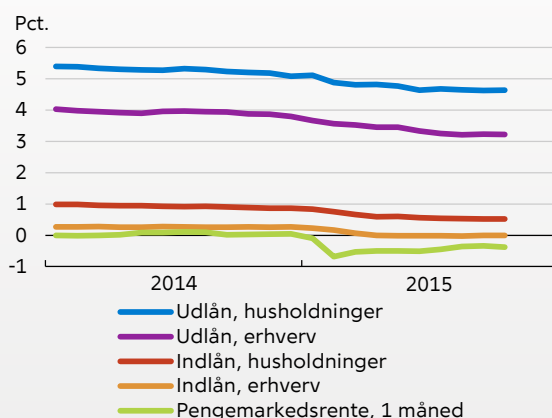
**Pengeinstitutternes nedskrivninger** Figur 2.21



Anm.: Nedskrivninger beregnet i pct. af udlån og garantier før nedskrivninger for pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1-3.

Kilde: Cato Baldwinsson, Torben Bender, Kim Busch-Nielsen og Flemming Nytoft Rasmussen, *Dansk Bankvæsen*, 5. udgave, Forlaget Thomson (2005), Danmarks Statistik, Finanstilsynet og egne beregninger.

**Pengemarkedsrente og pengeinstitutternes gennemsnitlige ud- og indlånsrenter** Figur 2.22



Anm.: Pengemarkedsrenten er det månedlige gennemsnit af 1-månedes Cita-swaprenten.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

er i bedring. For udlån til landbrug er tilgangen af nye nedskrivninger dog fortsat høj, jf. afsnittet om landbrug nedenfor.

### BANKERNES INDTJENING PRESSES AF FALDENDE RENTEMARGINALER

Rentefaldene i årets første måneder har været med til at forstærke presset på bankernes netto-renteindtægter.<sup>9</sup> Ved det nuværende renteniveau tilpasses indlånsrenterne med en vis træghed, og det er fortsat en begrænset del af det samlede indlån, der forrentes med en negativ rente. Fra slutningen af 2014 til oktober 2015 har bankerne dog reduceret de gennemsnitlige indlånsrenter for husholdninger og erhverv med henholdsvis 0,4 og 0,3 procentpoint, hvilket næsten er på niveau med faldet i de korte pengemarkedsrenter over samme periode, jf. figur 2.22. Faldet i udlånsrenterne har dog været større. Der er således sket en indsnævring af bankernes rentemarginaler.

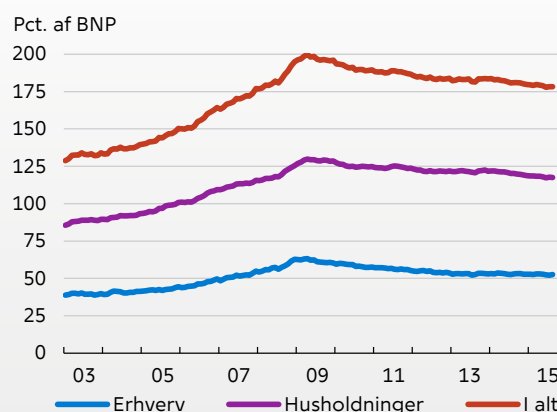
Faldet i rentemarginalerne kan skyldes, at bankerne vurderer, at kreditrisiciene er faldende, og de derfor har reduceret risikotillægget for, at låntageren misligholder lånet. Det kan være sket med afsæt i den aktuelle udvikling i nedskrivningerne. Risikotillægget bør dog være tilstrækkeligt

stort til at dække forventede, fremtidige tab over lånets løbetid.

### KREDITINSTITUTTERNE BØR IKKE SLÆKKE PÅ KREDITSTANDARDERNE FOR AT ØGE FORRETNINGSOMFANGET

Det samlede udlån fra penge- og realkreditinstitutterne ligger stort set fladt. Efterspørgslen efter nye lån fra eksisterende erhvervs- og privatkunder er også fortsat forholdsvis afdæmpet ifølge

**Penge- og realkreditinstitutternes udlån i forhold til BNP** Figur 2.23



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

<sup>9</sup> Se artiklen "Negative renter og effekten på kreditinstitutternes indtjening", Danmarks Nationalbank, *Finansiel stabilitet*, 1. halvår 2015.



Nationalbankens udlånsundersøgelse. Det skal ses i sammenhæng med, at udlånet ligger højt i forhold til BNP, jf. figur 2.23, og at det ikke er faldet de senere år, selv om der var en kraftig stigning i årene op til krisen, hvor økonomien var overophedet, og lånevilkårene var for lempelige i nogle institutter.

Det er desuden erfaringen fra tidligere konjunkturvendinger, at efterspørgslen efter kredit først løfter sig et stykke inde i et opsving. Det skyldes bl.a., at virksomhederne typisk finansierer sig internt i begyndelsen, mens de først senere i højere grad anvender lånefinansiering.

Disse forhold understreger, at det er vigtigt, at kreditinstitutterne ikke slækker på kreditstandarderne for derved at øge deres forretningsomfang, og at der bør foretages en grundig vurdering, når der skal gives et lån.

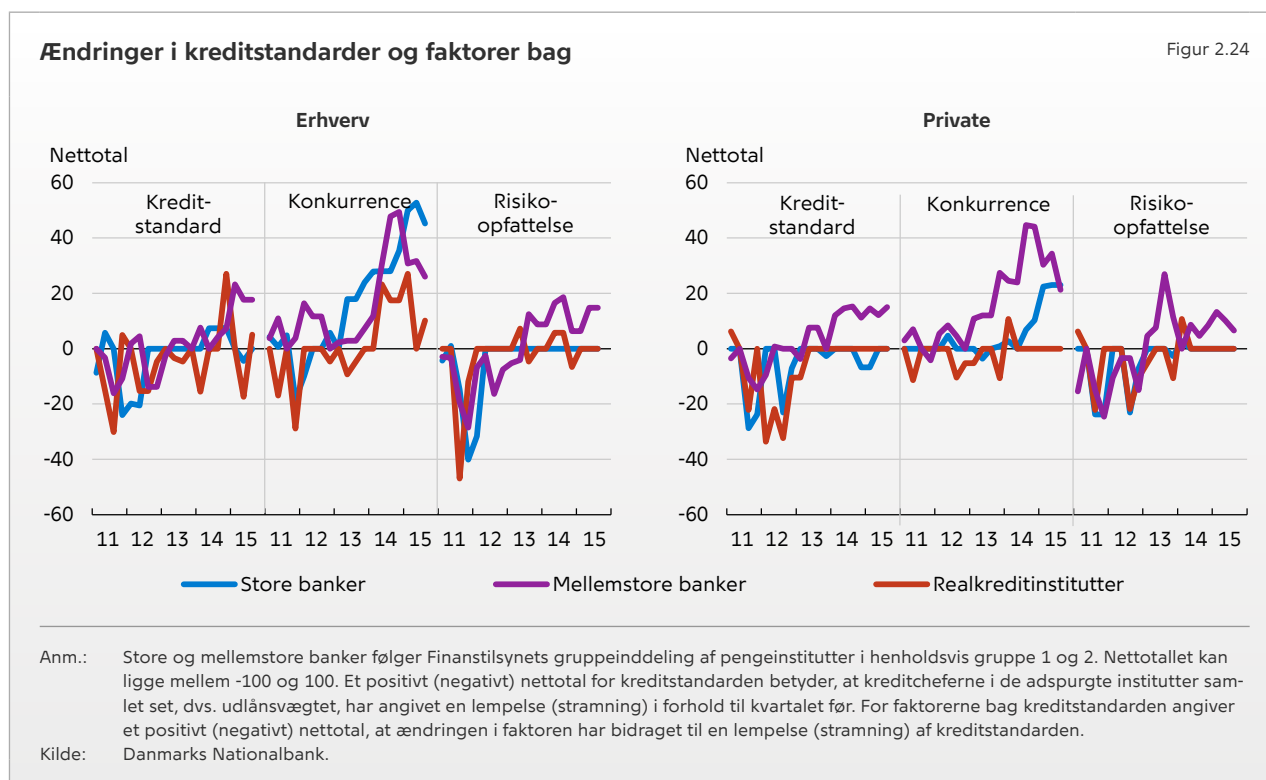
### KREDITVILKÅR ER VED AT BLIVE EN KONKURRENCEPARAMETER

På baggrund af det høje udlån og den aktuelle situation i den finansielle sektor giver det derfor anledning til en vis bekymring, at nogle af de mellemstore banker i de seneste kvartaler i Nationalbankens udlånsundersøgelse har rapporteret, at de har lempet kreditstandarderne over for erhverv og private, jf. figur 2.24. Det dækker bl.a.

over, at deres risikoopfattelse er forbedret, dvs. at de i udlånsundersøgelsen svarer, at de har fået et mere positivt syn på bl.a. den økonomiske aktivitet, boligmarkedet samt de branche- og virksomhedsspecifikke udsigter. Hverken de store banker eller realkreditinstitutterne har rapporteret om forbedringer i deres risikoopfattelse.

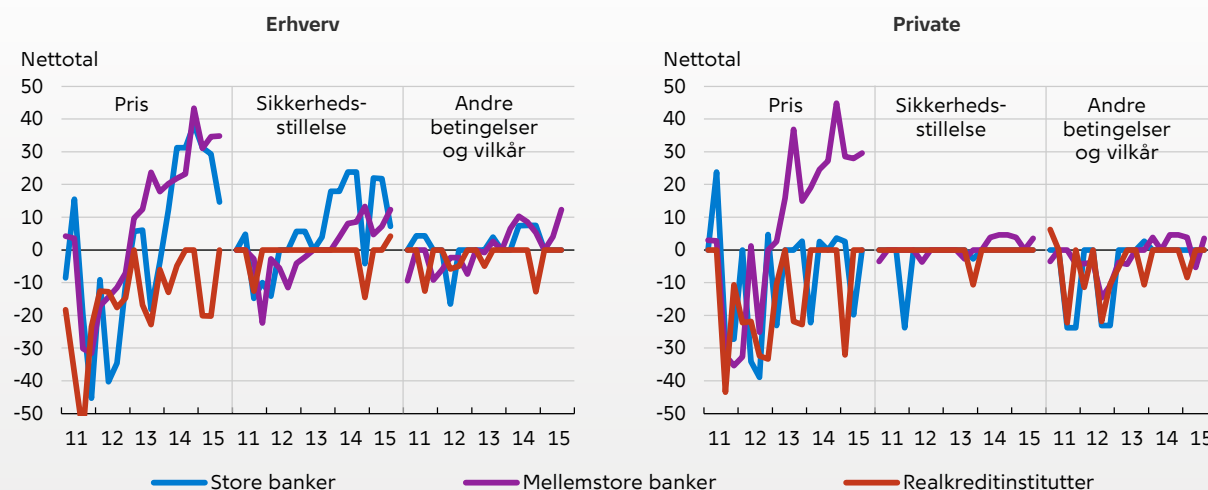
Konkurrencen om både erhvervs- og privatkunder opleves af kreditinstitutterne at være skærpet de senere kvartaler ifølge udlånsundersøgelsen, jf. figur 2.24. Det skal ses i lyset af, at der er grobund for øget konkurrence om kunderne. Således er der meget lave renter og en flad udvikling i udlånet samtidig med, at mange institutter har høj likviditets- og kapitaloverdækning i forhold til lovkravene. Det gælder også i forhold til de krav, som indføres de kommende år, fx LCR og kapitalbufferkrav, jf. nedenfor.

Den skærpede konkurrence har bl.a. givet udslag i, at nogle banker rapporterer, at de har reduceret priserne, fx instituttets margin og gebyrer, især over for erhverv, jf. figur 2.25. Enkelte banker svarer også, at de lempet deres krav til fx kautionering, hæftelse og virksomhedspant over for erhverv. Det indikerer, at kreditvilkår for nogle institutter er blevet en konkurrenceparameter. Hvis denne udvikling forstærkes, kan det svække sektorens robusthed.



## Ændringer i lånebetingelser

Figur 2.25



Anm.: Store og mellemstore banker følger Finanstilsynets gruppeinddeling af pengeinstitutter i henholdsvis gruppe 1 og 2. Nettotallet kan ligge mellem -100 og 100. Et positivt (negativt) nettotal betyder, at kreditcheferne i de adspurgte institutter samlet set, dvs. udlånsvægtet, har angivet lempelser (stramminger) i lånebetingelserne i forhold til kvartalet før.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Låneefterspørgslen fra både nye erhvervs- og privatkunder er generelt steget de senere kvartaler ifølge udlånsundersøgelsen. Nyudlånet er dog kun steget begrænset i perioden, ligesom der kun er mindre forskydninger i bankernes markedsandele inden for henholdsvis udlån til private og erhverv, trods meldinger om skærpet konkurrence.

## KAPITALKRAVENE SKÆRPES DE KOMMENDE ÅR

### DE SYSTEMISKE KONCERNER

#### LEVER OP TIL DE SKÆRPEDE KAPITALKRAV I 2019

Alle systemiske koncerner har en solid kapitaloverdækning i forhold til deres nuværende krav. Det er med til at sikre deres robusthed, da de dermed har kapital, som de kan tære på i tilfælde af tab, der ikke kan dækkes af den løbende indtjening. Desuden svinger de risikovægtede eksponeringer over tid som følge af ændringer i de opgjorte risici. Det giver udsving i kapitalprocenterne, og der bør derfor være en vis kapitaloverdækning i forhold til kravene.

Den egentlige kernekapitalprocent er generelt steget i de danske SIFI'er fra 2. kvartal 2014 til samme kvartal i 2015, jf. figur 2.26. I Danske Bank og Sydbank var den dog uændret. Begge koncer-

ner har i år iværksat aktietilbagekøbsprogrammer. Det skal ses i lyset af, at de ved udgangen af 2014 havde en egentlig kernekapitalprocent, der var højere end deres respektive mål.

I de kommende år skærpes kapitalkravene. Det sker bl.a. ved, at der fra 2016 indføres en kapitalbevaringsbuffer. For SIFI'erne indføres der også fra i år en såkaldt SIFI-kapitalbuffer, hvis størrelse afhænger af koncernens systemiskhed. Selvom kravene først er fuldt indfaset i 2019, var de opfyldt ved udgangen af 2. kvartal 2015 af alle de systemiske koncerner.

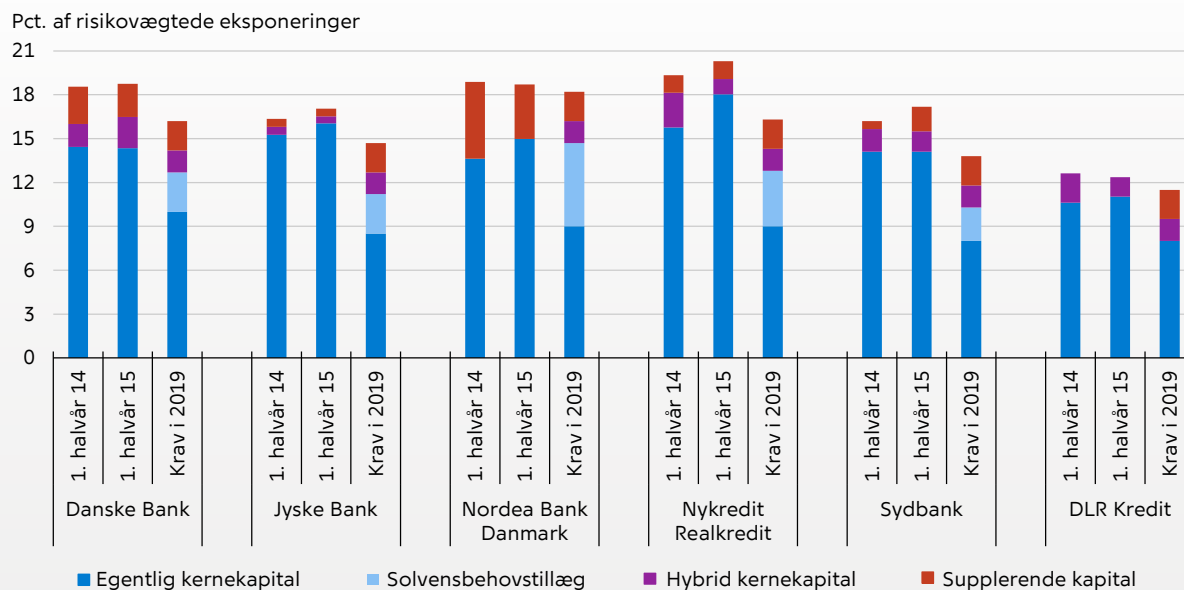
Derudover er der fra 2015 indført en kontracyklisk buffer, som dog p.t. er fastsat til 0 pct. Hvis den kontracykliske buffer aktiveres, kan det sammen med de øvrige kapitalkrav påvirke, at nogle SIFI'er skal øge deres kapitalisering i de kommende år for at leve op til kravene.

### DE SYSTEMISKE PENGEINSTITUTTER HAR SOLID KAPITALOVERDÆKNING I FORHOLD TIL MINIMUMSKRAVENE

Nationalbankens stresstest viser, at de fem systemiske pengeinstitutter alle har en solid kapitaloverdækning i forhold til minimumskravene frem til 2017, hvor fremskrivningen ophører, jf. figur 2.27 (venstre). Det gælder også i scenariet med hård recession, se boks 2.1 for en beskrivelse af stresstestmodellen samt de anvendte scenarier

**Kapitalgrundlag i systemiske koncerner samt deres fuldt indfasede kapitalkrav**

Figur 2.26

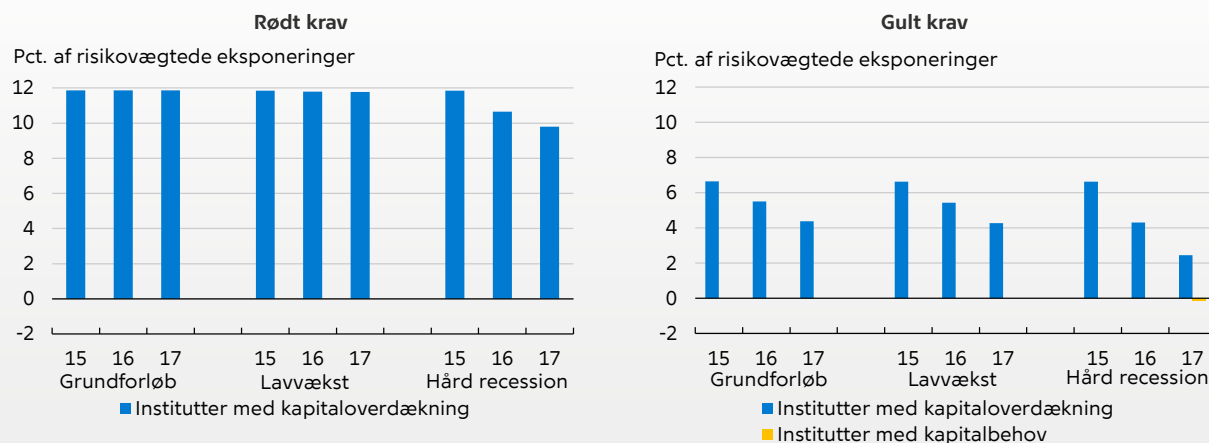


Anm.: Kapitalgrundlaget er opgjort ultimo kvartalet og tager ikke højde for overgangsregler frem mod 2021. Kreditinstitutternes nuværende solvensbehovstillæg kan opfyldes med egentlig kernekapital eller anden ansvarlig kapital. Solvensbehovstillæggene i 3. kvartal 2015 antages uændrede frem til 2019. Finanstilsynet har i november 2015 haft udkast til bekendtgørelse om kapital til opfyldelse af det individuelle solvenstillæg i høring, hvor der lægges op til ændringer i fordelingen og kvaliteten af den kapital, der kan anvendes til at opfylde tillægget. Den kontracykliske kapitalbuffer er sat til 0 pct., som er den aktuelle sats. Samtlige kapitalkrav kan opfyldes med egentlig kernekapital, mens anvendelsen af hybrid kernekapital og supplerende kapital er begrænset i reguleringen. For nærmere detaljer om kravene til kapitalens sammensætning se "Kapitalinstrumenter", *Finansiel Stabilitet*, 1. halvår 2014, Danmarks Nationalbank.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

**De systemiske institutters kapitaloverdækning eller -behov**

Figur 2.27



Anm.: Kapitaloverdækning eller -behov i pct. af de systemiske institutters samlede risikovægtede eksponeringer.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

og kapitalkrav, herunder definitionen af det i det følgende benævnte røde og gule krav.

En markedsbaseret stresstest, SRISK, finder ligeledes, at de systemiske institutter har en positiv kapitaloverdækning i en hård stresssituation, jf.

boks 2.2. Den markedsbaserede stresstest benytter bl.a. de børsnoterede bankkoncerners aktiekurser. Herved udnyttes markedets fremadskuede vurdering af koncernens kapitalisering.

I forhold til stresstestens gule krav, som er det røde krav tillagt solvensbehovstillægget, SIFI-kapitalbufferen og kapitalbevaringsbufferen, falder institutternes kapitaloverdækning frem mod 2017. Det skal ses i lyset af de kommende års stigende bufferkrav, som bevirker, at hvis et instituts kapitalisering er uændret, vil kapitaloverdækningen falde.

I scenariet med hård recession falder bankernes egentlige kernekapitalprocent. Sammen med de stigende bufferkrav gør det, at nogle systemiske institutter i 2017 vil få et kapitalbehov på ca. 2 mia. kr. i forhold til det gule krav. Behovet svarer til 0,1 pct. af de systemiske institutters samlede risikovægtede eksponeringer, jf. figur 2.27 (højre).

## Nationalbankens stresstestmodel og stressscenarier

Boks 2.1  
fortsættes næste side

Nationalbanken vurderer på baggrund af sin stresstestmodel danske pengeinstitutters kapitalisering i forskellige makroøkonomiske scenarier.

I stresstesten indgår 5 systemiske og 11 ikke-systemiske institutter.<sup>1</sup> De udgjorde henholdsvis 85 og 9 pct. af de danske pengeinstitutters udlån og garantier i 2. kvartal 2015. Analysen tager udgangspunkt i institutternes halvårsregnskaber for 1. halvår 2015, hvor resultatopgørelserne og balancerne fremskrives til og med 4. kvartal 2017.

### Stressscenarier

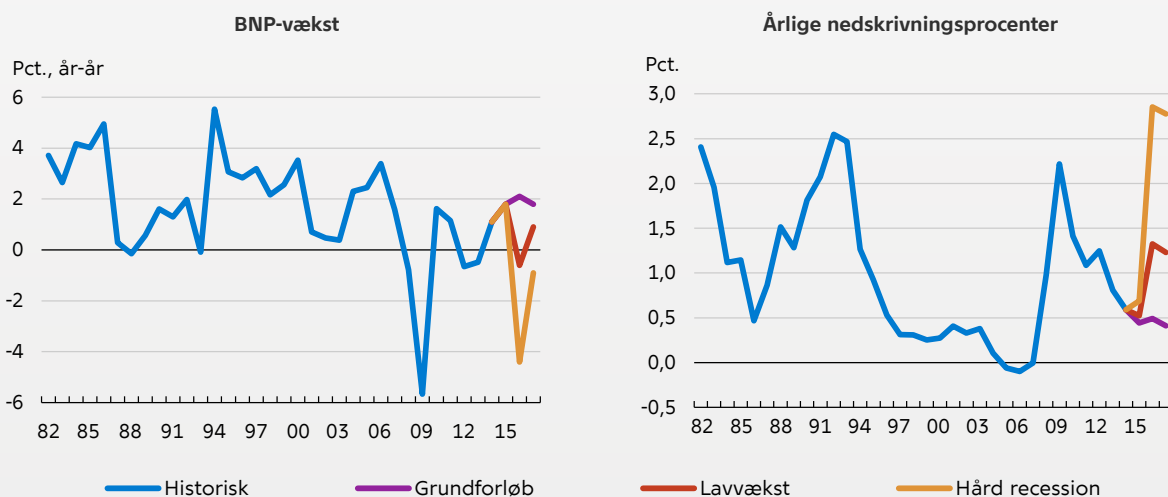
Fremskrivningen udføres i tre makroøkonomiske scenarier, der afspejler henholdsvis et grundforløb, lavvækst og hård recession, jf. figur A (venstre). Scenarierne er udarbejdet i samarbejde med Finanstilsynet. I scenarierne med stress vil nedskrivningerne stige, især i tilfældet med hård recession, hvor nedskrivningsprocenten når et niveau lidt over toppunktet i 1992, jf. figur A (højre).<sup>2</sup>

Grundforløbet er baseret på Nationalbankens makroøkonomiske prognose, jf. Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2015. Grundforløbet er dog ikke en prognose for institutternes kapitalforhold, da modellen benytter en række forsigtige antagelser i fremskrivningen.

Scenariet med lavvækst indebærer en svag udvikling i den økonomiske aktivitet, hvor ledigheden stiger. Det private forbrug og boligpriserne falder og udvikler sig dermed noget mindre gunstigt end i grundforløbet.

Scenariet med hård recession afspejler et globalt stød til erhvervs- og forbrugertilliden. Dansk økonomi rammes også af vigende forbrugertillid. Stødene resulterer i fald i det private forbrug og boligpriserne, ligesom BNP falder med mere end 4 pct. i 2016. Se bilag 2 for udvalgte nøgletal for scenarierne.

Figur A. Stresstestens makroøkonomiske scenarier



Anm.: Højre figur: Nedskrivninger beregnet i pct. af udlån og garantier før nedskrivninger. Den historiske serie frem til og med 2014 er baseret på pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1-3. De estimerede nedskrivningsprocenter i 2015-17 er et vægtet gennemsnit for de 16 pengeinstitutter i stresstesten.

Kilde: Cato Baldvinsson, Torben Bender, Kim Busch-Nielsen og Flemming Nytoft Rasmussen, *Dansk Bankvæsen*, 5. udgave, Forlaget Thomson (2005), Finanstilsynet, Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Populationen er Finanstilsynets gruppe 1 og 2 ekskl. Saxo Bank og FIH Erhvervsbank, jf. bilag 1.

2. Stresstestmodellens opbygning, antagelser og kapitalkrav er uddybet i "Teknisk bilag: Nationalbankens stresstest", Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet*, 1. halvår 2015.

### Kapitalforhold og -krav i stresstesten

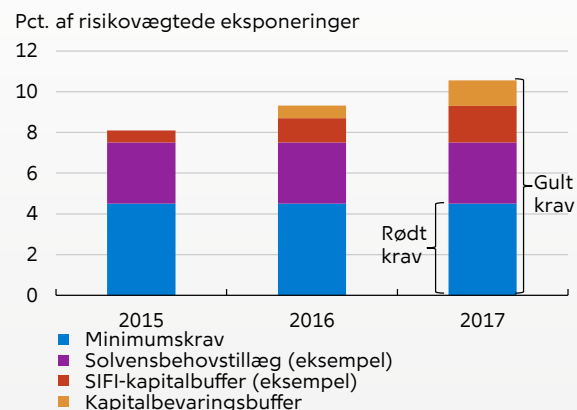
I stresstesten holdes institutternes kapital i fremskrivningsperioden op imod til kapitalkrav, et rødt og et gult krav. Det røde krav er minimumskravene i CRDIV/CRR.<sup>3</sup> Det gule krav er de samlede kapitalkrav forstået som det røde krav plus solvensbehovstillægget og kapitalbufferkravene, jf. figur B.

Overskridelse af det røde krav betyder, at Finanstilsynet inddrager tilladelsen til at drive pengeinstitutvirksomhed, medmindre instituttet reetablerer kapitalen inden for en fastsat kort tidsfrist. Ved overskridelse af det gule krav kan Finanstilsynet fastsætte begrænsninger på udbytteudbetaling eller give påbud om andre foranstaltninger, der bliver gradvist mere omfattende med kapitalbehovets størrelse. Det inkluderer bl.a., at instituttet skal udarbejde en kapitalbevaringsplan, som skal godkendes af Finanstilsynet. Hvis planen ikke godkendes, påbyder Finanstilsynet at øge kapitalgrundlaget inden for en fastsat frist.

For de institutter, der ikke lever op til et af kravene, beregnes det, hvor meget egentlig kernekapital, de enkelte institutter behøver for at opfylde kravet. Kapitalbehovet kan tolkes som den mængde kapital, instituttet skal have tilført i stresstestperioden for at overholde det givne krav. For de institutter, der har mere egentlig kernekapital end nødvendigt for at overholde et af kravene, beregnes ligeledes kapitaloverdækningen i forhold til kravet.

Ved overskridelse af det gule krav kan Finanstilsynet fastsætte begrænsninger på udbytteudbetaling eller give påbud om andre foranstaltninger, der bliver gradvist mere omfattende med kapitalbehovets størrelse. Det inkluderer bl.a., at instituttet skal udarbejde en kapitalbevaringsplan, som skal godkendes af Finanstilsynet. Hvis planen ikke godkendes, påbyder Finanstilsynet at øge kapitalgrundlaget inden for en fastsat frist.

**Figur B. Eksempel på stresstestens kapitalkrav til egentlig kernekapital**



Anm.: Det røde krav er minimumskravene i CRDIV/CRR. Det gule krav er rødt krav plus solvensbehovstillægget, der illustrativt er sat til 3 pct. af de risikovægtede eksponeringer, SIFI-kapitalbufferen, der illustrativt er sat til bufferens øvre grænse i hvert af årene, og kapitalbevaringsbufferen.

For de institutter, der ikke lever op til et af kravene, beregnes det, hvor meget egentlig kernekapital, de enkelte institutter behøver for at opfylde kravet. Kapitalbehovet kan tolkes som den mængde kapital, instituttet skal have tilført i stresstestperioden for at overholde det givne krav. For de institutter, der har mere egentlig kernekapital end nødvendigt for at overholde et af kravene, beregnes ligeledes kapitaloverdækningen i forhold til kravet.

<sup>3</sup> Minimumskravet til egentlig kernekapital er 4,5 pct. af de risikovægtede eksponeringer. Minimumskravene til kerne- og basiskapital er henholdsvis 6 og 8 pct. Et institut kan udstede hybrid kernekapital og supplerende kapital til at opfylde minimumskravene udover 4,5 pct. egentlig kernekapital. I stresstesten antages et eventuelt kapitalbehov at blive dækket med egentlig kernekapital, da den er fuldt tabsabsorberende.

Ved overskridelse af det gule krav kan Finanstilsynet fastsætte begrænsninger på udbytteudbetaling eller give påbud om andre foranstaltninger, der bliver gradvist mere omfattende med kapitalbehovets størrelse.

Det er usikkert, hvor negativt investorerne vil reagere, hvis et systemisk institut overskrider sit gule krav. Deres reaktion kan få stor betydning, da de systemiske institutter er afhængige af vedvarende adgang til finansiering fra de finansielle markeder – uanset den makroøkonomiske udvikling.

### FLERE IKKE-SYSTEMISKE INSTITUTTER FÅR KAPITALBEHOV VED STRESS

Flere ikke-systemiske institutter vil få udfordringer med at overholde de fremtidige kapitalkrav, hvis

økonomien udvikler sig væsentligt mindre gunstigt end i grundforløbet, jf. figur 2.28 (venstre). Resultatet er udtryk for en lav kapitaloverdækning, høje nedskrivninger og lav indtjening hos flere ikke-systemiske institutter.

I hård recession vil en række ikke-systemiske institutter ikke overholde det røde krav i 2017, hvor de samlet vil have et kapitalbehov på ca. 5 mia. kr. Det svarer til ca. 3 pct. af de ikke-systemiske institutters samlede risikovægtede eksponeringer – eller 0,3 pct. af stresstestpopulationens samlede risikovægtede eksponeringer. Nationalbanken vurderer, at det ikke vil udgøre en trussel mod den finansielle stabilitet. Vurderingen sker på baggrund af kapitalbehovets størrelse og fordelingen heraf på de berørte institutter.

Det systemiske risikomål, SRISK, viser, at de fire koncerner, Danske Bank, Nordea, Jyske Bank og Sydbank, har positiv kapitaloverdækning i en hård stresssituation, jf. figur A.<sup>1</sup> SRISK er en markedsbaseret stresstest, der måler markedets vurdering af kapitaloverdækningen eller -behovet hos en given bankkoncern i tilfælde af et stort generelt aktiemarkedsfald.<sup>2</sup>

### SRISK og Nationalbankens stresstestmodel supplerer hinanden

SRISK supplerer Nationalbankens stresstestmodel til at vurdere kapitaliseringen i de store børsnoterede bankkoncerner. Det skyldes bl.a., at stresstestmodellen og SRISK benytter forskellige informationer, kapitalkrav og kilder til stress.

Nationalbankens stresstest benytter bankernes regnskaber og opgørelser af kapital. SRISK benytter aktiemarkedets vurdering af koncernernes egenkapital og risikoprofiler. Derved udnytter SRISK, at al offentlig information samt markedets forventninger til fremtidige hændelser bør være inkorporeret i aktiekurserne. Samtidig er aktiekurser tilgængelige på daglig basis. Til sammenligning er et regnskab bagudskuende og offentliggøres kun én gang i kvartalet – og med nogen forsinkelse i forhold til opgørelsestidspunktet.

Kapitalkravet i SRISK sættes til 3 pct. af aktiverne, hvor aktiverne måles som markedsværdien af en koncerns aktiekapital tillagt den bogførte regnskabsværdi af de øvrige passiver. Modsat Nationalbankens stresstest benyttes risikovægte ikke, da SRISK udelukkende baserer sig på markedsvurderingen af koncernen og dens risici.

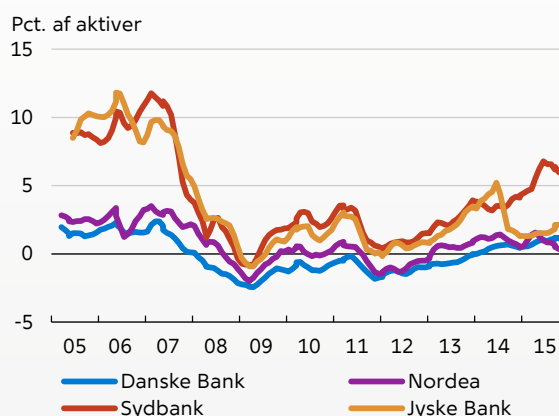
Endelig supplerer SRISK Nationalbankens stresstestmodel ved at have en anden kilde til stress. I SRISK er stressscenariet et generelt aktiemarkedsfald, mens det i stresstesten er et negativt stød til den økonomiske udvikling. De to typer stress er dog ikke uafhængige, da aktiemarkedet typisk vil falde ved nedgang i den økonomiske aktivitet.

### SRISK i praksis

I SRISK antages det, at aktiemarkedet som helhed falder mindst 40 pct. over de næste seks måneder. Til sammenligning faldt det europæiske aktieindeks Euro Stoxx 600 med 42 pct. fra august 2008 og seks måneder frem.

Værdien af bankkoncernens aktiekapital – og dermed markedets vurdering af kapitaliseringen – reduceres ved et

**Figur A. Kapitaloverdækning i finansielle koncerner ifølge SRISK**



Anm.: Tre måneders glidende gennemsnit. Værdien af aktiverne måles som markedsværdien af koncernens aktiekapital tillagt den bogførte regnskabsværdi af de øvrige passiver. Seneste observationer er fra regnskaberne for 3. kvartal 2015 og aktiekurserne 26. november 2015. Kapitalkravet antages for alle koncernerne at være 3 pct. af aktiverne. Stressscenariet er et fald på mindst 40 pct. over seks måneder i Euro Stoxx 600.

Kilde: Bloomberg, SNL Financials og egne beregninger.

generelt fald på aktiemarkedet. Hvor meget markedsværdien falder estimeres ved hjælp af en dynamisk økonometrisk model, der modellerer samvariationen mellem udviklingen i en koncerns aktiekurs og aktiemarkedet. Jo mere risikabel markedet vurderer koncernen til at være, jo mere vil markedsværdien af koncernen falde i tilfælde af et markedsfald.

Bankerne holdes op imod et kapitalkrav på 3 pct. af aktiverne. En eventuel negativ kapitaloverdækning i SRISK angiver markedets vurdering af, hvor meget aktiekapital koncernen skal rejse i stressperioden, hvis den skal overholde kapitalkravet.

Ifølge SRISK har koncernerne i perioder haft så høj risiko og lav kapitaloverdækning, at de med høj sandsynlighed ville få negativ kapitaloverdækning i tilfælde af et nyt hårdt stød. Det var fx tilfældet for alle fire koncerner under finanskrisen.

1. Hele koncernen indgår i vurderingen, dvs. også eventuelle datterselskaber fx realkreditselskaber. Det giver en forskel i forhold til Nationalbankens stresstest, hvor kun pengeinstitutterne er inkluderet. På samme måde er hele Nordea-koncernen inkluderet og ikke kun den danske bankdel.

2. Teorien bag SRISK samt udregning på internationale finansielle koncerner beskrives i Christian Brownlees og Robert Engle (2015), "SRISK: A Conditional Capital Shortfall Index for Systemic Risk Measurement", Department of Finance, New York University, *Working Paper*.

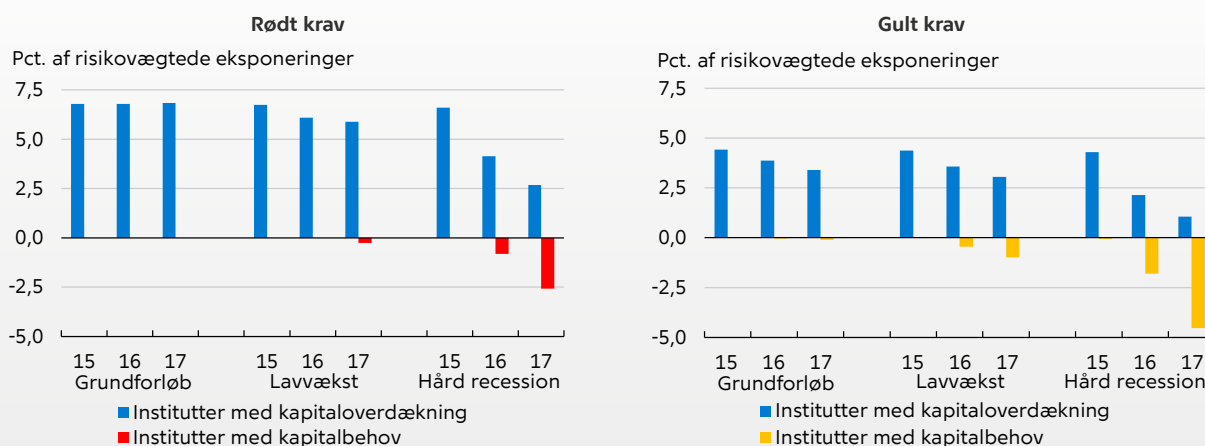
I forhold til det gule krav vil flere ikke-systemiske institutter få et kapitalbehov. I scenariet med hård recession er de ikke-systemiske institutters kapitalbehov 8 mia. kr. i 2017, jf. figur 2.28 (højre).

Hvis et ikke-systemisk institut overskrider det gule krav, må det forventes at have mindre betydning for instituttet. Det skyldes, at de ikke-

systemiske institutter er mindre afhængige af kort markedsfinansiering, da en større del af deres finansiering sker ved almindelige indskud. For almindelige indskud gælder det, at beløb op til 100.000 euro, svarende til ca. 745.000 kr., er dækket af indskydergarantien.

De ikke-systemiske institutters kapitaloverdækning eller -behov

Figur 2.28



Anm.: Kapitaloverdækning eller -behov i pct. af de ikke-systemiske institutters samlede risikovægtede eksponeringer.  
 Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

## LANDBRUGET ER I KRISE, MEN TRUER IKKE DEN FINANSIELLE SEKTORS SUNDHED

En del landbrug er tyngt af høj gæld og har problemer med at servicere deres lån. Endnu flere landmænd kan få underskud, hvis renterne stiger, eller afregningspriserne falder yderligere. Det kan bevirke lavere priser på landbrug, herunder fald i jordpriserne – og dermed mindre sikkerhed bag lånene. Landbrugserhvervet kan dermed komme til at give yderligere tab for kreditinstitutterne.

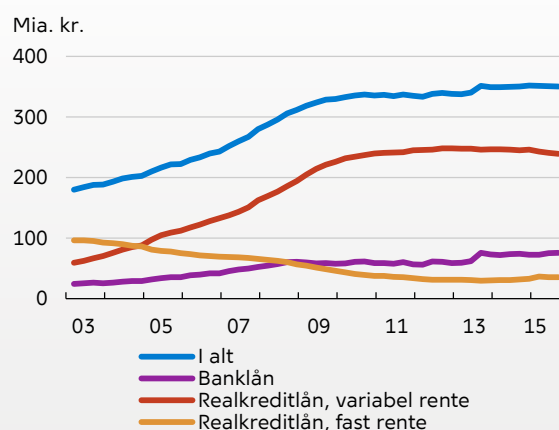
### LANDBRUGETS GÆLD ER HØJ

Det høje gælds niveau i landbruget blev opbygget i årene frem til 2010, hvor udlånet til landbrug steg kraftigt, jf. figur 2.29. Siden 2010 har bankernes og realkreditinstitutternes udlån til landbrug ligget omkring 350 mia. kr., og de årlige renteudgifter har været ca. 8 mia. kr. Til sammenligning var erhvervets indkomst efter finansielle poster godt 4 mia. kr. i årene 2010-15.<sup>10</sup>

Investeringerne i landbruget faldt kraftigt efter finanskrisen og har de senere år ligget under afskrivningerne. Det begrænser erhvervets mulighed for at opnå likviditet ved at mindske investeringerne. Desuden har den løbende udhuling af kapitalapparatet negativ betydning for produktivi-

Udlån til landbrug

Figur 2.29



Anm.: Stigningen i banklån mellem 2. og 3. kvartal 2013 skyldes overgang til ny MFI-statistik.  
 Kilde: Danmarks Nationalbank.

teten og kan dermed forringe erhvervets konkurrenceevne og indtjening på længere sigt.

### NEDSKRIVNINGERNE PÅ LANDBRUG STIGER

Indtjeningen i landbruget er presset af, at afregningspriserne har været faldende de seneste par år. Priserne er dog ikke ekstraordinært lave set i et længere tidsperspektiv. For tiden er landbruget

<sup>10</sup> Tallene for 2014-15 er baseret på skøn fra *Landbrugets Økonomi 2014*, Institut for Fødevarer- og Ressourceøkonomi, Københavns Universitet.

desuden kraftigt hjulpet af de meget lave renter. Alligevel har en række landbrug underskud og problemer med at servicere deres gæld.

Det har bevirket, at bankernes nedskrivningsprocenter på landbrugslån fortsat er høje, mens de har været faldende i de øvrige erhverv. Ved udgangen af 2014 var bankernes udlån til landbrug i gennemsnit nedskrevet med 14 pct. Dette niveau afspejler landbrugenes aktuelle økonomiske situation, og hvorvidt det er sandsynligt, at landmanden vil få tilstrækkeligt overskud i de kommende år til at gøre egenkapitalen positiv på kortere eller længere sigt. Niveaulet understøttes af, at Finanstilsynet i løbet af 2014 foretog en tværgående kreditundersøgelse af landbrugsområdet i flere banker med høj udlånseksponering mod landbruget.

Der er store forskelle mellem bankerne på, hvor stor andel af deres landbrugslån, de har nedskrevet. Det skal ses i lyset af, at kreditkvaliteten af landbrugslån er meget forskellig på tværs af bankerne, hvilket er et resultat af, at adgangen til kredit var for lempelig i en række institutter i årene op til finanskrisen.

#### **FLERE LANDBRUG RAMMES AF KONKURS**

I de seneste år er antallet af konkurser inden for landbrug steget, men for bankerne som helhed har tabene de senere år været lavere end nedskrivningerne. Tab på allerede nedskrevne lån vil ikke belaste bankernes kapital, så længe de ikke overstiger det nedskrevne beløb.

I den nuværende situation kan det være svært at finde købere, især til nogle landbrug. Hvis mange nødlidende landbrug sættes til salg samtidigt i et givet område, vil det give et lokalt prispres. I så fald vil det bevirke højere nedskrivninger og potentielt højere realiserede tab hos de banker, som har udlån til landmænd i dette område.

Bankerne kan dermed have incitament til at holde liv i landbrug, som har underskud og ikke ventes at få overskud de kommende år. Det vil i givet fald sætte erhvervet i en fastlåst situation. For at sikre en samfundsmæssig bedre anvendelse af ressourcerne og styrke indtjeningen i landbruget er det nødvendigt, at institutterne realiserer tabene og lukker bedrifter med uholdbar driftsøkonomi. Desuden kan bankernes tab over tid risikere at blive større, hvis de holder liv i disse landbrug. Det gælder især, hvis de udskyder

tabet ved at finansiere de løbende underskud og dermed øger mængden af dårlige lån. Bankernes udlån til landbrug steg med 1,4 mia. kr. fra 3. kvartal 2014 til 3. kvartal 2015.

#### **RISIKO FOR BETYDELIGE TAB PÅ LANDBRUG VED RENTESTIGNING**

Blandt kreditinstitutterne er der store forskelle på, hvor eksponerede de er over for landbrug.

I nogle banker står landbruget for mere end 15 pct. af de samlede lån og garantier. Denne gruppe består af mindre, lokale banker. I gruppen af store banker udgør landbrug kun 3,5 pct. af det samlede udlån og garantier, jf. figur 2.30.

Blandt realkreditinstitutterne er DLR Kredit specialiseret i udlån til landbrug og er derfor sammenlignet med de øvrige realkreditinstitutter særligt eksponeret over for landbrug. En del af DLR Kredits tabsrisiko overføres dog til de samarbejdende banker, da DLR Kredits udlån er omfattet af en garantiaftale med dem.

Kreditinstitutterne bør tage højde for, at nedskrivningerne og tabene kan stige betydeligt, hvis afregningspriserne fortsætter med at være lave, og renteniveauet pludseligt stiger kraftigt. Det er særligt vigtigt, da 90 pct. af landbrugsgælden er med variabel rente.

En rentestigning vil med stor sandsynlighed være ledsaget af en bedre konjunktursituation i økonomien som helhed. Afregningspriserne på landbrugsvarer følges dog ikke nødvendigvis med konjunkturerne i Danmark og euroområdet, og landbruget kan derfor komme i en situation med højere renter, uden at deres markedsforhold er bedret.

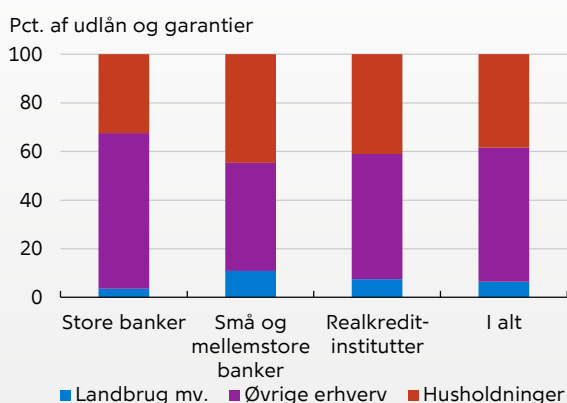
Højere renter eller lavere afregningspriser vil alt andet lige give lavere priser på landbrug. Sikkerhederne bag lånene vil derfor blive mindre værd. Det kan især øge tabene i bankerne, da de ved en konkurs får deres lån tilbagebetalt efter realkreditinstitutterne. Omvendt er tabsrisikoen betydeligt lavere hos realkreditinstitutterne, da realkreditlån til landbrug højst må udgøre 60 pct. af pantets værdi ved låneoptagelse. Det forudsætter altså et meget kraftigt prisfald efter låneoptagelsen, hvis et realkreditinstitut skal få tab.

I 2014 havde bankerne et samlet udlån på godt 14 mia. kr. til de landbrug, som havde underskud, jf. figur 2.31. Med en rentestigning på 2,5 procentpoint på alle lån, vil betydeligt flere landbrug få underskud, og den samlede bankgæld til disse



### Andel af udlån til landbrug mv. i penge- og realkreditinstitutterne

Figur 2.30



Anm.: Landbrug mv. dækker branchen Landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri. Data er fra ultimo juni 2015. Store banker er pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1, mens små og mellemstore banker er banker i Finanstilsynets gruppe 2 og 3.

Kilde: Finanstilsynet.

bedrifter er 38 mia. kr.<sup>11</sup> Hvis renten på realkreditlån med variabel rente stiger 2,5 procentpoint, vil renteniveauet omtrent svare til den aktuelle rente på et fastforrentet realkreditlån. Mange landbrug har dermed ikke råd til at lægge om til et lån med fast rente, som ellers ville beskytte dem over for fremtidige stigninger i den korte rente. Hvis renten stiger 5 procentpoint på alle lån, vil endnu flere landbrug få underskud. Disse landbrug har bankgæld for knap 50 mia. kr.

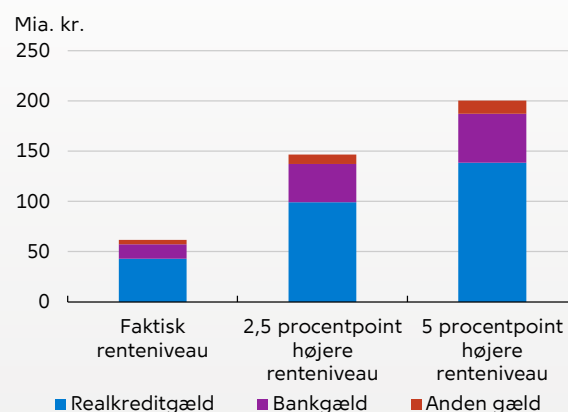
### STRESSTESTRESULTATERNES FØLSOMHED OVER FOR HØJERE NEDSKRIVNINGER PÅ LANDBRUG

Nationalbanken vurderer, at yderligere og meget høje nedskrivninger på landbrug ikke vil true den finansielle stabilitet, heller ikke hvis det sker i en situation med hård recession i dansk økonomi. Vurderingen sker med afsæt i Nationalbankens stresstestmodel, som fremskriver institutternes nedskrivninger på husholdninger og brancher, herunder landbrug. Hvis nedskrivningerne på landbrug bliver højere end estimeret i stresstestmodellen, vil det forværre bankernes kapitalisering yderligere.

11 Dette tal er dog et overkantsskøn på den faktiske bankgæld til landbrug med underskud, da det antages, at alle realkreditlån i euro er med variabel rente, da data ikke indeholder oplysninger om, hvorvidt disse lån er med variabel eller fast rente.

### Gæld hos landbrug med driftsunderskud i 2014 ved faktisk og højere renteniveau

Figur 2.31



Anm.: "Faktisk renteniveau" viser gæld hos landbrug med driftsunderskud i 2014. "2,5 procentpoint højere renteniveau" henholdsvis "5 procentpoint højere renteniveau" viser gæld hos de landbrug, som ville have haft underskud i 2014, hvis renten havde været 2,5 henholdsvis 5 procentpoint højere i 2014. Gælden er opgjort ved stikprøve af landbrugsregnskaber, og størrelserne er derfor ikke sammenlignelige med gælden opgjort i MFI-statistikken anvendt i figur 2.29.

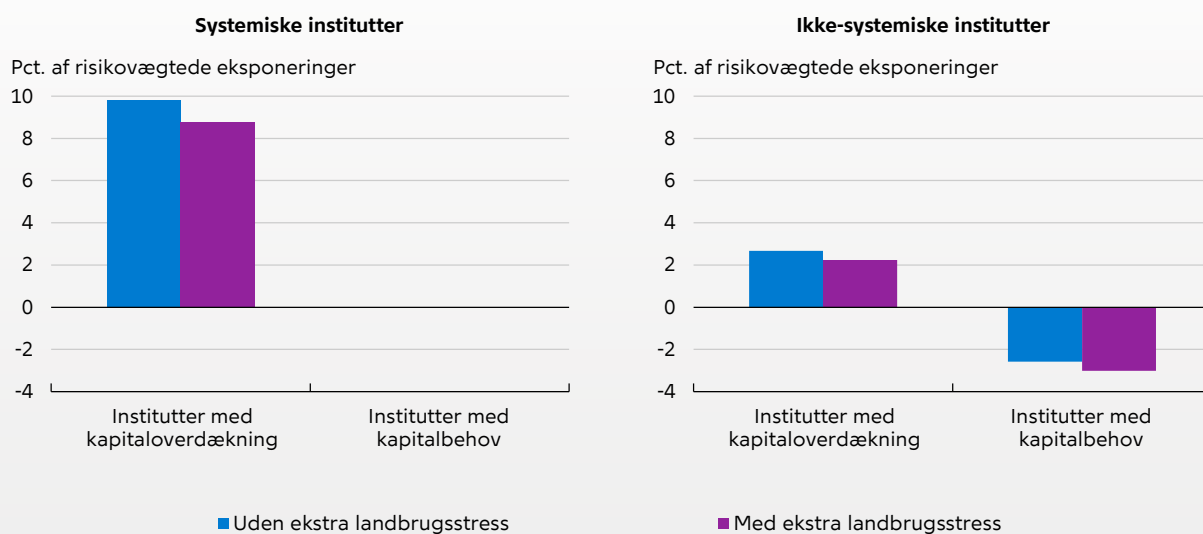
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

For at undersøge stresstestresultaternes følsomhed over for højere nedskrivninger til landbrug, er det analyseret, hvordan bankernes kapitalisering påvirkes, hvis nedskrivningerne øges kraftigt. Følsomheden undersøges i scenariet med hård recession, jf. afsnittet om stresstest ovenfor. I årene 2015-17 antages det, at nedskrivningerne er så høje, at alle institutter ved udgangen af 2017 har nedskrevet mindst 50 pct. på deres landbrugsudlån. Det er et særdeles højt niveau. Til sammenligning var landbrugsengagementerne i de banker, som er med i stresstesten, nedskrevet med 14 pct. ved udgangen af 2014.

De systemiske institutter har relativt lave eksponeringer over for landbrug, og de har nedskrevet en mindre andel af landbrugsporteføljen de seneste år end de ikke-systemiske institutter. For at nå akkumulerede nedskrivninger på mindst 50 pct. ved udgangen af 2017 skal de systemiske institutters nedskrivninger i stresstestperioden øges relativt betragteligt. Det ændrer dog ikke ved Nationalbankens vurdering af, at selv i et scenarie

## Kapitaloverdækning eller -behov i 2017 i forhold til minimumskravene i hård recession med og uden ekstra landbrugsstress

Figur 2.32



Anm.: Kapitaloverdækning eller -behov i pct. af de systemiske institutters (venstre) og ikke-systemiske institutters (højre) samlede risikovægtede eksponeringer. Hård recession er beskrevet i boks 1. Landbrugsstress dækker over, at et instituts akkumulerede nedskrivninger på landbrug er mindst 50 pct. ved udgangen af 2017. Venstre figur: Der er ingen institutter med kapitalbehov.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

med særdeles høje nedskrivninger på landbrug vil de systemiske pengeinstitutter have en solid kapitaloverdækning i forhold til minimumskravene, også i en situation med hård recession, jf. figur 2.32 (venstre).

Mange ikke-systemiske institutter har allerede foretaget store nedskrivninger på landbrug, og de vil ifølge stresstestmodellen få store nedskrivninger på landbrug i en hård recession. De ekstra nedskrivninger på landbrugsudlån for at nå et niveau på 50 pct. er derfor mindre for de ikke-systemiske institutter. Deres kapitalbehov ændres derfor mindre, jf. figur 2.32 (højre).

Selv med meget store nedskrivninger på landbrugsudlån er det Nationalbankens vurdering, at kapitalbehovet hos de ikke-systemiske institutter ikke udgør en trussel mod finansiell stabilitet, heller ikke i scenariet med hård recession.

# 3

## LIKVIDITET PÅ MARKEDET FOR REALKREDITOBLIGATIONER

### INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Der er blandt markedsdeltagere og internationale organisationer stigende opmærksomhed på markedslikviditet, især på obligationsmarkederne.<sup>1</sup> Der er fokus på, om likviditeten er faldende, og om den er blevet mindre robust.

Høj likviditet medfører lave omkostninger og mindre risiko ved finansielle transaktioner, hvilket understøtter et effektivt finansielt system. Likviditet har karakter af et offentligt gode i den forstand, at markedsdeltagerne samlet nyder godt af en høj likviditet, men at det ikke nødvendigvis er optimalt for den enkelte markedsdeltager at udbyde likviditet i den mængde, der er optimal for markedet som helhed og særligt ikke i perioder med finansiell uro.

På det danske kreditmarked spiller realkreditobligationer en central rolle, og som på de internationale obligationsmarkeder er der blandt markedsdeltagere på markedet for realkreditobligationer bekymring for faldende likviditet. På baggrund af analysen i dette kapitel vurderes det generelle likviditetsniveau for realkreditobligationer fortsat at være højt. Der har dog siden slutningen af 2014 været større volatilitet i likviditeten, hvilket indikerer, at den er blevet mindre robust. Der er derfor risiko for, at der i forhold til tidligere skal mindre stød til, før likviditeten forsvinder.

Bankerne spiller en central rolle i likviditetsskabelsen på obligationsmarkedet, da de gennem deres market making-aktiviteter er med til at ab-

sorbere ubalancer mellem udbud og efterspørgsel i markedet. Markedsdeltagere peger på, at market makerne inden for de seneste år er blevet mindre villige til at absorbere disse ubalancer. Det skal ses i lyset af, at der siden finanskrisen er sket en udvikling mod mindre risikovillighed i den finansielle sektor. Det afspejles bl.a. i, at både kreditvurderingsinstitutter og investorer har stigende fokus på, hvor bankernes indtjening kommer fra. Indtjening fra store handelsaktiviteter på de finansielle markeder vurderes generelt mere negativt. Ny regulering i form af øgede kapital- og likviditetskrav har desuden påvirket bankernes risikotagning. Udviklingen har på den ene side gjort bankerne mere robuste. På den anden side kan netop lavere risikovillighed og nye reguleringskrav have mindsket bankernes market making.

I forhold til de nye reguleringstiltag er fokus primært rettet mod gearingsratioen og likviditetskravene Liquidity Coverage Ratio, LCR, og Net Stable Funding Ratio, NSFR. Heraf er kun LCR implementeret. De nye krav har øget fokus på omkostningerne ved at holde kapital og likviditet, hvilket kan betyde, at bankerne ikke længere vurderer, at indtjeningen ved market making er tilstrækkelig.

Derudover kan den lempelige pengepolitik i den nuværende situation og det heraf affødte lave renteniveau påvirke likviditeten på forskellig vis. Den lempelige pengepolitik kan bl.a. bidrage til at holde likviditetspræmierne nede på trods af den

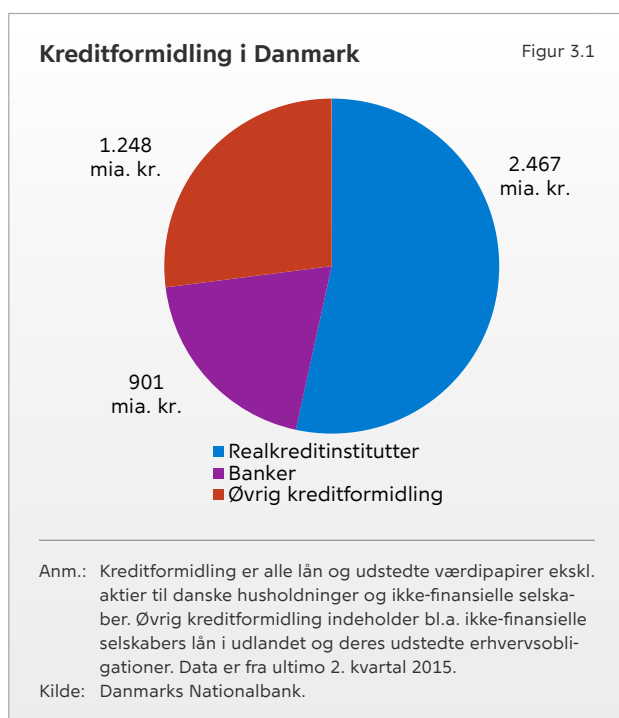
<sup>1</sup> Se bl.a. Bank of England (2015), Fender og Lewrick (2015) samt IMF (2015).

stigende bekymring for likviditeten i markedet. På den anden side kan det ekstraordinært lave renteniveau føre til, at markedet mindsker deres eksponeringer i obligationer.

Et tegn på at bankerne reducerer deres marked making er, at de inden for det seneste år har mindsket deres beholdning af realkreditobligationer til brug for forretningsområdet.

Analysen i dette kapitel viser, at realkreditobligationernes egenskaber også har betydning for likviditeten. Mindre seriestørrelser måles bl.a. til at have en lavere likviditet. Det kan betyde, at handel med de mange små obligationsserier kan blive udfordret i en situation med faldende likviditet i markedet. De nye likviditetskrav gør det samtidig mindre attraktivt for kreditinstitutterne at holde obligationsserier under en vis størrelse.

Robustheden af likviditeten afhænger i høj grad også af obligationernes kreditværdighed. Det blev bl.a. tydeligt under finanskrisen, hvor den ellers rigelige likviditet forsvandt pludseligt i en række risikofyldte aktiver. Danske realkreditobligationer har en høj kreditvurdering, hvilket også afspejler sig i det høje likviditetsniveau. Internationalt er der tegn på, at likviditeten bliver mere koncentreret omkring få obligationstyper med lav kreditrisiko. I en sådan situation er det afgørende for likviditeten i det danske marked for realkreditobligationer at fastholde tilliden til systemet og obligationernes høje kreditværdighed.



## MARKEDSLIKVIDITET

Et likvidt marked er karakteriseret ved, at markedsdeltagerne hurtigt og til enhver tid kan gennemføre større handler til lave omkostninger og med lille indvirkning på prisniveauet. Et højt niveau af markedslikviditet understøtter et effektivt finansielt system. Udover niveauet for likviditeten er det vigtigt, at likviditeten er robust og ikke forsvinder i perioder med øget markedsvolatilitet. Markante fald i likviditeten i sådanne perioder kan gøre prisfastsættelsen af aktiver, der handles på markedet, usikker og i værste fald fastfryse markedet. Med fokus på realkreditobligationer vil dette kapitel analysere, hvad der driver udviklingen i markedslikviditet. Det er egenskaber ved obligationerne som seriestørrelse og løbetid. Derudover er strukturelle og cykliske forhold på det marked, hvor obligationerne handles, vigtige for likviditetsniveauet og robustheden. Analysen baseres på handelsinformationer fra MiFID transaktionsrapporter, jf. bilag.

## LIKVIDITET PÅ MARKEDET FOR REALKREDITOBLIGATIONER UNDERSTØTTER FINANSIEL STABILITET

I Danmark er markedet for realkreditobligationer<sup>2</sup> centralt og udgør en væsentlig del af den samlede kreditgivning, jf. figur 3.1.<sup>3</sup> Realkreditsystemet bygger på et balanceprincip, der sikrer en tæt overensstemmelse mellem lån og obligation og begrænser realkreditinstitutternes mulighed for at tage rente- og likviditetsrisici.

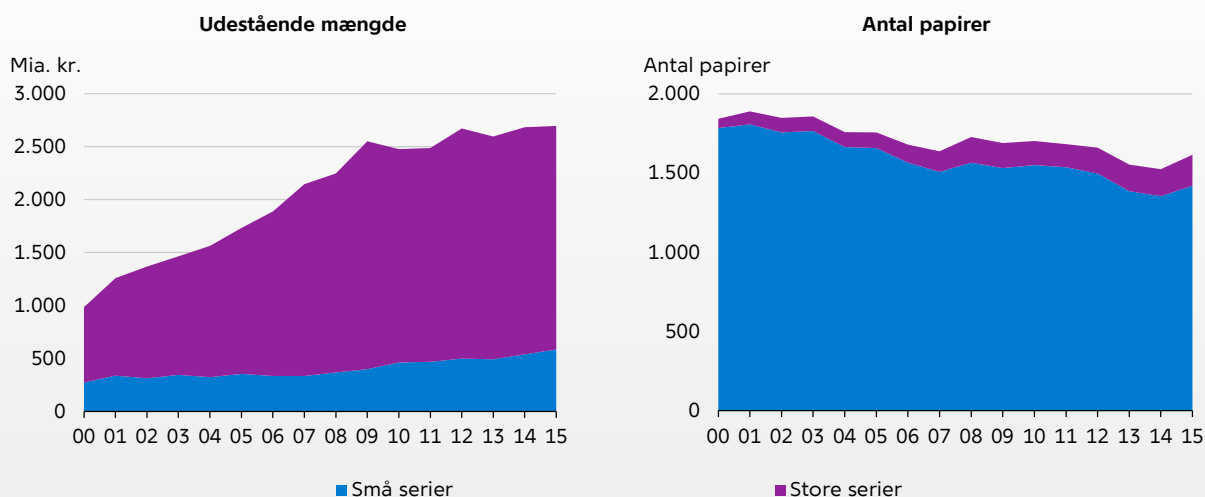
Lavere markedslikviditet på realkreditobligationer kan føre til højere likviditetspræmier og dermed til højere renter for låntagerne. I yderste konsekvens kan lavere likviditet øge risikoen for, at et realkreditinstitut ikke kan afsætte tilstrækkelige mængder af obligationer på deres auktioner. Dermed vil instituttet ikke kunne finansiere dets videre forretning, hvilket både kan føre til problemer for det enkelte institut, jf. kapitel 4, og til bredere finansiell ustabilitet som følge af realkredi-

<sup>2</sup> Realkreditobligationer er defineret som alle RO-, SDO- og SDRO-udstedelser i Danmark.

<sup>3</sup> For en analyse af markedslikviditeten i statsobligationer, som udgør det andet store gældsmarked i Danmark, se Danmarks Nationalbank (2013).

Udestående mængde og antal papirer fordelt på seriestørrelser

Figur 3.2



Anm.: Små (store) serier er defineret som serier med udestående mængde på under (over) 500 mio. euro. Seneste observationer er ultimo oktober 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

tinstitutternes centrale rolle i det danske finansielle system.

## FORSKELLE I LIKVIDITET PÅ TVÆRS AF REALKREDITOBLIGATIONER

Likviditeten i obligationer afhænger i høj grad af papirernes egenskaber. For det første er kreditvurderingen vigtig for, hvorvidt en obligation er likvid. Realkreditobligationernes høje kreditvurdering afspejles derfor også i likviditetsniveauet, som i flere analyser er vurderet høj.<sup>4</sup> Analysen i dette kapitel bekræfter generelt dette billede. På tværs af realkreditobligationer har egenskaber som obligationsseriernes størrelse, restløbetid og hvilke investorer, der holder papirerne, betydning for likviditetsniveauet.

### ET HØJT ANTAL OBLIGATIONSSERIER

Udstederne af realkreditobligationer består i dag af seks realkreditinstitutter<sup>5</sup>, hvoraf de tre største, Nykredit, Realkredit Danmark og Nordea Realkredit, tilsammen har udstedt godt 80 pct. af de ude-

stående realkreditobligationer. Den udestående mængde er i stigende grad koncentreret i store serier, som i oktober 2015 udgjorde omkring 80 pct. af det samlede udestående, jf. figur 3.2 (venstre).

Selv om antallet af små serier er faldet støt over tid, ligger størstedelen af obligationerne fortsat i mange små serier, jf. figur 3.2 (højre). En af forklaringerne bag det høje antal obligationsserier er, at realkreditinstitutterne tilbyder en bred vifte af lånetyper til deres kunder.

Udbredelsen af realkreditlån med rentetilpasning har spredt det samlede udestående på serier med forskellige rentebindingsperioder og variable rentesatser, jf. figur 3.3 (venstre). Da balanceprincippet indebærer, at betalingerne på lån og obligation skal stemme overens, medfører det brede udbud af lånetyper et tilsvarende højt antal obligationer. Princippet betyder også, at en obligationsserie ikke kan lukkes så længe, der stadig er låntagere, som tilbagebetaler på lån bag serien. Det er yderligere med til at øge antallet af udestående serier.

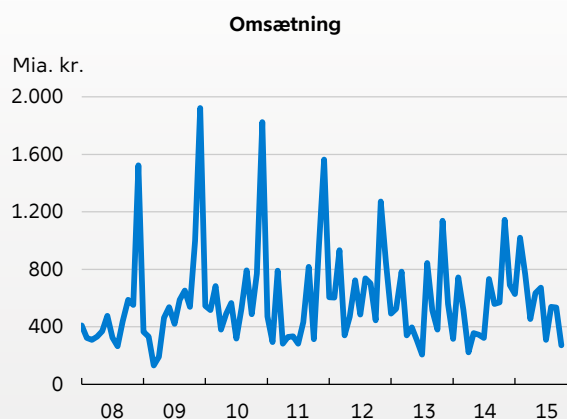
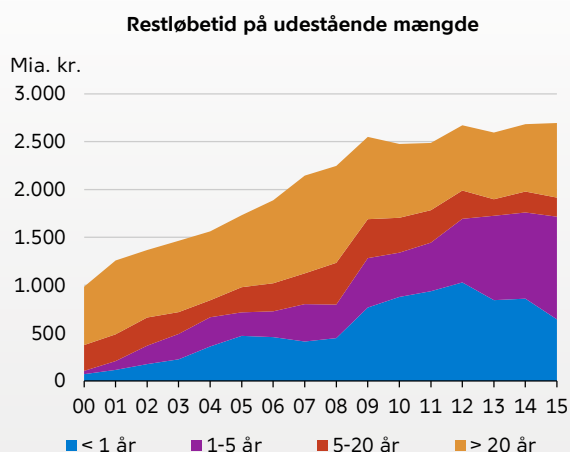
For at imødegå refinansieringsrisikoen ved 1-årige obligationer har institutterne siden 2010 arbejdet på at sprede refinansieringsauktionerne

4 Se European Banking Authority (2013), Buchholst, Gyntelberg og Sangill (2010) samt Dick-Nielsen, Gyntelberg og Sangill (2012).

5 Nykredit er her inklusiv Totalkredit.

## Restløbetid og omsætning i realkreditobligationer

Figur 3.3

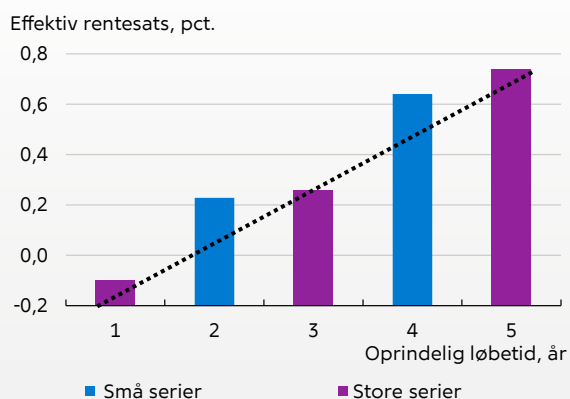


Anm.: Seneste observation i figuren til venstre er ultimo oktober 2015. Figuren til højre viser den månedlige sum af handler. Seneste observation er oktober 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank, MiFID transaktionsrapporter og egne beregninger.

## Præmie på små obligationsserier

Figur 3.4



Anm.: Figuren viser den effektive rente på fem af Realkredit Danmarks udstedelser af SDRO'er ved refinansieringsauktioner i perioden 17.-18. november 2015. De fem SDRO'er er fra samme kapitalcenter og har samme rating. Obligationsserierne med henholdsvis 1-, 3- og 5-årig løbetid er større end 500 mio. euro, og obligationsserierne med henholdsvis 2- og 4-årig løbetid er mindre end 500 mio. euro.

Kilde: Realkredit Danmark og Nykredit Markets.

på fire årlige terminer.<sup>6</sup> Det afspejles i omsætningen af realkreditobligationer, jf. figur 3.3 (højre). De seneste år er omsætningen i højere grad blevet spredt over året i forhold til tidligere, hvor en meget stor mængde realkreditobligationer skulle omsættes en enkelt gang om året. Lovændringen om løbetidsforlængelse af realkreditobligationer indførte i 2014 betinget løbetidsforlængelse for obligationer bag lån med refinansiering. Begge tiltag har isoleret set ført til et øget antal udestående serier.

Handel med de mange små obligationsserier kan blive udfordret i en situation med faldende likviditet i markedet. Det kan betyde, at obligationerne bliver sværere at afsætte på auktioner, og at det bliver mere omkostningsfyldt at omsætte dem i det sekundære marked. Derudover kan det nye likviditetskrav, LCR<sup>7</sup>, der trådte i kraft 1. oktober 2015, få betydning for efterspørgslen på tværs af seriestørrelser, da seriens størrelse har betydning for, hvorvidt den kan tælle med i den påkrævede likviditetsbuffer. De største seriestørrelser på mindst 500 mio. euro kan medregnes

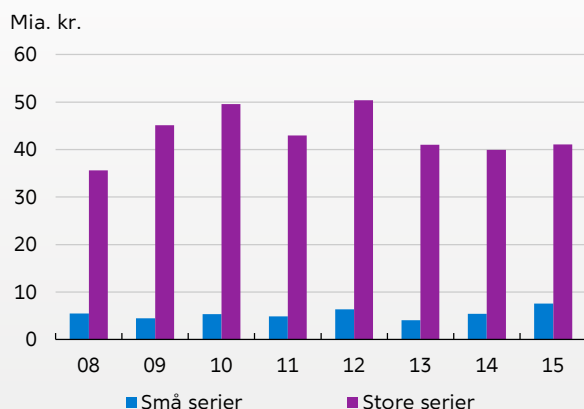
<sup>6</sup> Derudover vil tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter stille krav til begrænsning af hvert enkelt instituts refinansieringsrisiko med virkning fra 2020.

<sup>7</sup> Se Europa-Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 2015/61 af 10. oktober 2014 om supplerende regler til forordning (EU) nr. 575/2013 for så vidt angår likviditetsdækningskrav for kreditinstitutter.

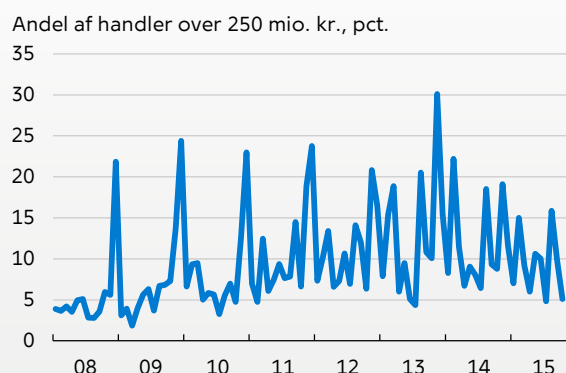
## Omsætning af realkreditobligationer

Figur 3.5

### Gennemsnitlig månedlig omsætning



### Andel store handler



Anm.: Figuren til venstre viser den gennemsnitlige månedlige omsætning. Små (store) serier er defineret som serier med udestående mængde på under (over) 500 mio. euro. Gennemsnit for 2015 er kun baseret på perioden januar til og med oktober. Seneste observation er oktober 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank, MiFID transaktionsrapporter og egne beregninger.

med et haircut på 7 pct., mens serier mellem 250 og 500 mio. euro kan medregnes med et haircut på 15 pct. Serier under 250 mio. euro kan ikke tælle med i det nye likviditetskrav. Ved udstedelsen vil efterspørgslen efter obligationerne afhænge af forventningen til, hvilken størrelsesgruppering obligationsserien vil ende med at tilhøre. Det var tydeligt ved refinansieringsauktionerne i november 2015, hvor de obligationsserier der forventedes at tilhøre en mindre seriestørrelse blev solgt med en rentepremie, jf. figur 3.4.

### Likviditet på tværs af seriestørrelser

Markedslikviditet kan ikke måles direkte, og man er derfor nødt til at basere en vurdering af likviditeten på en række indikatorer. En umiddelbar måde at vurdere likviditeten i markedet for realkreditobligationer er ved at se på niveauet for handelsaktiviteten, da en høj omsætning gør det lettere for den enkelte markedsdeltager at købe og sælge selv store mængder obligationer løbende i markedet. Derudover er en høj handelsaktivitet med til at sikre, at priserne hurtigt retter sig efter et ordrestød.

Koncentration af udestående mængde i store serier afspejles i omsætningen på markedet, hvor

handler i store serier udgør langt den største andel, jf. figur 3.5 (venstre). Der er ikke nogen tydelig tendens til faldende omsætning, hverken i de store eller mindre serier over tid.

Et tegn på faldende markedslikviditet kan være, at markedsdeltagerne ikke længere gennemfører meget store handler, hvilket har været tilfældet i fx det amerikanske marked for erhvervsobligationer i de senere år.<sup>8</sup> Denne tendens er ikke tydelig på det danske marked for realkreditobligationer, jf. figur 3.5 (højre).

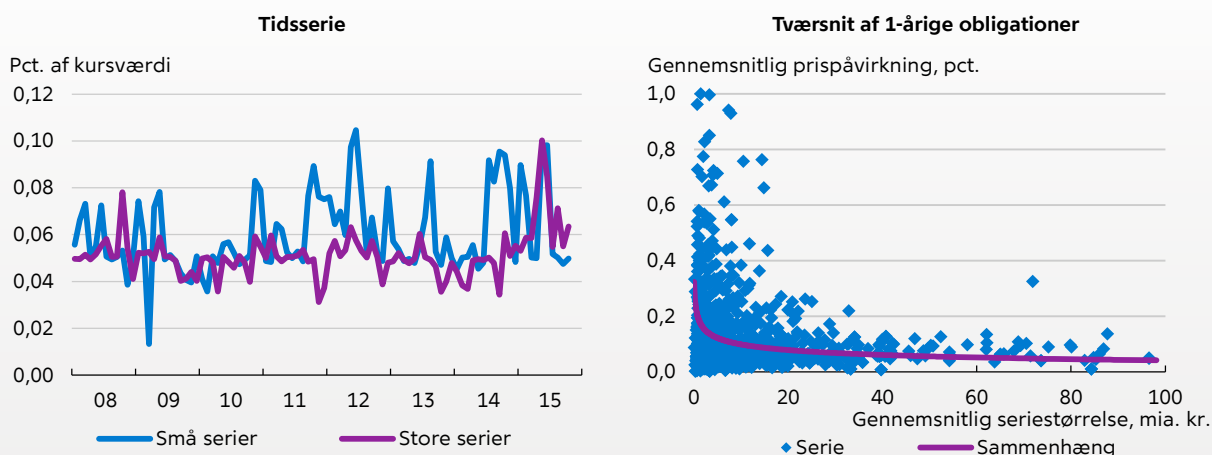
I vurderingen af markedslikviditeten er det også centralt, hvor stor en mængde obligationer der kan handles til en given pris. I et højlikvidt marked påvirker selv gennemførslen af en stor handel stort set ikke prisen. Empirisk kan denne dimension af likviditeten estimeres ved at beregne prispåvirkninger af handler, dvs. forskellen mellem prisen fra seneste handelspris før en handel til handelsprisen ved handlen.<sup>9</sup> Målet skal ses som en indikator for markedslikviditeten og kan ikke fange alle dimensioner af likviditet. Indikatoren tager fx ikke højde for ny information, der kan ændre prisen mellem to handler, og afspejler ikke ændringer i tids- og ressourceforbruget ved en handel.

<sup>8</sup> Se IMF (2015).

<sup>9</sup> Se bilag for en nærmere beskrivelse af det anvendte mål for prispåvirkning af handler.

Prispåvirkning af handler opdelt på seriestørrelser

Figur 3.6



Anm.: Figuren til venstre viser den månedlige median af prispåvirkning af handler. Små (store) serier er defineret som serier med udestående mængde på under (over) 500 mio. euro. Der er lavet en regressionsanalyse af bl.a. sammenhængen mellem prispåvirkning og seriestørrelse. Den lille kurve i figuren til højre viser den statistisk signifikante sammenhæng mellem prispåvirkning og seriestørrelse estimeret i modellen. Sammenhængen er aftagende i seriestørrelse, men stadig negativ for de største serier i datagrundlaget. Seneste observation er 31. oktober 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank, MiFID transaktionsrapporter og egne beregninger.

Den estimerede prispåvirkning af handler på markedet for realkreditobligationer er generelt stadig lav. Påvirkningen er lidt mindre ved handler i store serier set over hele perioden, jf. figur 3.6 (venstre), men ser ud til at stige i perioder med øget volatilitet i markedet, som ved Lehman Brothers konkurs i september 2008 og senest i forbindelse med stigningerne i de lange obligationsrenter i 2. kvartal 2015. Den lavere likviditet i små serier er mest udtalt for de allermindste serier, mens betydningen gradvist aftager, jo større serierne bliver, jf. figur 3.6 (højre).<sup>10</sup>

### RETLØBETID OG LIKVIDITET

Likviditeten afhænger også af obligationernes restløbetid. Obligationer med lang restløbetid har generelt høj varighed, hvilket er et udtryk for obligationernes prisfølsomhed over for renteændringer. Modsat har obligationer med kort restløbetid generelt lav varighed, da obligationerne

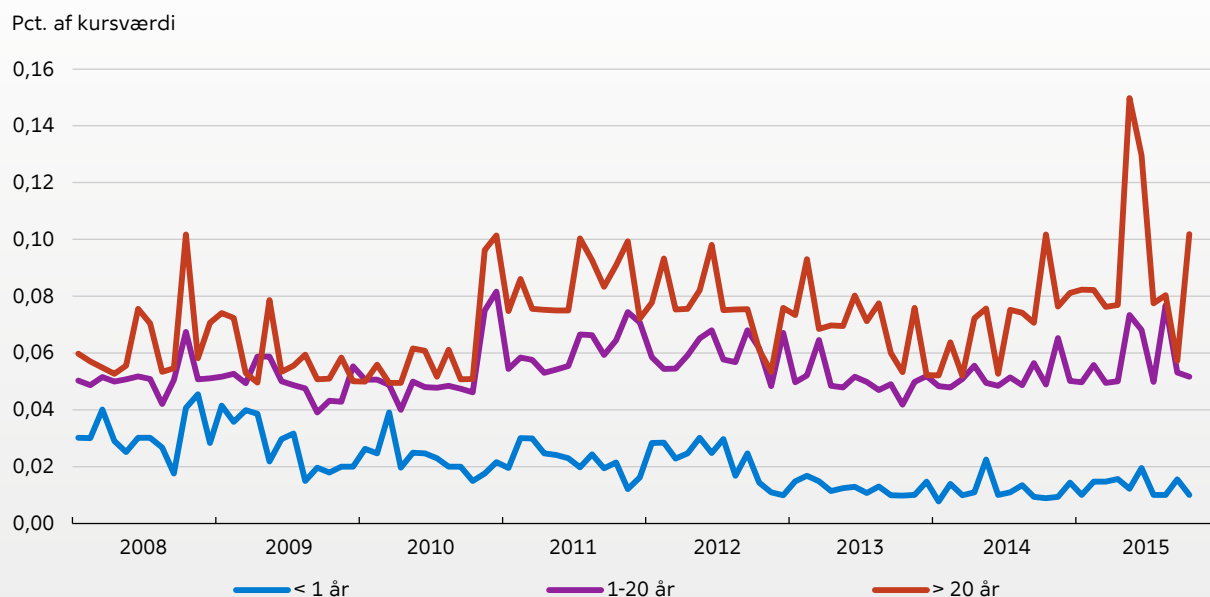
inden for en kort horisont udløber til kurs 100. Det er derfor mere risikofyldt at handle obligationer med høj restløbetid, der fluktuerer relativt mere i værdi. Det giver sig udtryk i højere prispåvirkninger af handler i realkreditobligationer med restløbetid over 20 år end i obligationer med restløbetid under 1 år, jf. figur 3.7. Der skete bl.a. en markant stigning i prispåvirkningen af obligationer med lang restløbetid i 2. kvartal 2015. Det skal ses i sammenhæng med den betydelige stigning i renterne på realkreditobligationer med lang løbetid i perioden, som skete i forbindelse med en stigning i de lange renter i euroområdet. I den forbindelse steg varigheden på de lange konverterbare realkreditobligationer og dermed renterisikoen på obligationerne. Konverterbare realkreditobligationer kan altid førtidsindfries af låntager til kurs 100. Når kursen på obligationerne falder, stiger den forventede varighed i takt med den faldende sandsynlighed for snarlig førtidsindfrielse af obligationerne.

10 I forbindelse med analyserne i dette kapitel er lavet en regressionsanalyse af sammenhængen mellem den månedlige prispåvirkning på den enkelte obligationsserie og dennes egenskaber i form af henholdsvis seriestørrelse, restløbetid og ejerkoncentration. Resultaterne fra estimationen viser bl.a., at der er en signifikant lavere prispåvirkning, jo større obligationsserien er. Effekten er aftagende i seriestørrelse, men stadig negativ for de største serier i datagrundlaget. De øvrige resultater viser, at længere restløbetid signifikant øger prispåvirkningen, mens ejerkoncentration ikke har en signifikant effekt.



Prispåvirkning af handler opdelt på restløbetider

Figur 3.7



Anm.: Figuren viser den månedlige median af prispåvirkning af handler for hvert restløbetidssegment. Seneste observation er oktober 2015.  
Kilde: Danmarks Nationalbank, MiFID transaktionsrapporter og egne beregninger.

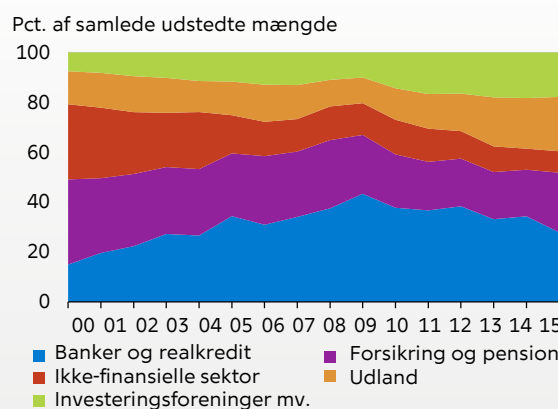
### FLERE UDENLANDSKE INVESTORER

Forskellige typer af investorer har forskellige investeringsmønstre, og derfor kan investorbasen i markedet for realkreditobligationer påvirke likviditeten i obligationerne. Forsikrings- og pensionssektoren holder typisk langfristede obligationer til udløb for at matche langfristede forpligtelser, mens kortsigtede investorer, som banker og udenlandske investorer, ofte ejer kortfristede obligationerne midlertidigt, fx i forbindelse med likviditetsstyring. Bankerne holder også obligationer til brug for marked making-aktiviteter, jf. afsnit om markedsforhold nedenfor. En høj andel af langsigtede investorer skaber stabilitet, men kan mindske omsætteligheden i markedet. Omvendt kan kortsigtede investorer øge omsætningen, men samtidig volatiliteten i markedet som følge af hyppige adfærdsændringer.

Siden starten af 2007 er andelen af obligationerne som ejes af udenlandske investorer, herunder også danske investorer udenlandske hedgefonde, steget fra knap 10 pct. til godt 20 pct., jf. figur 3.8. Finanskrisen og statsgældskrisen i dele af euroområdet medførte stigende usikkerhed og risikoaversion, hvilket var med til at øge efterspørgslen efter obligationer med høj kreditværdighed såsom de danske realkreditobligationer.

Investorer i realkreditobligationer

Figur 3.8



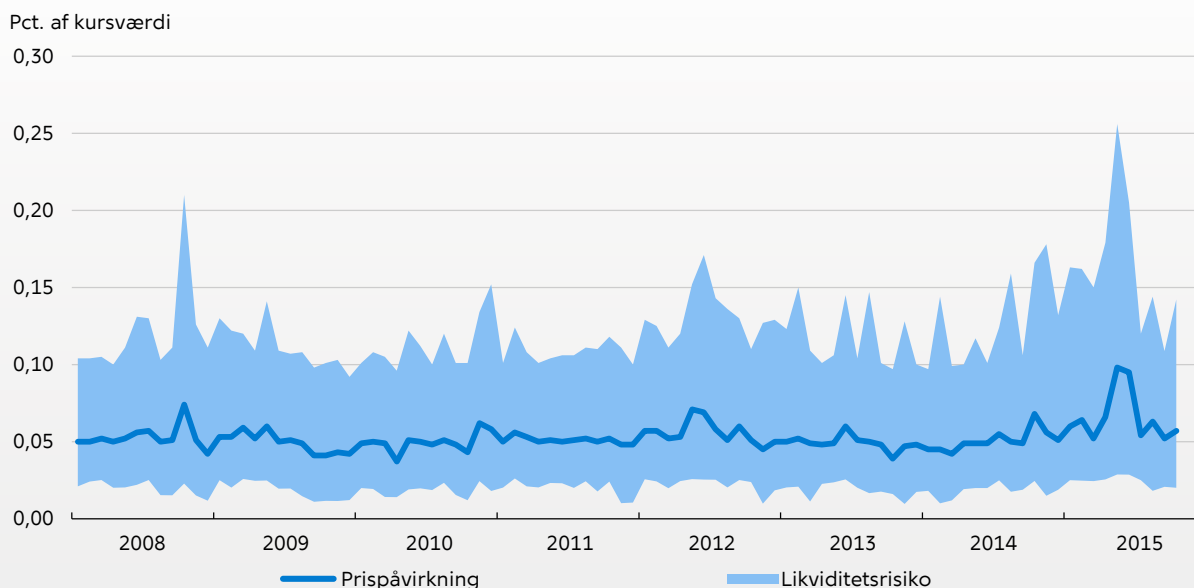
Anm.: Figuren viser observationer for ultimo oktober hvert år. Investeringsforeninger mv. svarer til kategorien *Andre finansielle formidlere m.m.* i statistikken. Seneste observation er oktober 2015.  
Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

### MARKEDSFORHOLD PÅVIRKER LIKVIDITETEN

Udover egenskaber ved selve obligationerne påvirker markedsforholdene likviditeten. Udviklingen mod mindre risikovillighed og øget regu-

## Likviditetsrisiko

Figur 3.9



Anm.: Prispåvirkning er givet ved den månedlige median af prispåvirkninger ved handler på tværs af alle obligationsserier. Likviditetsrisiko er beregnet som forskellen mellem 3. kvartil og 1. kvartil af prispåvirkningen. Seneste observation er oktober 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank, MiFID transaktionsrapporter og egne beregninger.

lering i den finansielle sektor kan påvirke likviditeten. På den ene side er bankerne blevet mere robuste. Omvendt kan udviklingen have mindsket bankernes understøttelse af likviditeten. Derudover kan den nuværende situation med lempelig pengepolitik og det heraf affødte lave renteniveau påvirke likviditeten på forskellig vis. Mens analysen ikke viser tegn på fald i det generelle likviditetsniveau for realkreditobligationer, har der siden slutningen af 2014 været større volatilitet i likviditeten, hvilket indikerer, at den er blevet mindre robust.

### STØRRE VOLATILITET I LIKVIDITETEN

Obligationer handles primært via banker, der agerer market makere. Det er også tilfældet på markedet for realkreditobligationer. Bankernes centrale rolle i handlen med realkreditobligationer skyldes både forhold på det primære og sekundære marked, der gør det svært direkte at matche købere og sælgere af obligationer.

På det primære marked medfører balanceprincippet, at hvert enkelt boliglån finansieres ved en tilsvarende udstedelse af obligationer, men investorerne ønsker imidlertid at aftage større mængder obligationer ad gangen. Derfor funge-

rer bankerne som mellemed mellem låntagere og investorer ved at opkøbe obligationerne løbende fra udsteder og sælge dem videre i større blokke til investorerne.

På det sekundære marked står bankerne til rådighed for køb og salg af obligationer og lader dermed deres beholdninger absorbere ubalancer mellem udbud og efterspørgsel efter obligationer. Det er med til at underbygge likviditeten i markedet.

Bankernes indtjening ved market making består primært af bid ask-spændet, som er forskellen mellem de priser de køber og sælger obligationen til. De påtager sig risikoen ved at tage positioner i markedet, og denne risiko afspejles i vidden på bid ask-spændet. I perioder med finansiell uro forsvinder bankernes villighed til at bære den risiko hurtigt, hvilket kan medføre, at de trækker sig fra markedet. Likviditet har karakter af et offentligt gode i den forstand, at markedsdeltagerne samlet nyder godt af en høj likviditet, men at det ikke nødvendigvis er optimalt for den enkelte markedsdeltager at udbyde likviditet i den mængde, der er optimal for markedet som helhed og særligt ikke i perioder med finansiell uro.

Market making er derfor ikke nødvendigvis en garanti for likviditetens robusthed i alle situationer. Man kan få et indtryk af denne robusthed ved at se på, hvor meget prispåvirkningen af handler varierer på tværs af obligationshandler. Det giver et billede af, hvor stor prispåvirkning en handel potentielt kan have og dermed et mål for likviditetsrisikoen.

Der har siden slutningen af 2014 været større volatilitet i likviditeten, hvilket indikerer, at den er blevet mindre robust, jf. figur 3.9. Der er derfor risiko for, at der i forhold til tidligere skal mindre stød til, før likviditeten forsvinder.

Likviditetsmålet viser et midlertidigt, markant fald i likviditeten og en kraftig stigning i risikoen i 2. kvartal 2015, hvilket som tidligere nævnt skal ses i sammenhæng med en betydelig forøgelse af kursrisikoen på de lange konverterbare realkreditobligationer.<sup>11</sup> Tidligere perioder med markante renteændringer og volatilitet i de lange renter har ikke i samme grad ført til fald i likviditeten på markedet for realkreditobligationer.

### STRAMMERE RAMMER FOR MARKET MAKING

Markedsdeltagere peger på, at market makerne er blevet mindre villige til at absorbere ubalancer mellem udbud og efterspørgsel af realkreditobligationer. Det skal ses i lyset af, at der siden finanskrisen er sket en udvikling mod mindre risikovillighed i den finansielle sektor. Det afspejles bl.a. i, at både kreditvurderingsinstitutter og investorer har stigende fokus på, hvor bankernes indtjening kommer fra. Indtjening fra store handelsaktiviteter på de finansielle markeder, vurderes generelt mere negativt.<sup>12</sup> Ny regulering i form af øgede kapital- og likviditetskrav har desuden påvirket bankernes risikotagning.

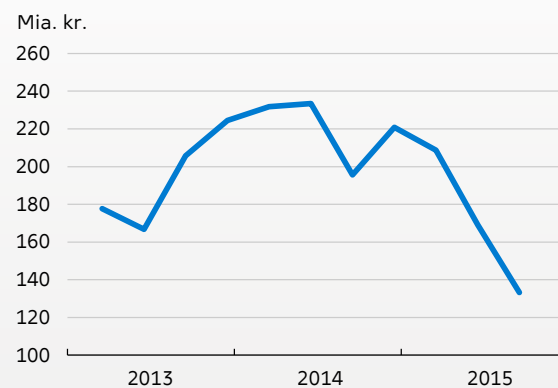
Den strukturelle udvikling mod mindre risikovillighed og øget regulering kan føre til, at bankernes market making mindskes. I forhold til nye reguleringstiltag er fokus primært rettet mod gearingsratioen samt likviditetskravene LCR og NSFR. LCR trådte i kraft i oktober 2015, mens krav til NSFR og gearingsratio kan blive indført fra 2018.

11 En statistisk regressionsanalyse viser, at ændringer i renten på den 10-årige danske statsobligation signifikant er med til at drive udviklingen i prispåvirkningen for obligationer med lang restløbetid på det danske marked for realkreditobligationer.

12 Se Roengpitya, Tarashev og Tsatsaronis (2014).

**Bankernes beholdning af realkreditobligationer til brug for market making**

Figur 3.10



Anm.: Figuren viser nettobeholdning til markedsværdi i danske kroner, dvs. den samlede værdi af lange positioner fratrukket værdien af korte positioner. Realkreditobligationer ejet i forbindelse med repoforretninger er ikke medtaget. Figuren er baseret på en undersøgelse blandt de fem største banker.

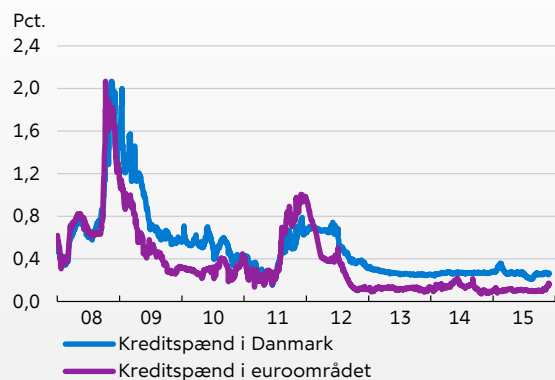
Kilde: Danske Bank, Jyske Bank, Nordea Bank Danmark, Nykredit Bank og Sydbank.

Gearingsratioen kan være med til at begrænse bankernes incitament til at holde realkreditobligationer på deres balancer. Det skyldes, at målet i modsætning til de sædvanlige kapitalkrav beregnes i forhold til de uvægtede eksponeringer, hvorfor realkreditobligationerne, som har lave risikovægte, kræver relativt mere kapital i dette krav. Derudover stiller LCR og NSFR krav til sammensætningen af bankernes balance. Bl.a. må realkreditobligationer maksimalt udgøre 70 pct. af likviditetsbufferen i LCR. Som nævnt tidligere kan opdelingen på seriestørrelse af, hvilke obligationer der kan tælle med i LCR, også have betydning for bankernes relative efterspørgsel efter forskellige obligationsseriestørrelser.

Udviklingen har samlet set øget fokus på omkostningerne ved at holde kapital og likviditet og kan betyde, at bankerne ikke længere vurderer, at indtjeningen ved market making er tilstrækkelig. Internationalt har man set, at bankerne siden

Kreditspænd for banker

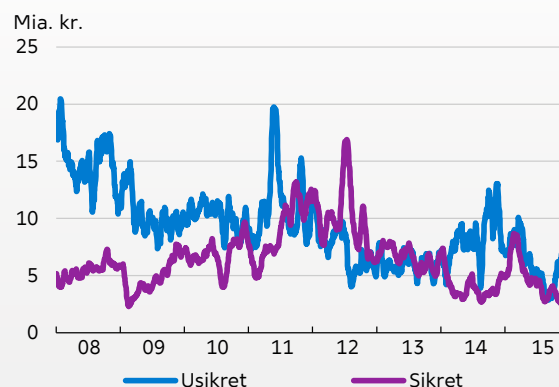
Figur 3.11



Anm.: Figuren viser henholdsvis spændet mellem 3-måneders Cibur-rente og 3-måneders Cita-swaprente for kreditspændet i Danmark samt spændet mellem 3-måneders Euribor-rente og 3-måneders Eonia-swaprente for kreditspændet i euroområdet. Seneste observation er 27. november 2015.  
Kilde: Bloomberg, Nordea Analytics og egne beregninger.

Omsætning på interbankmarkedet

Figur 3.12



Anm.: Figuren viser omsætning for de nuværende 8 indberettere af Tomorrow-Next (T/N) for hele perioden. Aggregeret på tværs af banker og løbetid. 21-dages glidende gennemsnit af daglige observationer. Seneste observation er 27. november 2015.  
Kilde: Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

finanskrisen har mindsket deres beholdninger af obligationer til brug for market making. De danske banker har også reduceret deres market making-beholdninger det seneste år, jf. figur 3.10.

### Lånemarkedernes betydning for market making

En forudsætning for at bankerne kan udfylde rollen som market makere og dermed skabe likviditet i markedet, er adgangen til låne- og afdækningsmuligheder på de finansielle markeder. Det er også gældende på markedet for realkreditobligationer, hvor der kan påvises en signifikant kausal sammenhæng mellem bankernes adgang til lånemarkederne og likviditeten i realkreditobligationsmarkedet.<sup>13</sup>

Adgangen til lånemarkederne afhænger af den generelle sikkerhed i det finansielle system, herunder bankernes egen kreditværdighed. Man kan ikke direkte måle bankernes adgang til låne-

markedet, men en indikator er givet ved spændet mellem den sikrede rente på renteswaps og renten på et usikret lån på interbankmarkedet. Fx steg kreditrisikoen på interbankmarkedet i både euroområdet og Danmark under finanskrisen, hvilket afspejles i en kraftig udvidelse af spændet mellem sikrede og usikrede renter i perioden, jf. figur 3.11.

Fra 2008 til 2012 skete et skift fra usikret til sikret låntagning på interbankmarkedet, jf. figur 3.12. Siden 2012 er omsætningen i sikrede lån såsom repoforretninger faldet betydeligt.<sup>14</sup> Repoforretninger, som er låneforretninger med sikkerhed i værdipapirer, bruges i høj grad til afdækning og finansiering af market makernes positioner.

På samme måde som den strukturelle udvikling i form af mindre risikovillighed og øget regulering

13 Sammenhængen mellem bankernes adgang til at finansiere deres market making og likviditeten på markedet for realkreditobligationer er tidligere analyseret i Dick-Nielsen, Gyntelberg og Lund (2013). Her forklares udviklingen i prispåvirkning af handler af udviklingen i spændet mellem 3-måneders Cibur-rente og 3-måneders Cita-swaprente på det danske pengemarked. I forbindelse med analyserne i dette kapitel er lavet lignende statistiske regressionsanalyser med opdaterede tidsserier. Resultaterne fra regressionerne og tests af såkaldt Granger-kausalitet viser bl.a., at udviklingen i spændet signifikant driver udviklingen i prispåvirkningen for obligationer med kort restløbetid på det danske marked for realkreditobligationer. Regressionerne viser også, at udviklingen i spændet mellem den 3-måneders Euribor-rente og 3-måneders Eonia-swaprente i euroområdet, statistisk signifikant driver udviklingen i det danske spænd.

14 For en beskrivelse af sammenhængen mellem de pengepolitiske renter og omsætningen i usikrede lån på interbankmarkedet, se Danmarks Nationalbank (2014).

kan påvirke bankernes villighed til at have realkreditobligationer i deres beholdning, kan udviklingen også være en af faktorerne bag den faldende omsætning på repomarkedet.<sup>15</sup>

Faldet i bankernes lagerbeholdninger af realkreditobligationer og den faldende omsætning i repomarkedet peger i retning af, at market making bliver fokuseret på færre obligationer og generelt reduceres. Uviklingen kan betyde, at obligationsmarkedet bliver mere ordredrevet. Denne tendens bekræftes generelt af markedsdeltagere, som peger på, at det specielt er tilfældet for handel med obligationer, som ikke udstedes mere (off-the-run). Tidligere var markedet i højere grad prisdrevet, hvilket betød, at markedsdeltagerne forholdsvis let gennem market makerne kunne handle de fleste obligationer til et prisniveau, der var givet ved bankernes løbende prisstillelse. I et ordredrevet marked vil handlerne afhænge mere af, at market makerne direkte kan matche køber og sælger. Afhængig af hvor hyppigt en obligation omsættes, kan handler tage længere tid i et ordredrevet marked.

#### **LEMPELIG PENGEPOLITIK KAN HOLDE HÅNDEN UNDER LIKVIDITETEN**

Centralbankernes opkøb af obligationer i USA og euroområdet understøtter likviditeten direkte ved, at centralbankerne udgør en stor og forudsigelig køber på markedet. Opkøbene vil reducere mængden af obligationer til rådighed for andre investorer, hvilket kan reducere likviditeten af visse obligationstyper. Derudover har den lempele pengepolitik ført til en søgen efter afkast, som kan have øget efterspørgslen på aktiver med lav likviditet. Det er med til at forklare, hvorfor den stigende bekymring for likviditeten i markedet ikke smitter af på likviditetspræmierne, som fortsat er lave. Der er en risiko for, at likviditeten falder, når pengepolitikken på et tidspunkt normaliseres. Det er vigtigt, at markedsdeltagerne er opmærksomme på dette, og at normaliseringen bliver så transparent som muligt.

#### **LIKVIDITET KAN PÅVIRKES NEGATIVT AF LAVE RENTER**

Det nuværende lavrentemiljø kan påvirke likviditeten i realkreditobligationer negativt. Det skyldes,

**Rente på 10-årig statsobligation**

Figur 3.13



Anm.: Seneste observation er 27. november 2015.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Bloomberg.

at de lave renter kan få market makerne til at øge deres bid ask-spænd med mindre markedslivlighed til følge, jf. boks 3.1. Det skyldes bl.a., at det nuværende renteniveau har betydning for bankernes forventning til den fremtidige renteutvikling.

Renteniveauet i Danmark har generelt været faldende siden 2008, jf. figur 3.13. I den første del af perioden, hvor renten faldt, kan forventningen til yderligere rentefald have fået market makerne til at forvente kursstigninger på deres beholdning af realkreditobligationer. Indtjeningen fra positive kursgevinster på realkreditobligationerne giver alt andet lige market makerne incitament til at have disse i deres lagerbeholdning til market making.

Når renten er under dens langsigtede niveau, vil market makerne modsat forvente en fremtidig rentestigning og kursfald. Det kan have fået dem til at mindske deres aktiviteter og øge deres bid ask-spænd. I begyndelsen af 2015 nåede renten et nyt lavpunkt. Det kan isoleret set have bidraget til at øge prispåvirkningen af handler i perioden.

<sup>15</sup> Se Danmarks Nationalbank (2015).

Udviklingen i markedslikviditeten afhænger bl.a. af renteutviklingen. Det skyldes, at bankernes forventede omkostninger og afkast ved market making afhænger af renteniveauet. På baggrund af en teoretisk model viser Kristoffersen og Pedersen (2015), at markedslikviditeten kan være lavere i et lavrentemiljø, som det nuværende, end ved et højere renteniveau.

#### Hvordan fastsættes bid ask-spændet?

Analysen i Kristoffersen og Pedersen (2015) tager udgangspunkt i en model for, hvad der bestemmer markedslikviditeten målt ved market makers bid ask-spænd. Et stort spænd betyder, at det er dyrt for køber og sælger at agere på markedet, hvilket er med til at reducere likviditeten.

Modellen er baseret på to centrale antagelser om markedsstrukturen på obligationsmarkedet. For det første holder market makerne i gennemsnit en positiv lagerbeholdning af obligationer for at kunne udbyde likviditet. Det er antaget, at de ikke kan afdække risikoen ved lagerbeholdningen fuldt ud. For det andet antages, at der er fuldkommen konkurrence mellem market makerne, hvilket medfører, at alle sætter det samme bid ask-spænd og køber eller sælger tilkomne ordrer. Under disse antagelser afhænger bid ask-spændet som udgangspunkt af to faktorer; den forventede omkostning ved market making og det forventede, risikojusterede afkast ved lagerbeholdningen.

Sammenhængen mellem market makers forventede, risikojusterede afkast og bid-ask spændet afhænger af market makers krav til afkast i forhold til de øvrige investorer på obligationsmarkedet. Nedenstående resultater om market making i et lavrentemiljø bygger på, at market makerne kræver et mindre risikojusteret afkast end de øvrige investorer på obligationsmarkedet. Det kan afspejle, at de i gennemsnit har mere kapacitet til at holde risiko end fx virksomheder og husholdninger. Det er ikke en forudsætning, at market makerne er indifferente over for risiko. De skal blot være mere risikovillige end det øvrige obligationsmarked.

#### Market making i lavrentemiljø

For at kunne analysere, hvordan market makers afkast påvirkes i et lavrentemiljø, udbygger Kristoffersen og Pedersen (2015) modellen med en specifik struktur for renteutviklingen, der bygger på den såkaldte CIR-model. Denne rentemodel har bl.a. de egenskaber, at den korte rente svinger omkring et langsigtet renteniveau og har en eksplicit nedre grænse. Det betyder, at volatiliteten i den korte rente afhænger af renteniveauet. Der er således større udsving i den korte rente, når den korte rente er høj. Empiriske studier understøtter denne antagelse.

I den udbyggede model peger resultaterne i analysen på, at et lavere renteniveau fører til et højere bid ask-spænd og dermed mindre markedslikviditet. Det skyldes, at en lavere rente fører til lavere risikojusteret afkast hos market makerne, da volatiliteten i den korte rente er mindre. Et lavere risikojusteret afkast mindsker isoleret set market makers indtjening fra deres udbud af likviditet. For at kompensere for lavere afkast må de udvide bid ask-spændet for at dække et givent niveau for omkostningerne.

Derudover kan forventning om kurstab påvirke bid ask-spændet. Når renten er under dens langsigtede niveau, vil market makerne forvente en rentestigning. Et klart eksempel på dette er ved rentens nedre grænse, hvorfra renten kun kan stige, og market makerne forventer, at obligationsprisen i fremtiden vil falde. Dermed må market makerne regne med et tab på deres obligationsbeholdning. Det forventede tab vil de kræve kompensation for gennem et større bid ask-spænd.<sup>1</sup>

Ovenstående resultater er gældende under antagelse af, at de handlede aktiver er såkaldte nul kuponobligationer. Hvis der i stedet var tale om kuponobligationer, ville varigheden, eller kursfølsomheden over for rentændringer, automatisk stige, når renten falder. Det vil alt andet lige trække i retning af at forstærke resultaterne ovenfor.

1. Kristoffersen og Pedersen (2015) viser yderligere, at bid ask-spændet også isoleret set er højere ved rentens nedre grænse, hvis market makerne eksplicit antages at være tabsaverse, dvs. mere bekymrede for negative kursændringer end positive. Denne kanal kan påvirke likviditeten negativt, selv hvis market makerne kræver samme risikojusterede afkast som de øvrige investorer på obligationsmarkedet.

## REFERENCER

Bank of England (2015), *Financial Stability Report*, juli 2015.

Buchholst, Birgitte V., Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill (2010), *Liquidity of Danish Government and Covered Bond – Before, During and After the Financial Crisis*, Danmarks Nationalbank, *Working paper nr. 70*.

Danmarks Nationalbank (2013), *Likviditet i danske statspapirer, Statens låntagning og gæld, 2013*.

Danmarks Nationalbank (2014), *Seneste tendenser på pengemarkedet, Kvartalsoversigten, 4. kv. 2014*.

Danmarks Nationalbank (2015), *Finansiell stabilitet, 1. halvår, 2015*.

Dick-Nielsen, Jens, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill (2012), *Liquidity in Government versus Covered Bond Markets*, Danmarks Nationalbank, *Working paper nr. 83*.

Dick-Nielsen, Jens, Jesper Lund og Jacob Gyntelberg (2013), From Funding Liquidity to Market Liquidity: Evidence from Danish Bond Markets. *CBS working paper*.

European Banking Authority (2013), Report on appropriate uniform definitions of extremely high quality liquid assets (extremely HQLA) and high quality liquid assets (HQLA) and on operational requirements for liquid assets under Article 509(3) and (5) CRR, december 2013.

Fender, Ingo og Ulf Lewrick (2015), Shifting tides – market liquidity and market making in fixed income instruments, *BIS Quarterly Review*, marts 2015.

IMF (2015), Market Liquidity – Resilient or Fleeting?, *Global Financial Stability Report*, 2015.

Kristoffersen, Mark S. og Jesper Pedersen (2015), Market Liquidity and Market Making – the Case of Fixed Income and Low Interest Rates, Danmarks Nationalbank, *Working paper nr. 100*.

Roengpitya, Rungporn, Nikola Tarashev og Kostas Tsatsaronis (2014), Bank business models, *BIS Quarterly Review*, december 2014.

## BILAG

Analyserne i dette kapitel er baseret på detaljeret information om handler i markedet for realkreditobligationer fra MiFID transaktionsrapporter. MiFID-direktivet<sup>16</sup> indebærer, at alle investeringsvirksomheder og kreditinstitutter i EU siden november 2007 har været forpligtet til at indberette handler med værdipapirer til deres nationale tilsynsmyndigheder. Transaktionsrapporterne indeholder informationer om størrelse, pris og tidspunkt for handler med realkreditobligationer. Obligationerne er desuden identificeret med unikke ISIN-koder, som gør det muligt at tilføje information om bl.a. obligationernes udestående mængde og løbetid fra Danmarks Nationalbanks Værdipapirstatistik.

## BEARBEJDNING AF DATA

MiFID transaktionsrapporterne er i udgangspunktet et tilsynsværktøj for Finanstilsynet. For at rense datagrundlaget til analysens formål er der lavet en række filtreringer før det er brugt i analyserne. Data er rensset igennem fem filtre, som er beskrevet i tabel 3.B.1.

Det oprindelige datasæt består af ca. 8 mio. observationer, mens data efter de første fire filtre indeholder ca. 6 mio. observationer. I det sidste filter, hvor detailhandler udelades, fjernes størstedelen af handlerne, som dog kun udgør ca. 10 pct. af den samlede omsætning.

I det benyttede datasæt er alle handlerne anonymiseret, og der er således intet fokus på modpartsniveau i analysen.

## BEREGNING AF PRISPÅVIRKNING AF HANDLER

Beregningen af prispåvirkningen af handlerne tager udgangspunkt i det filtrerede datagrundlag. I de fleste internationale studier justeres prispåvirkning for handelsstørrelse. Flere tidligere studier på danske data har midlertidig ikke fundet den forventede positive sammenhæng mellem prispåvirkning og handelsstørrelse.<sup>17</sup> En regressionsanalyse på datagrundlaget for dette kapitel viser samme resultat. Derfor bliver prispåvirkning ikke korrigeret for handelsstørrelse i analyserne.

Prispåvirkningen af en handel beregnes som den numeriske, procentvise ændring i handelsprisen ( $P$ ) for obligation ( $k$ ) på dag ( $t$ ) for handel ( $i$ ),

$$\text{Prispåvirkning}_{k,t,i} = \frac{|P_{k,t,i} - P_{k,t,i-1}|}{P_{k,t,i-1}} \times 100$$

For at gøre det mindre sandsynligt, at priserne mellem to handler ændrer sig af andre årsager end handlens prispåvirkning, fx offentliggørelse af nye informationer til markedet, medtages kun prispåvirkningen af handler, som sker på samme dag, som den forrige handel. Derudover udelades observationer, hvor prispåvirkningen er nul.

16 Europa-Parlamentet og Rådets direktiv 2005/39/EF, artikel 25(3) og (4).

17 Analyserne i både Dick-Nielsen, Gyntelberg og Sangill (2012) og Dick-Nielsen, Gyntelberg og Lund (2013) finder, at prispåvirkningen af handler på markedet for realkreditobligationer tilnærmelsesvist er ens ved forskellige handelsstørrelser.

## Rensning af MiFiD-data

Tabel 3.B.1

Trin	Filter	Baggrund
1	Reporforretninger udelades.	Information om handler i realkreditobligationer gennemført som del af repoforretninger kan skævvride de empiriske mål for markedslivkviditet.
2	Dobbeltrapporteringer fjernes.	Handler mellem indberettende institutioner er indberettet fra begge sider af handlen.
3	Handler uden informationer i Nationalbankens Værdipapirstatistik udelades.	Information fra Danmarks Nationalbanks Værdipapirstatistik er nødvendig for at klassificere obligationerne.
4	Fejrrapporteringer fjernes.	Handler, hvor mindst ét af følgende forhold er gældende, vurderes at være fejlbehæftede: <ul style="list-style-type: none"><li>• Prisen er under kurs 50 eller over kurs 160.</li><li>• Prisen afviger med mindst 5 kurspoint fra den foregående handelspris.</li><li>• Den nominelle værdi af handlen er større end den samlede udstedte mængde.</li><li>• Handelsprisen er rapporteret i anden valuta end danske kroner.</li></ul>
5	Handler på under 10 mio. kr. udelades.	I analysen er fokus på institutionelle aktørers handler. Derfor fjernes de mange små detailhandler, som laves i forbindelse med enkeltstående låneoptag.



# 4

## NYT KRISEHÅNDBTERINGS- REGIME

### INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Under den seneste finansielle krise blev en række kriseramte europæiske kreditinstitutter reddet ved brug af statslige midler. Statens indgriben var nødvendig for at sikre en videreførelse af de funktioner i det finansielle system, der er kritiske for realøkonomien, og som udføres af systemisk vigtige institutter. Husholdninger, virksomheder og myndigheder er afhængige af en række af de tjenesteydelser, som institutterne leverer. En konkurs, som sætter disse kritiske funktioner i stå, vil have store negative konsekvenser for den finansielle stabilitet og realøkonomien.

I mangel af et regelsæt for, hvordan myndighederne skulle håndtere et kriseramt institut uden sådanne konsekvenser, var en række stater nødsaget til at gribe ind. Det indebar finansiell støtte til kriseramte institutter – og dermed til deres ejere og kreditorer, en såkaldt *bail-out*. Bail-out er

imidlertid en omkostningsfyldt løsning, der indebærer store risici for staten og en uhensigtsmæssig incitamentsstruktur for de største institutter. Forventningen om en bail-out modvirker institutternes incitament til at drive forsvarlig virksomhed og investorernes og kreditorernes incitament til at overvåge institutternes aktiviteter med henblik på at forhindre en overdreven risikotagen, der kan skade deres investering. De største institutters finansieringsomkostninger bliver holdt kunstigt lave, da kreditvurderingsbureauer og investorer indregner en implicit statsgaranti for disse institutter. Dette har konkurrenceforvridende effekter.<sup>1</sup>

Med det nye EU-regelsæt for krisehåndtering af kreditinstitutter, BRRD<sup>2</sup>, har afviklingsmyndighederne fået en række krisehåndteringsværktøjer, der gør det muligt at krisehåndtere ethvert institut, uanset dets størrelse og funktioner. Det bærende

1 I Danmark måtte staten også af de nævnte grunde træde til under den finansielle krise. Med Bankpakke 1 (oktober 2008) stillede staten en generel statsgaranti sammen med den finansielle sektor for at dække alle simple kreditorers tilgodehavender i pengeinstitutter frem til den 30. september 2010. Med Bankpakke 2 (februar 2009) fik penge- og realkreditinstitutterne mulighed for at søge om statsligt kapitalindskud (hybrid kernekapital), og der blev endvidere etableret en ordning, hvor danske kreditinstitutter frem til 31. december 2010 kunne ansøge om individuelle statsgarantier for specifikke udstedelser med en løbetid på op til 3 år.

2 Det såkaldte Bank Recovery and Resolution Directive, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/59/EU af 15. maj 2014 om et regelsæt for genopretning og afvikling af kreditinstitutter og investeringsselskaber og om ændring af Rådets direktiv 82/891/EØF og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/24/EF, 2002/47/EF, 2004/25/EF, 2005/56/EF, 2007/36/EF, 2011/35/EU, 2012/30/EU og 2013/36/EU samt forordning (EU) nr. 1093/2010 og (EU) nr. 648/2012. Implementeringsfristen var 1. januar 2015, men det er endnu ikke alle EU-lande, der har implementeret direktivet.

princip er, at de, der har påtaget sig risiciene, dvs. ejerne og kreditorerne i det kriseramte institut, bærer tab i et sådant omfang, at det er muligt at restrukturere eller afvikle instituttet uden betydelig negativ virkning på den finansielle stabilitet, og uden at der anvendes statslige midler. Det sikres ved, at ejerne og kreditorerne i nødvendigt omfang får nedskrevet eller konverteret deres tilgodehavender, en såkaldt *bail-in*.

En del af implementeringen af det nye regelsæt udestår fortsat. Det drejer sig om afviklingsmyndighedernes afviklingsplaner samt fastsættelsen af et krav til institutterne om at have tilstrækkelige passiver, der er egnede til at absorbere tab i en afviklingssituation. Dette arbejde er afgørende for, at krisehåndteringsværktøjerne i en konkret situation vil kunne anvendes efter hensigten, og dermed afgørende for, at krisehåndteringsregimet i praksis er robust og troværdigt. Det er nødvendigt for at undgå, at staterne i fremtiden kan blive presset til en *bail-out* af systemisk vigtige institutter.

Realkreditinstitutterne, som er systemisk vigtige, skal imidlertid ikke opfylde et individuelt krav til niveauet af passiver, der er egnede til at absorbere tab, og det er heller ikke muligt at anvende *bail-in* værktøjet ved afvikling af et realkreditinstitut. Det er et vigtigt arbejde at afklare, hvordan det sikres i praksis, at realkreditinstitutter kan afvikles i overensstemmelse med afviklingsmålene.

Den anden del af det nye krisehåndteringsregime sikrer en bedre kriseforebyggelse hos institutterne selv, i form af genopretningsplaner, samt bedre muligheder for tilsynsmyndighederne for at gribe ind ved begyndende krisetegn med henblik på genopretning af instituttets situation.

Nationalbanken er "lender of last resort". Det indebærer bl.a., at Nationalbanken kan yde eks-

traordinær likviditetsstøtte til et solvent kreditinstitut med akut likviditetsbehov, Emergency Liquidity Assistance, ELA. Nationalbanken vil i den forbindelse vurdere, om hensynet til finansiell stabilitet berettiger ELA. Det er Nationalbankens forventning, at et institut i likviditetsvanskeligheder i langt højere grad end tidligere vil være i stand til selv at tage de nødvendige skridt for at genoprette sin likviditetssituation.

## NYE EU-REGLER OM KRISEHÅNDTERING AF KREDITINSTITUTTER

BRRD fastlægger fælles regler for håndtering af kriseramte kreditinstitutter i hele EU.<sup>3</sup> BRRD er implementeret i dansk lov, dels ved en ændring af lov om finansiell virksomhed og lov om finansiell stabilitet, dels i en ny lov om restrukturering og afvikling af visse finansielle virksomheder, som trådte i kraft 1. juni 2015. BRRD-lovgivningen erstatter og supplerer den særlige danske afviklingsmodel, der blev indført med Bankpakke 3. Myndighederne har således fået en række nye værktøjer, der skal gøre det muligt også at håndtere de systemisk vigtige institutter, SIFI'er, uden betydelig negativ effekt på den finansielle stabilitet, og uden at det kræver anvendelse af offentlige midler.<sup>4</sup> De nye regler indebærer samtidig, at danske SIFI'er vil blive krisehåndteret efter samme principper som andre tilsvarende europæiske institutter.

Regelsættet omfatter for det første en række genopretningstiltag, der kan afværge, at begyndende vanskeligheder i et institut eskaleres til en krise. For det andet fastsætter det rammer for, hvordan et institut skal håndteres, hvis genopret-

3 Den danske BRRD-lovgivning finder anvendelse på pengeinstitutter, realkreditinstitutter, fondsmæglerselskaber I, finansielle holdingselskaber og finansieringsinstitutter, og reglerne skal overholdes på både institut- og koncernniveau. I det følgende omtales disse under ét som "institutter".

4 Det var ikke tilfældet med den særlige afviklingsordning, der blev indført med Bankpakke 3 (Exitpakken), og hvorefter indskydere og andre simple kreditorer ikke længere var sikret fuld dækning (som tilfældet var under Bankpakke 1). Ved Finansiell Stabilitets overtagelse af et nødlidende institut under Bankpakke 3 kunne det sikres, at indskydere ikke ville opleve en forskel i den praktiske håndtering af deres bankforretninger, dvs. at indskydere fortsat kunne anvende betalingskort, netbank mv., straks efter Finansiell Stabilitets overtagelse af instituttet. Det var dog ikke hensigten, at de værktøjer, som Finansiell Stabilitet havde under Bankpakke 3, skulle bruges til at krisehåndtere et SIFI, hvilket også er erkendt i den politiske aftale om regulering af systemisk vigtige institutter af 10. oktober 2013 (Bankpakke 6).

ningstiltagene ikke er tilstrækkelige i en konkret situation, og instituttet dermed ikke længere er levedygtigt. I det tilfælde anses instituttet for at være *forventeligt nødlidende eller nødlidende* og skal, hvis der ikke kan findes private løsninger, afvikles eller restruktureres.

Konkret indebærer begrebet *nødlidende* eller *forventeligt nødlidende*, at instituttet overtræder eller forventes at ville overtræde kravene til at opretholde sin tilladelse. Et institut kan fx være *nødlidende*, hvis det ikke overholder et kapital- eller likviditetskrav i kapitalkravsforordningen eller -direktivet, CRD IV/CRR. Instituttet vil være *forventeligt nødlidende*, hvis der er objektive indikatorer på, at instituttet i nær fremtid vil overtræde et sådant krav til at opretholde sin tilladelse.

Der er i BRRD fastsat krav om, at alle institutter skal udarbejde og vedligeholde en genopretningsplan, og at afviklingsmyndigheden skal udarbejde en afviklingsplan. Disse planer ligger til grund for institutternes og myndighedernes krisehåndteringsforanstaltninger. Hvis et institut overtræder eller er på grænsen til at overtræde et krav til at opretholde sin tilladelse, men ikke vurderes at være *nødlidende* eller *forventeligt nødlidende*, skal instituttet i første omgang iværksætte et eller flere tiltag i genopretningsplanen med henblik på genopretning af dets finansielle situation. Hvis instituttet på et tidspunkt ikke længere er levedygtigt, skal det overgå til afvikling, jf. figur 4.1.

Dette kapitel har fokus på det forestående arbejde med implementering af krisehåndterings-

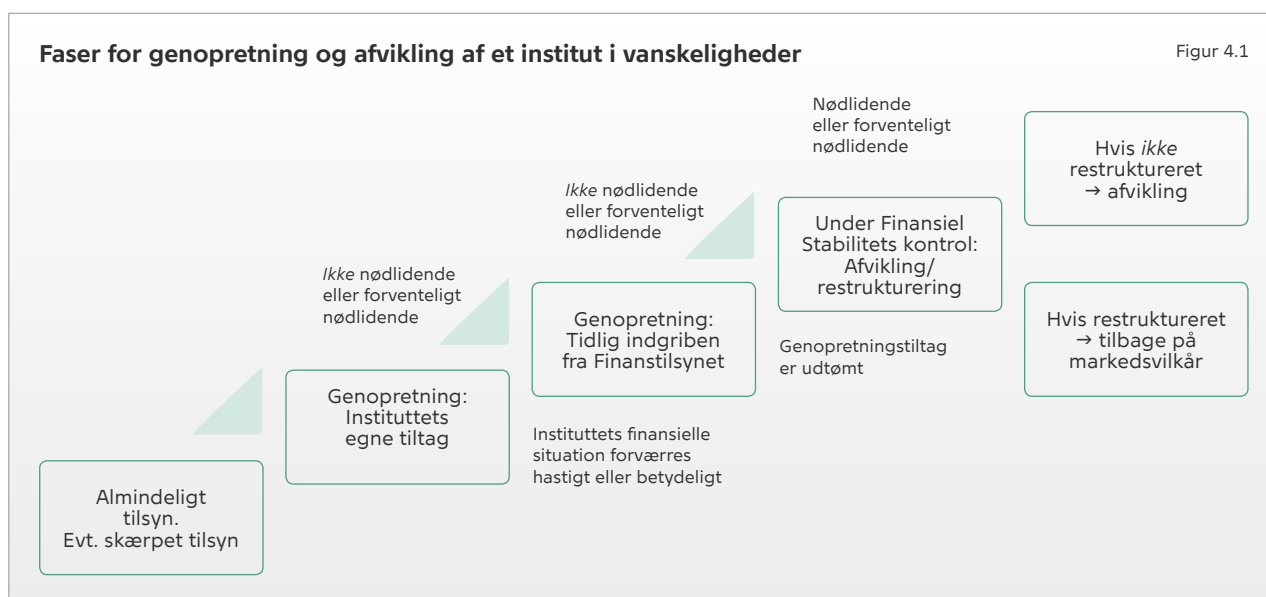
reglerne i forhold til både genopretnings- og afviklingsfasen. Første del af kapitlet omhandler mulighederne for genopretning af et institut i vanskeligheder, herunder Nationalbankens rolle som yder af ekstraordinær likviditetsstøtte, set i lyset af det nye regime. Anden del af kapitlet fokuserer på den praktiske udmøntning af regelsættet i form af afviklingsplanlægning og fastsættelse af et krav til institutterne om at have tilstrækkelige passiver, der er egnede til at absorbere tab i en afviklingssituation.

## GENOPRETNING AF INSTITUTTER I VANSKELIGHEDER

### GENOPRETNINGSPLANER

Alle institutter skal udarbejde og vedligeholde en genopretningsplan, som indeholder tiltag, der kan iværksættes for at genoprette instituttets kapital eller likviditet i en krisesituation. Det er et ledelsesværktøj, som har til formål at forebygge, at instituttet kommer i så alvorlige problemer, at det bliver nødvendigt at afvikle det. Det er det enkelte instituts ansvar, at genopretningsplanen er troværdig og løbende vedligeholdes.

SIFI'erne har allerede erfaring med at udarbejde genopretningsplaner efter de hidtil gældende regler, men kravene til genopretningsplaner i medfør af de nye regler er dog væsentlig mere



omfattende.<sup>5</sup> Mindre pengeinstitutter skal, som følge af et proportionalitetsprincip, udarbejde forenkede genopretningsplaner. Ikke-SIFI institutter er inddelt i tre kategorier efter balancestørrelse, hvor kravene til genopretningsplanen falder med balancestørrelsen. For de allermindste pengeinstitutter er det således tilstrækkeligt at indsende en kapitalfremskaffelsesplan suppleret med en række kapitalindikatorer.

SIFI-institutterne har i oktober 2015 indsendt en genopretningsplan til Finanstilsynet efter de nye regler, mens fristen for de øvrige institutter er 1. januar 2016.

Genopretningsplanen skal sikre en rettidig gennemførelse af de tiltag, som instituttet kan iværksætte for at genoprette sin finansielle situation i tilfælde af vanskeligheder. Planen skal således redegøre for realistiske genopretningstiltag i forskellige scenarier med alvorlig makroøkonomisk og finansiell stress. For at sikre en troværdig genopretningsplan skal disse scenarier udformes, så de er relevante for det enkelte institut og berører instituttets kritiske funktioner, jf. boks 4.1. Scenarierne skal omfatte situationer med idiosynkratisk stress, hvor kun det pågældende institut berøres (fx omdømmerisiko eller frafald af en væsentlig modpart), situationer med systemisk stress, hvor hele det finansielle system berøres (fx fald i markedslivlighed eller makroøkonomisk tilbagegang), og kombinationer af de to.

Scenarierne skal være tilstrækkeligt hårde til, at de kan forårsage et sammenbrud i instituttet, med mindre der sker en rettidig gennemførelse af genopretningstiltag. Institutterne bør ikke forudsætte adgang til ekstraordinære centralbankfaciliteter, herunder Emergency Liquidity Assistance, ELA, i deres genopretningsplanlægning, jf. afsnittet nedenfor.

Instituttet fastsætter i sin genopretningsplan en række kvantitative og kvalitative indikatorer, som løbende opgøres og overvåges. Hvis der sker et brud på en indikator, skal instituttet hurtigst muligt kontakte Finanstilsynet og informere om instituttets beslutning om eventuelt at igangsætte tiltag i genopretningsplanen. Valget af indikatorer skal tilpasses instituttets størrelse, forretningsmodel, strategi og risikoprofil. Genopretningsplanen skal som minimum omfatte indikatorer for kapital,

likviditet, profitabilitet og aktivernes kvalitet. En kapitalindikator kan fx være egentlig kernekapitalprocent eller gearingsratio, mens eksempler på likviditetsindikatorer er Liquidity Coverage Ratio, LCR, og Net Stable Funding Ratio, NSFR. Derudover skal institutterne i relevant omfang medtage markedsbaserede indikatorer, som fx kreditvurdering og CDS spænd, og makroøkonomiske indikatorer, som fx udsving i BNP og kreditspænd på statsekspansioner.

Genopretningsplanen skal godkendes af instituttets bestyrelse og forelægges Finanstilsynet til vurdering. Hvis Finanstilsynet efter høring af Finansiell Stabilitet vurderer, at genopretningsplanen har væsentlige mangler, eller at der er væsentlige hindringer for dens anvendelse, skal instituttet udarbejde en revideret plan. Såfremt den reviderede plan ikke i tilstrækkelig grad imødegår Finanstilsynets kritik, har Finanstilsynet beføjelser til at udstede påbud til instituttet om fx at nedbringe instituttets risikoprofil, ændre finansieringsstrategien eller ændre ledelsesstrukturen.

Den Europæiske banktilsynsmyndighed, EBA, har gennemgået genopretningsplanerne for 19 europæiske kreditinstitutter, svarende til en tredjedel af aktiverne i EU's banksektor, og finder store variationer i, hvor langt institutterne er i forhold til at efterleve det nye regelsæt for udarbejdelse af scenarier i genopretningsplanerne.<sup>6</sup> EBA peger bl.a. på, at den kvantitative og kvalitative beskrivelse af scenarierne samt effekten af en eventuel realisation af scenarierne er sparsom i visse genopretningsplaner, hvilket gør det vanskeligt at vurdere, hvor hårde scenarierne er. Derudover anføres det, at der ikke i alle tilfælde er en sammenhæng mellem genopretningsplanens scenarier, indikatorer og muligheder for genopretning. EBA's rapport bekræfter vigtigheden af en grundig gennemgang af og dialog med institutterne om genopretningsplanerne for at sikre, at de er troværdige og realistiske.

#### **TIDLIG INDGRIBEN OG YDERLIGERE BEFØJELSER**

Hvis et instituts finansielle situation forværres hastigt eller betydeligt, har Finanstilsynet fået en række yderligere beføjelser til at gribe tidligt ind med henblik på at genoprette instituttets

<sup>5</sup> Jf. bekendtgørelse nr. 724 af 27. maj 2015 om genopretningsplaner for pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber I.

<sup>6</sup> EBA: *Comparative report on the approach taken on recovery plans' scenarios*, december, 2015.

Kritiske funktioner i finansielle institutter er aktiviteter, hvis pludselige ophør må forventes at påvirke realøkonomien eller den finansielle stabilitet negativt. For systemisk vigtige institutter kan vurderingen af, om – og i hvor høj grad – en funktion er kritisk, foretages på baggrund af en tredelt analyse:

- I hvor høj grad påvirkes andre end instituttet selv (en tredjepart), hvis funktionen ophører ("impact assessment")?
- Hvor koncentreret er markedet for den givne funktion, og kan funktionen substitueres ("supply side analysis")?
- Hvor kritisk er det enkelte institut i udførelsen af funktionen ("firm-specific test")?

Ved ophør af en kritisk funktion kan tredjeparter blive påvirket enten direkte eller indirekte via afledte effekter. Den direkte påvirkning kan ske gennem et kundeforhold eller anden direkte eksponering. Eksempelvis kan kritiske funktioner være funktioner inden for betalingsformidling, værdipapirhandel og penge- og valutamarkedene, eller det kan være et instituts ydelser på et marked, hvor instituttet er den centrale aktør. Et andet eksempel er kreditgivning. Hvis et institut fx pludseligt ikke længere kan yde kredit eller stille nødvendige likviditetsfaciliteter til rådighed for kunderne, kan det betyde, at kunderne ikke kan honorere forpligtelser over for sine kreditorer og leverandører. Kunderne påvirkes direkte, og deres kreditorer og leverandører, som ellers ikke er eksponeret mod instituttet, påvirkes indirekte.

Et yderligere eksempel på en indirekte effekt er den situation, hvor et institut er marked maker på et marked, men pludseligt forsvinder fra markedet. Det kan få likviditeten i det pågældende marked – og dermed priserne – til at falde markant. Faldende priser kan medføre brandudsalg

og presse priserne yderligere. Den faldende likviditet, de lavere priser og en højere volatilitet kan ramme (smitte) andre institutter og aktørers likviditets- og solvensmæssige styrke i det omfang, de er eksponeret mod det pågældende marked – uanset, at de ikke er direkte eksponeret mod den centrale aktør. Smitten kan derved sprede sig yderligere i det finansielle og realøkonomiske system.

Det andet element i vurderingen af, om en funktion er kritisk, er, hvorvidt funktionen kan erstattes inden for en rimelig tidshorisont og uden betydelige omkostninger. Det kan enten ske ved, at en anden markedsdeltager overtager funktionen, eller at funktionen substitueres med en anden funktion, fx i form af et andet produkt. I det omfang dette er muligt, og effekterne på realøkonomien og den finansielle stabilitet derved kan afbødes, vil funktionen ikke være kritisk.

Institutter kan betragtes som systemisk vigtige, hvis de udfører funktioner, der er kritiske, fx som følge af det enkelte instituts størrelse, markedsandel, forbundenhed eller kompleksitet. Jo større instituttet er, og jo større en markedsandel instituttet har inden for en given funktion, jo større må konsekvenserne for den finansielle stabilitet og realøkonomien forventes at være, hvis instituttet pludseligt ophører med at udføre funktionen. Påvirkningen sker via instituttets forbundenhed til aktører både i og uden for det finansielle system.

Det er ikke statisk, i hvilket omfang funktioner er kritiske for den finansielle stabilitet og økonomien, ligesom det ikke er statisk, hvornår et konkret institut, der udfører funktionen, på den baggrund vil være systemisk vigtigt. Det ændres i takt med, at realøkonomien og den finansielle sektor forandres. Det er derfor vigtigt løbende at analysere, identificere og overvåge de aktuelle kritiske funktioner.

1. Begrebet *kritiske funktioner* ("critical functions") er beskrevet nærmere i Financial Stability Board: *Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Identification of Critical Functions and Critical Shared Services*, juli 2013. Se også EBA: *Technical advice on the delegated acts on critical functions and core business lines* (EBA/op/2015/05), marts 2015.

situation, jf. fasen "tidlig indgriben" i figur 4.1. Jo tættere et institut kommer på afvikling, jo mere vidtrækkende genopretningsbeføjelser kan tages i brug. Finanstilsynet kan bl.a. give instituttet påbud om at iværksætte sin genopretningsplan eller at udarbejde og indsende en anden handlingsplan til løsning af identificerede problemer inden for en given tidsfrist. Finanstilsynet har også beføjelser til at kræve, at et eller flere medlemmer af instituttets bestyrelse eller direktion træder tilbage, eller at instituttet udarbejder en plan for forhandling om restrukturering af gæld. Finanstilsynet kan endvidere påbyde instituttet at ændre forretningsstrategi eller at kontakte potentielle købere for at forberede en afvikling af virksomheden.

Hvis Finanstilsynet vurderer, at de nævnte foranstaltninger ikke er tilstrækkelige til at genoprette instituttets finansielle situation, kan Finanstilsynet vælge at indsætte en administrator, der enten kan bistå bestyrelsen i deres arbejde eller træde i den samlede bestyrelses sted. En administrator kan udpeges for en periode på op til 1 år, der i særlige tilfælde kan forlænges.

Finanstilsynet skal endvidere i denne fase helt eller delvist nedskrive eller konvertere eventuelle hybride kernekapitalinstrumenter og supplerende kapitalinstrumenter, hvis instituttet ellers ikke vil være levedygtigt. Det er en forudsætning, at de egentlige kernekapitalinstrumenter allerede er fuldt anvendt til at absorbere tab. Denne beføjelse, som – forud for en beslutning om afvikling

– griber ind i ejernes beslutningsret, må antages først at blive taget i brug umiddelbart inden, at instituttet ellers med stor sandsynlighed vil miste sin tilladelse.

### **EMERGENCY LIQUIDITY ASSISTANCE**

Det nye krisehåndteringsregime sikrer en bedre kriseforebyggelse hos institutterne selv i form af udarbejdelse og vedligeholdelse af genopretningsplaner. Hvis et institut kommer i likviditetsvanskeligheder, må det derfor forventes, at instituttet i langt højere grad end tidligere er i stand til selv at tage de nødvendige skridt for at genoprette sin likviditetssituation. Institutterne bør således i mindre grad end tidligere have behov for ekstraordinær likviditetsstøtte fra Nationalbanken.

Nationalbanken kan yde et ekstraordinært lån, Emergency Liquidity Assistance, ELA, på særlige vilkår til et solvent kreditinstitut, som har et akut behov for likviditet, og som ikke kan skaffe likviditeten i markedet. ELA ydes som led i opfyldelsen af Nationalbankens formål med at bidrage til finansiel stabilitet. Opgaven med at yde ELA må fremover ses i sammenhæng med det nye krisehåndteringsregime, der fastlægger en tydelig rollefordeling myndighederne imellem.

Hvis et institut anmoder om ELA, vil Nationalbanken foretage en vurdering af, om hensynet til den finansielle stabilitet berettiger ELA i den konkrete situation. Denne vurdering må ses i lyset af, at Finansiell Stabilitet har afviklingsværktøjer, der kan sikre videreførelse af instituttets kritiske funktioner og forhindre, at en afvikling fører til finansiell ustabilitet, jf. afsnittet om afvikling nedenfor. Vurderingen vil i øvrigt afhænge af de konkrete omstændigheder på det tidspunkt, hvor et institut får likviditetsvanskeligheder, og vil fx omfatte mulige effekter på betalingsinfrastrukturen og interbankmarkedet. Ingen institutter er på forhånd udelukket fra at få bevilget ELA.

En forudsætning for, at Nationalbanken yder ELA, er, at der modtages betryggende sikkerhed for det fulde beløb. Den sikkerhed, som et institut i likviditetsproblemer typisk vil kunne stille, er aktiver, der ikke er en del af Nationalbankens generelle sikkerhedsgrundlag. Nationalbanken vil ved fastsættelsen af haircut tage højde for de højere risici herved.

Ved en anmodning om ELA vil Nationalbanken som långiver vurdere, om det pågældende institut er solvent og kreditværdigt, og om instituttet derved vurderes at være i stand til at betale lånet tilbage ved udløb. Vurderingen af instituttets evne til at tilbagebetale lånet forholder sig til udviklingen i instituttets kapital- og likviditetssituation i hele lånets løbetid. I kraft af sin tilsynsrolle følger Finanstilsynet institutterne tæt, og Nationalbanken vil naturligt inddrage Finanstilsynets viden om instituttets solvens- og likviditetsmæssige situation i forbindelse med vurderingen af en anmodning om ELA.

ELA er et instrument, der kan anvendes i forhold til et enkelt institut i en konkret situation, hvori mod Nationalbankens generelle instrumentarium (pengepolitiske lån) tilbydes alle pengepolitiske modparter på de til enhver tid gældende vilkår. Hvis flere institutter får likviditetsvanskeligheder på samme tid, fx som følge af en generel fastfrysning af de finansielle markeder, kan Nationalbanken beslutte at udvide institutternes lånemuligheder af hensyn til den finansielle stabilitet. Et sådan generelt instrument, der tilbydes alle pengepolitiske modparter, karakteriseres ikke som ELA.

## **RAMMER FOR AFVIKLING AF NØDLIDENDE SIF'ER**

### **ET PARADIGMESKIFTE**

Den anden del af det nye krisehåndteringsregime består af regler, der fastsætter rammerne for myndighedernes håndtering af et nødlidende eller forventeligt nødlidende institut, herunder særlige regler for, hvem der bærer tabene og hvordan. Med den danske lov om restrukturering og afvikling af visse finansielle virksomheder<sup>7</sup> har Finansiell Stabilitet som afviklingsmyndighed fået beføjelser til i tide at tage kontrol over et nødlidende institut med henblik på at sikre videreførelsen af instituttets kritiske funktioner og dermed minimere virkningen på den finansielle stabilitet og realøkonomien, jf. boks 4.1. Midler til at dække tab og rekapitalisere det restrukturerede institut sikres ved, at aktiekapital, andre kapitalinstrumenter og i nødvendigt omfang usikrede kreditorers

<sup>7</sup> Lov nr. 333 af 31. marts 2015.

tilgodehavender nedskrives eller konverteres til ejerskabsinstrumenter, jf. figur 4.2, der viser bail-in hierarkiet.<sup>8</sup>

Nationalbanken tillægger det stor betydning for den finansielle stabilitet, at det fremadrettet vil blive muligt – efter dette princip og ved brug af de nye myndighedsbeføjelser – at afvikle et nødlidende eller forventeligt nødlidende SIFI. SIFI'er er således netop kendetegnet ved at være institutter, hvis ukontrollerede konkurs vil få væsentlige negative effekter på det finansielle system og på realøkonomien.<sup>9</sup> Det bemærkes, at begrebet afvikling i relation til SIFI'erne indebærer en restrukturering, da formålet er en videreførelse af de funktioner, der er kritiske for samfundet.

Grundig og realistisk afviklingsplanlægning bliver afgørende for, om SIFI'erne faktisk vil kunne afvikles, uden at det indebærer betydelige systemiske effekter og uden brug af offentlige midler.

### Afviklingsmål og afviklingsværktøjer

Hensigten med det nye afviklingsregime udtrykkes i lovgivningen som fem *afviklingsmål*, som Finansiell Stabilitet ved valget og anvendelsen af afviklingsværktøjer skal tage hensyn til:

1. At sikre videreførelse af kritiske funktioner, hvis ophør kan forventes at få væsentlige negative effekter på den finansielle stabilitet eller på ydelser, der er af afgørende betydning for realøkonomien,
2. At undgå betydelige negative konsekvenser for den finansielle stabilitet, navnlig ved at forebygge spredning, herunder til markedets infrastrukturer, og ved at opretholde markedsdisciplinen,
3. At beskytte offentlige midler ved at minimere afhængigheden af ekstraordinær offentlig støtte,
4. At beskytte indskydere og investorer,
5. At beskytte kundernes midler og aktiver.

8 Indførelsen af bail-in værktøjet har fået flere kreditvurderingsbureauer til at nedgradere en række SIFI'er som følge af en lavere sandsynlighed for statsstøtte. Dette har reduceret forskellen mellem fundingomkostningerne i store og små institutter, da SIFI'er nu ikke længere vurderes at være "too big to fail", jf. bl.a. Bank of England, *Quarterly bulletin*, 2015 Q3, Bank failure and bail-in: an introduction.

9 Jf. bl.a. Financial Stability Board, *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*, 4. november 2011.

Det centrale afviklingsværktøj, hvormed det sikres, at håndtering af et nødlidende eller forventeligt nødlidende institut kan ske i overensstemmelse med afviklingsmålene, er *bail-in* værktøjet. For at værktøjet i den konkrete situation kan anvendes efter hensigten, skal institutterne til enhver tid opfylde et krav om at have tilstrækkelige passiver, der er egnede til at absorbere tab i en afviklingssituation, såkaldte *nedskrivningsegne passiver*, NEP<sup>10</sup>, jf. nedenfor. Bail-in værktøjet kan anvendes alene (således at den juridiske enhed, som er taget under afvikling, videreføres) eller i kombination med de øvrige afviklingsværktøjer, *virksomhedssalg*, *broinstitut* og *adskillelse af aktiver*.<sup>11</sup>

*Virksomhedssalgsværktøjet* giver Finansiell Stabilitet mulighed for at sælge hele eller dele af det nødlidende institut til en kommerciel køber. Salget skal som udgangspunkt gennemføres på kommercielle vilkår under hensyntagen til forholdene i den konkrete situation og skal ske i overensstemmelse med statsstøttereglerne.

*Broinstitutværktøjet* giver Finansiell Stabilitet mulighed for at overdrage hele eller dele af det nødlidende institut til et af Finansiell Stabilitet eller Afviklingsformuen ejet broinstitut med henblik på at opretholde kritiske funktioner og videresælge instituttet, som udgangspunkt inden for 2 år. Den samlede værdi af passiverne, der overdrages, må ikke overstige værdien af aktiverne.

*Aktivadskillelsesværktøjet* giver Finansiell Stabilitet mulighed for at overdrage porteføljer af aktiver, rettigheder eller passiver fra det nødlidende institut eller fra et broinstitut til et porteføljeadministrationselskab, når det vurderes nødvendigt bl.a. for at maksimere værdien af de overdragne porteføljer ved et efterfølgende salg. Værktøjet skal anvendes i kombination med et af de øvrige afviklingsværktøjer.

10 NEP er den danske forkortelse. På engelsk anvendes forkortelsen MREL, Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities.

11 Det nye regelsæt er anvendt ved afviklingen af Andelskassen J.A.K. Slagelse, jf. Finansiell Stabilitets beslutninger af 5. oktober 2015 om overtagelse af kontrol og iværksættelse af afviklingsforanstaltninger (bail-in og stiftelse af et broinstitut). Det blev således vurderet, at afviklingsbetingelserne var opfyldt, herunder, at offentlighedens interesse nødvendiggjorde iværksættelse af afviklingsforanstaltninger under hensyntagen til afviklingsmålene. Dette er i overensstemmelse med tilgangen i den danske implementering af BRRD, hvorefter det skal tillægges vægt, at kunderne ved afvikling (i modsætning til en konkurs) får umiddelbar adgang til deres midler efter iværksættelse af afviklingsforanstaltninger og undgår at få opsagt deres lån, skulle have nye betalingskort mv., jf. lovbemærkningerne til lov om restrukturering og afvikling af visse finansielle virksomheder, § 5.

## Bail-in hierarki og nedskrivningsegne passiver

Figur 4.2



- Nedskrivning/konvertering (herefter "bail-in") af passiver skal dække tab og i nødvendigt omfang rekapitalisering af instituttet. Bail-in skal ske i overensstemmelse med konkursordenen, dvs. at alle kreditorer inden for hver konkursklasse (som udgangspunkt) skal stilles lige, og at alle kreditorer inden for én konkursklasse skal have nedskrevet/konverteret deres fordringer fuldt ud, inden der kan foretages nedskrivning/konvertering inden for den næste klasse i konkursordenen.
- Seniorgæld er ikke-ansvarlig lånekapital, der tilgodeses forud for efterstillede krav i en konkurs.
- Det vil sige forpligtelser hidrørende fra derivatforretninger, pengemarkedsinstrumenter, indskud fra andre finansielle virksomheder og store erhvervsvirksomheder, m.fl.
- Gælder bl.a. (i) forpligtelser over for penge- og realkreditinstitutter med en oprindelig løbetid på mindre end 7 dage (med mindre de er inden for samme koncern), dvs. usikrede pengemarkedslån, (ii) forpligtelser med en resterende løbetid på mindre end 7 dage over for betalings- og afviklingssystemer, der er en følge af deltagelse i det pågældende system, (iii) visse forpligtelser over for medarbejdere (fast løn og pensionsydelse), og (iv) forpligtelser over for handelskreditorer som følge af levering af varer og tjenesteydelser, der er afgørende for instituttets daglige drift. Finansiell Stabilitet kan på baggrund af et konkret skøn i særlige tilfælde undtage visse ikke-efterstillede forpligtelser eller en kategori heraf.
- Med BRRD er indført en særlig præferencestilling for indskud over 100.000 euro fra fysiske personer, mikro-virksomheder samt små og mellemstore virksomheder. Dækkede indskud er helt undtaget fra bail-in.
- Garantiformuen (den tidligere Indskydergarantifond), som administreres af Finansiell Stabilitet, skal bidrage til finansiering af afviklingen med et beløb svarende til det beløb, som indskydernes dækkede indskud ville være blevet nedskrevet med, hvis de havde været omfattet af bail-in. Bidraget fra Garantiformuen kan ikke udgøre mere end 100 pct. af det fastsatte målniveau for Garantiformuen.
- Afviklingsformuen kan bidrage med et beløb svarende til 5 pct. af instituttets samlede passiver, dog først efter bail-in svarende til mindst 8 pct. af samlede passiver. Anvendelse af Afviklingsformuen skal godkendes af Kommissionen i henhold til statsstøttereglerne.
- NEP-kravet fastsættes som en procentdel af instituttets samlede passiver og kan som udgangspunkt frit opfyldes med de i figuren anførte kapital- og gældsinstrumenter. Finanstilsynet kan dog stille krav om, at NEP helt eller delvist skal bestå af forpligtelser, der er underlagt et kontraktuelt vilkår om konvertering, såkaldt kontraktuel bail-in. Finanstilsynet kan endvidere stille krav om, at NEP helt eller delvist skal bestå af en bestemt type nedskrivningsegne passiver. Behovet for en nærmere regulering af opfyldelsen af NEP-kravet vil afhænge af afviklingsplanen.
- Begrænset til forpligtelser (i) med en restløbetid  $\geq 1$  år, (ii) der ikke hidrører fra et derivat, (iii) der er udstedt og fuldt indbetalt med midler, der ikke er finansieret af instituttet selv, (iv) som der ikke er stillet sikkerhed eller garanti for, og (v) som ikke hidrører fra indskud med præferencestilling.

1. Boksfarver indikerer: blå – egenkapital og kapitalinstrumenter, lilla – ikke-efterstillet usikret gæld, grøn – visse indskud, rød – sektorens fælles hæftelse.



Finansiel Stabilitets anvendelse af afviklingsværktøjerne understøttes af en såkaldt afviklingsfinansieringsordning, Afviklingsformuen, som skal opbygges og løbende finansieres med bidrag fra institutterne. Afviklingsformuens målniveau er 1 pct. af alle institutternes dækkede indskud, hvilket på nuværende tidspunkt svarer til ca. 7 mia. kr.<sup>12</sup> Afviklingsformuens primære formål er at garantere aktiver og forpligtelser i instituttet under afvikling, dets datterselskaber eller et broinstitut, at yde lån til samme, at opkøbe aktiver fra instituttet under afvikling og at yde kapitalindskud til et broinstitut. Herudover gælder en begrænset mulighed for at anvende Afviklingsformuen til at rekapitalisere og absorbere tab i instituttet under afvikling. Det forudsætter, at der forinden er gennemført bail-in svarende til mindst 8 pct. af instituttets samlede passiver. I givet fald kan Afviklingsformuen bidrage med et beløb svarende til op til 5 pct. af instituttets samlede passiver.

Hvis der ikke er tilstrækkelige midler i Afviklingsformuen til brug for en given afviklingsprocedure, kan Finansiell Stabilitet optage et statsligt genudlån til brug for finansiering af Afviklingsformuen.<sup>13</sup> Det er den samlede sektor, som hæfter for et sådant genudlån, der desuagtet indebærer en eksponering for staten. Det bemærkes, at der i relation til afvikling af et SIFI kan blive tale om et betydeligt beløb.

Anvendelse af Afviklingsformuen skal godkendes af Europa-Kommissionen i henhold til statsstøttereglerne. Kommissionen kan på baggrund af de konkrete omstændigheder fastsætte vilkår for en statsstøttegodkendelse, som er begrænsende for instituttets markedsadfærd, med henblik på at mindske konkurrenceforvridninger.<sup>14</sup>

I en konkret afviklingssituation skal Finansiell Stabilitet træffe nogle kritiske og vidtrækkende beslutninger inden for meget kort tid. Disse skal baseres

på en række grundlæggende principper; bl.a. at tab bæres i overensstemmelse med konkursordningen, jf. figur 4.2, og at ingen kreditor påføres større tab, end det ville have været tilfældet, hvis instituttet var taget under konkursbehandling ("no creditor worse off")<sup>15</sup>. Det gælder endvidere, at bestyrelse og direktion som udgangspunkt udskiftes.

Udover de nævnte afviklingsværktøjer har Finansiell Stabilitet fået en lang række supplerende beføjelser, der muliggør kontrollen over det nødlidende institut og den praktiske gennemførelse af en hensigtsmæssig afviklingsprocedure. Det omfatter bl.a. beføjelser til at ændre vilkår i instituttets kontrakter og midlertidigt suspendere instituttets betalings- og leveringsforpligtelser.

### **Statens mulige deltagelse i en ekstraordinær systemisk krise**

BRRD giver medlemslandene mulighed for at supplere de nævnte afviklingsværktøjer med nogle såkaldte offentlige stabiliseringsinstrumenter. De indebærer, at staten under helt særlige omstændigheder, og når en række betingelser er opfyldt, kan deltage i rekapitaliseringen af et nødlidende institut eller midlertidigt overtage ejerskabet af et nødlidende institut. Det er bl.a. en betingelse, at aktionærer og kreditorer har ydet bidrag til tabsabsorbering og rekapitalisering på mindst 8 pct. af de samlede passiver.

De offentlige stabiliseringsinstrumenter er implementeret i den danske lovgivning.<sup>16</sup> Landene i bankunionen vil imidlertid ikke kunne anvende disse instrumenter fra 2016, da de ikke er medtaget i forordningen om den fælles afviklingsmekanisme.<sup>17</sup>

Da der er tale om helt ekstraordinære instrumenter, kan der ikke ved udarbejdelse og vurdering af afviklingsplanerne planlægges med anvendelse af disse. Anvendelse af de offentlige

12 Jf. kvartalsmeddelelse pr. 30. september 2015 for Finansiell Stabilitet. Målniveauet skal opbygges over 10 år. Det enkelte instituts bidrag fastsættes på grundlag af dets passiver (undtaget egenkapital og dækkede indskud) samt en risikojustering. Afviklingsformuen administreres af Finansiell Stabilitet. Dens aktiver og passiver skal holdes adskilt fra Finansiell Stabilitets øvrige aktiviteter.

13 Det er forudsat, at anvendelse af genudlån til lånefinansiering af Afviklingsformuen først vil ske, når mulighederne for alternative finansieringskilder i markedet er afsøgt.

14 Det er på nuværende tidspunkt ikke klart, hvordan Kommissionens praksis for godkendelse af brugen af Afviklingsformuen ved afvikling i henhold til BRRD vil udvikle sig.

15 Dette principudgør en central beskyttelsesforanstaltning i forhold til det indgreb i aktionærers og kreditorers ejendomsret, som afviklingsproceduren indebærer. Om princippet er efterlevet vurderes ved en efterfølgende uafhængig værdisættelse, der foretages snarest muligt efter gennemførelsen af afviklingsforanstaltningerne. Hvis det viser sig, at en kreditor er blevet stillet ringere end i en konkurs-situation, har denne ret til erstatning, som betales med midler fra Afviklingsformuen.

16 I form af en materiel hjemmel til anvendelsen af disse instrumenter, som kan bruges af erhvervs- og vækstministeren i det konkrete tilfælde, hvor der så skal hentes godkendelse og bevilling fra Folketingets Finansudvalg (samt Kommissionens godkendelse af statsstøtten).

17 Se Danmarks Nationalbank, *Finansiell stabilitet*, 1. halvår 2014, kapitel 6 for en nærmere beskrivelse af opbygningen af bankunionen, herunder den fælles afviklingsmekanisme.

Rollen som afviklingsmyndighed er i Danmark delt mellem Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet. Overordnet set har Finanstilsynet de beføjelser, der relaterer sig til et institut, der ikke er nødlidende eller forventeligt nødlidende, mens Finansiell Stabilitet har ansvaret for anvendelsen af afviklingsværktøjer i en konkret afviklingssituation. Nationalbanken skal høres om afviklingsplanlægningen for SIFI'er.

*Finanstilsynet* har således fået en række nye beføjelser, der vedrører genopretning og tidlig indgriben, jf. kapitlets første afsnit. Finanstilsynet har endvidere beslutningskompetencen i relation til afviklingsplanlægningen, dvs. fastsættelse af krav til nedskrivningsegne passiver og godkendelse af afviklingsplaner, idet der dog i praksis er forudsat et tæt samarbejde herom mellem Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet. Som led i afviklingsplanlægningen skal Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet sammen vurdere, om der er væsentlige hindringer for, at det pågældende institut kan afvikles i overensstemmelse med afviklingsmålene. Hvis

det er tilfældet, er det Finanstilsynet, som i sidste ende har beføjelse til at kræve, at instituttet gennemfører foranstaltninger, der afhjælper eller fjerner sådanne hindringer.

I en konkret situation, hvor et institut er i krise, vurderer Finanstilsynet, om de første to betingelser for afvikling er til stede; (i) at instituttet er nødlidende eller forventeligt nødlidende, og (ii) at der ikke er andre foranstaltninger, herunder private løsninger, der inden for en passende tids horisont vil kunne forhindre, at instituttet bliver nødlidende. Herefter vurderer Finansiell Stabilitet, (iii) om det af hensyn til offentlighedens interesse er nødvendigt at iværksætte afviklingsforanstaltninger.

Hvis alle tre betingelser er opfyldt, overgår instituttet til afvikling i regi af *Finansiell Stabilitet*, som kan beslutte at tage kontrollen over instituttet og derved overtage de beføjelser, der er tillagt ejerne og bestyrelsen, med henblik på at gennemføre den mest hensigtsmæssige afviklingsproces.

stabiliseringsinstrumenter bør konkret være begrænset til et tilfælde, hvor det finansielle system i sin helhed er i krise, og hvor manglende indgriben vil have meget store negative konsekvenser. Derimod skal det ved afviklingsplanlægningen sikres, at også SIFI'er kan afvikles, uden at det medfører sådanne systemiske effekter, jf. nedenfor.

### PRAKTISK IMPLEMENTERING AF REGLERNE

Efter gennemførelsen af BRRD i dansk lovgivning udestår nu to – meget væsentlige – elementer for at have et troværdigt afviklingsregime.<sup>18</sup>

For det første skal der udarbejdes en afviklingsplan for hvert institut/koncern og foretages en vurdering af, om instituttet er *afviklingsparat* ("resolvable"), dvs. om der er væsentlige hindringer for, at et institut kan afvikles i overensstemmelse med afviklingsmålene. For det andet – og som led i afviklingsplanlægningen – skal hvert institut/koncern opfylde et krav om at have et tilstrækkeligt niveau af nedskrivningsegne passiver til brug for tabsabsorption og rekapitalisering i en afviklingssituation.<sup>19</sup> Disse to elementer, der behandles nærmere nedenfor, vil efter Nationalbankens opfattelse være afgørende for, om reglerne i praksis vil virke efter hensigten.

Nationalbanken skal høres om afviklingsplanlægningen for SIFI'er. Dette må ses som et vigtigt led i Nationalbankens opgave med at bidrage til finansiell stabilitet, hvor der naturligt er særligt fokus på, at de danske SIFI'er er robuste, herunder at der er truffet tilstrækkelige foranstaltninger til at sikre, at de i sidste ende kan krisehåndteres uden uacceptable skadeeffekter på den finansielle stabilitet og realøkonomien. I praksis arbejder Nationalbanken tæt sammen med Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet om at udarbejde afviklingsplaner for SIFI'erne, jf. boks 4.2.

Afviklingsplanlægning er en nyskabelse, og der vil særligt for SIFI'erne være tale om et omfattende arbejde med et stort element af "learning-by-doing". Efter udarbejdelsen af de første versioner af planerne vil der være en løbende proces med at vedligeholde planerne. Det er i den forbindelse centralt, at der også løbende foretages en vurdering af, om der er afviklingshindringer.

### Afviklingsplanlægning

Afviklingsplanlægning består overordnet af to integrerede elementer; udarbejdelse af en afviklingsplan og en vurdering af, om instituttet

18 Der er dog samtidig vedtaget særlovgivning i forhold til realkreditinstitutter, som giver anledning til en særskilt behandling af rammerne for afvikling af realkreditinstitutter, jf. kapitlets sidste afsnit.

19 Herefter henvises alene til afviklingsplanlægning på koncernniveau, da flertallet af SIFI'erne er koncerner.

er afviklingsparat. I relation til koncerner skal afviklingsplanlægningen som hovedregel ske på koncernniveau. For grænseoverskridende koncerner indebærer det, at der som udgangspunkt skal opnås enighed herom i de pågældende afviklingskollegier.<sup>20</sup> Da den formelle beslutningstagning fortsat ligger hos de enkelte nationale myndigheder, bliver det internationale samarbejde i regi af afviklingskollegierne afgørende.

En koncernafviklingsplan kan enten tage udgangspunkt i en afvikling af koncernen som helhed, hvor afviklingsforanstaltningerne gennemføres på EU-moderselskabsniveau, "single point of entry", eller forudsætte udskillelse og afvikling af enkelte datterselskaber, "multiple point of entry".

*Afviklingsplanen* skal fastlægge troværdige modeller for, hvordan afviklingsmyndighedernes afviklingsværktøjer og -beføjelser kan anvendes for at sikre, at den pågældende koncern kan afvikles.<sup>21</sup> Blandt hovedelementerne i afviklingsplanen vil være en beskrivelse af den foretrukne afviklingsstrategi. Strategien vil bl.a. skulle tage højde for, hvilke kritiske funktioner der skal opretholdes og derfor eventuelt udskilles fra andre funktioner. Planen skal endvidere redegøre for behovet for kapital og likviditet til gennemførelsen af afviklingen samt redegøre for, hvordan denne tilvejebringes. Det bemærkes, at planen ikke må forudsætte adgang til ekstraordinær finansiel støtte fra staten, herunder ELA fra Nationalbanken.

*Vurderingen af, om koncernen er afviklingsparat*, indebærer, at det skal være muligt ("feasible") og troværdigt ("credible") at afvikle koncernen i overensstemmelse med afviklingsmålene. Den planlagte afvikling kan anses for mulig, når det vurderes, at myndighederne har de fornødne beføjelser til at sikre videreførelsen af de kritiske funktioner – og at disse også i praksis kan udøves. For at den planlagte afvikling kan anses for troværdig, skal det være vurderet, at anvendelsen af afviklings-

værktøjerne ikke i sig selv vil give anledning til uacceptable negative effekter for den finansielle stabilitet og realøkonomien.<sup>22</sup> Denne vurdering skal dække både idiosynkratiske chok, dvs. hvor kun den pågældende koncern er ramt, og systemiske chok, hvor hele systemet og realøkonomien er ramt.

Hvis der identificeres væsentlige afviklingshindringer, skal instituttet gennemføre foranstaltninger, der kan afhjælpe/fjerne disse hindringer. Finanstilsynet har om nødvendigt beføjelse til at udstede påbud herom. Et sådant påbud kan vedrøre strukturændringer, begrænsning af eksisterende forretningsområder, udstedelse af nedskrivningseggede passiver, ændringer i, hvorledes de nedskrivningseggede passiver holdes inden for koncernen mv.

Vurderingen af, om koncernen er afviklingsparat, skal beskrives i afviklingsplanen, ligesom tiltag, der er taget for at afhjælpe eventuelle afviklingshindringer, skal være beskrevet. Afviklingsplanerne skal opdateres mindst en gang om året, og hvis der sker væsentlige ændringer fx i koncernens struktur, aktivitetsområder, finansielle situation eller andre ændringer, som har betydning for gennemførelsen af afviklingsplanen.

### **Krav til nedskrivningseggede passiver**

Som et centralt element i afviklingsplanlægningen skal Finanstilsynet som afviklingsmyndighed efter høring af Finansiell Stabilitet fastsætte et minimumskrav til kapitalgrundlag og nedskrivningseggede passiver for de enkelte institutter, et såkaldt NEP-krav, jf. boks 4.2. Kravet fastsættes som en procentdel af instituttets samlede passiver og fastsættes på både individuelt og konsolideret niveau. Institutternes sammensætning af nedskrivningseggede passiver viser, at de største institutter i langt højere grad end øvrige institutter har seniorgæld og store aftaleindlån, der kan anvendes til at opfylde NEP-kravet, jf. figur 4.3.

20 Et afviklingskollegie ledes af afviklingsmyndigheden i den medlemsstat, hvor den konsoliderede tilsynsmyndighed ligger. Endvidere deltager afviklingsmyndighederne i hver medlemsstat, hvor en dattervirksomhed, der er underlagt konsolideret tilsyn, er etableret, eller hvor væsentlige filialer er beliggende. Herudover deltager bl.a. de relevante tilsynsmyndigheder, de kompetente ministerier og EBA.

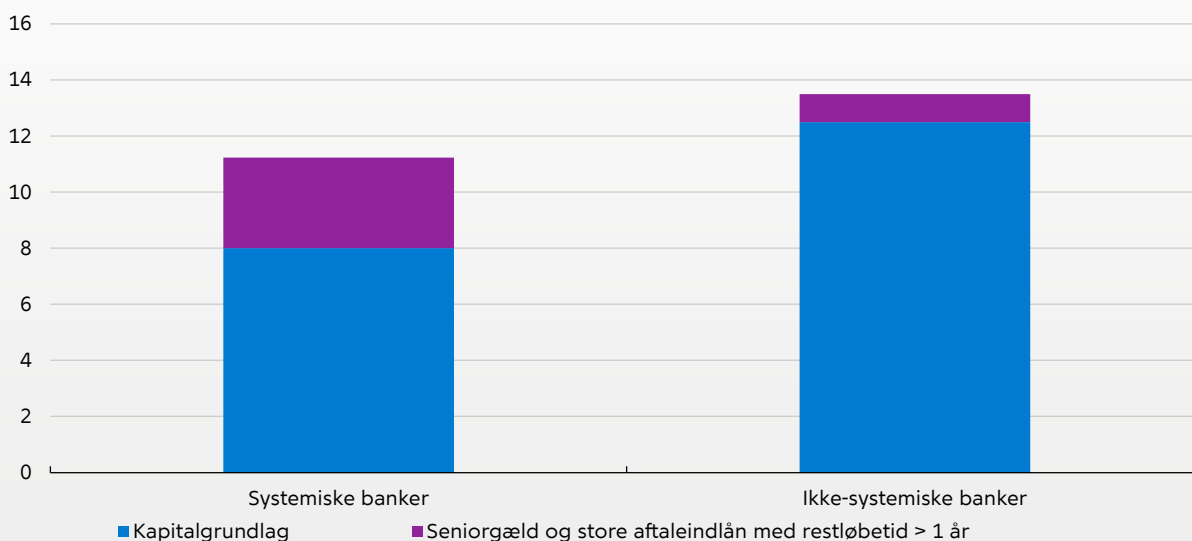
21 Afviklingsplanen er ikke en forvaltningsretlig afgørelse, som kan påklages af instituttet, idet afviklingsplanen alene er udtryk for myndighedernes forberedelse af, hvordan et institut skal afvikles, hvis det bliver nødlidende (instituttet modtager et resume af planen). Afviklingsmyndigheden er ikke bundet af planen i den konkrete afviklingssituation.

22 Jf. definitionen af "resolvability" i Financial Stability Board, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, oktober 2014 samt EBA's udkast til *Regulatory Technical Standards on the content of resolution plans and the assessment of resolvability*, december 2014, EBA/RTS/2014/15.

## Passiver, der kan opfylde NEP-kravet

Figur 4.3

Pct. af samlede passiver



Anm.: Store aftaleindlån omfatter aftaleindlån fra erhverv, der er større end 2 mio. kr. Data er fra 30. juni 2015.

Kilde: Finanstilsynet og egne beregninger.

NEP-kravet skal sikre en effektiv anvendelse af bail-in værktøjet og/eller andre afviklingsværktøjer i den konkrete afviklingssituation samt mindske risikoen for et "bank run" og smitte af det øvrige system. NEP-kravet understøtter således princippet om, at det først og fremmest er aktionærer samt efterstillede og simple kreditorer (og ikke indskydere), der bærer tabene.

Det konkrete NEP-krav skal fastsættes på grundlag af en række kriterier.<sup>23</sup> Først og fremmest skal instituttet kunne afvikles i overensstemmelse med afviklingsmålene ved brug af afviklingsværktøjerne, herunder bail-in værktøjet. Når bail-in værktøjet anvendes, skal instituttet have tilstrækkelige nedskrivningsegnede passiver til, at tabene kan absorberes, og at kapitalen kan genoprettes til et niveau, hvor instituttet fortsat kan opfylde kravene til at opretholde sin tilladelse. For også at sikre, at markedstilliden i tilstrækkelig grad bevares, skal NEP-kravet som udgangspunkt fastsættes til et niveau, hvor instituttet efter en

rekapitalisering, udover at overholde kapitalkrav og kapitalbuffer, også overholder instituttets individuelt fastsatte solvensbehov.

Ved fastsættelsen af NEP-kravet skal desuden tages hensyn til, i hvilket omfang det forhold, at instituttet er nødlidende, har en negativ indvirkning på den finansielle stabilitet, herunder i form af smitte til andre finansielle virksomheder. Derudover indgår bl.a. kriterier vedrørende instituttets størrelse, forretningsmodel, finansieringsmodel og risikoprofil.

Fastsættelsen af NEP-kravet vil afhænge af den konkrete afviklingsplan, som får betydning for både størrelsen af kravet og for, hvordan kravet skal opfyldes inden for en koncern. Det er vigtigt at bemærke, at en del af de forpligtelser, der kan anvendes til at opfylde NEP-kravet, konkursretligt er sidestillede med forpligtelser, som skal eller kan undtages fra bail-in i en afviklingssituation. Det kan være fordi, de helt er undtaget fra bail-in, eller fordi de konkret må undtages fra bail-in for

<sup>23</sup> Jf. BRRD, art. 45, stk. 6. Det er forudsat, at disse kriterier vil blive udmøntet i en bekendtgørelse på baggrund af Kommissionens bindende tekniske standard vedrørende fastsættelsen af MREL (NEP), der dog endnu ikke er vedtaget. (Der foreligger et endeligt udkast fra EBA, *Regulatory technical standard on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, juli 2015, EBA/RTS/2015/05).

Financial Stability Board, FSB, fremlagde i november 2015 endelige minimumskrav til, hvor stor en andel af passiverne i globalt systemisk vigtige banker, G-SIB's, der skal kunne bære tab i en afviklingssituation. Kravet benævnes Total Loss Absorbing Capacity, TLAC.<sup>1</sup>

Minimumskravene til TLAC indføres fra 1. januar 2019, hvor TLAC skal udgøre mindst 16 pct. af de risikovægtede eksponeringer og 6 pct. af de samlede eksponeringer, stigende til henholdsvis 18 pct. og 6,75 pct. i 2022. FSB vil i 2019 følge op på implementeringen af kravene.

TLAC-kravet skal, ligesom minimumskapitalkravene under søjle 1, altid være overholdt. Der kan fastsættes bankspecifikke tillæg, som skal reflektere den enkelte banks genopretnings- og afviklingsplan, systemiskhed, forretningsmodel, risikoprofil og organisationsstruktur. Kapitalbufferkravet, som blev indført med Basel III, kommer oveni TLAC-kravet, og derved kan bufferen reelt være tabsabsorberende, mens banken fortsat er levedygtig.

TLAC-kravet skal opfyldes med instrumenter, som effektivt kan nedskrives eller konverteres i en afviklingssituation og dermed bære tab og bruges til at rekapitalisere banken i overensstemmelse med afviklingsstrategien. Instrumenterne skal generelt være efterstillet bankens andre passiver, hvilket

imødegår den ovenfor beskrevne problemstilling i forhold til opfyldelsen af "no creditor worse off"-princippet.

TLAC kravet skal ses som et led i FSB's bestræbelser på at slutte "too-big-to-fail"-æraen for systemisk vigtige banker og sikre, at de fremadrettet kan afvikles uden brug af offentlige midler. FSB anser tilstrækkelig tabskapacitet som en forudsætning for, at myndighederne kan begrænse de systemiske konsekvenser ved afvikling af systemisk vigtige banker. Dermed vurderer FSB, at TLAC-kravet vil øge markedstiltroen til, at systemiske banker kan afvikles, og deres implicite statsgaranti fjernes.

Nordea er fortsat den eneste bank i Norden, som FSB har udpeget som G-SIB, og dermed den eneste nordiske bank, der bliver direkte påvirket af TLAC-kravet.<sup>2</sup> Danske banker må dog være forberedte på, at de kan blive påvirket via markedets forventninger til bankers kapitalisering og ved en fremtidig implementering i EU-lovgivning.

EBA skal senest i oktober 2016 aflægge en rapport om implementeringen af kravet i BRRD til nedskrivningsegnede passiver i medlemsstaterne. På baggrund af rapporten skal Kommissionen senest ved udgangen af 2016 fremlægge et eventuelt forslag til lovgivning om en harmoniseret anvendelse af minimumskravet.

1. Jf. Financial Stability Board, *Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet* og pressemeddelelsen *FSB issues final Total Loss-Absorbing Capacity standard for global systemically important banks*, november 2015.

2. Jf. FSB, *2015 update of list of global systemically important banks (G-SIB's)*, november 2015.

at sikre videreførelse af kritiske funktioner eller for at forhindre smitte, jf. figur 4.2. De forpligtelser, der faktisk anvendes i en bail-in, må derved bære en forholdsvis større andel af tabene. Det betyder, at det kan blive vanskeligt at sikre, at ingen kreditor påføres større tab, end det ville have været tilfældet, hvis instituttet var taget under konkursbehandling ("no creditor worse off"-princippet). Derfor er det vigtigt, at fastsættelsen af NEP-kravet forholder sig til det konkrete instituts passivsamensætning. Finanstilsynet har fået beføjelse til at stille krav om, at NEP helt eller delvist skal bestå af forpligtelser, der er underlagt et kontraktuelt vilkår om konvertering, *kontraktuel bail-in*, jf. figur 4.2. Det kan imødegå problemstillingen vedrørende opfyldelse af "no creditor worse off"-princippet. Finanstilsynet kan endvidere stille krav om, at NEP helt eller delvist skal bestå af en bestemt type nedskrivningsegnede passiver.

Finanstilsynet skal kontrollere, at det enkelte institut til enhver tid overholder NEP-kravet. Hvis et institut ikke opfylder kravet, vil Finanstilsynet fastsætte en frist for opfyldelsen. En overtrædelse af kravet kan anses for en grov overtrædelse af lov om finansiel virksomhed og kan dermed

indebære, at instituttet anses for nødlidende eller forventeligt nødlidende.

Realkreditinstitutter er undtaget fra NEP-kravet, jf. afsnittet nedenfor. Der kan således alene fastsættes NEP-krav for pengeinstitutter, fondsmæglerinstitutter I, finansieringsinstitutter samt finansielle holdingvirksomheder.

På internationalt plan er der i november 2015 opnået enighed om et tilsvarende krav til tabskapacitet i globalt systemisk vigtige banker, TLAC, jf. boks 4.3.

### **SÆRLIGE FORHOLD VEDRØRENDE GENOPRETNING OG AFVIKLING AF REALKREDITINSTITUTTER**

Realkreditsystemet er en helt central del af det danske finansielle system, både i forhold til boligfinansiering og andre finansielle virksomheders anvendelse af realkreditobligationer som likviditets- og formueinstrumenter. Det er i den forbindelse vigtigt at holde sig for øje, at der er nogle særlige karakteristika ved realkreditsystemet, der betyder, at det kan have store konsekvenser for økonomien og den finansielle stabilitet, hvis et realkreditinstitut kommer i vanskeligheder.

For det første er realkreditsektoren stor og koncentreret. Realkreditlån udgør således cirka tre fjerdedele af det samlede udlån fra kreditinstitutter til husholdninger og erhverv og er fordelt mellem ganske få institutter.

For det andet er realkreditsektoren tæt knyttet til det øvrige finansielle system, idet realkreditobligationerne, især de særligt dækkede obligationer, SDO'er<sup>24</sup>, er et vigtigt likviditets- og formueinstrument for pengeinstitutterne og andre finansielle virksomheder. En forringelse af obligationernes værdi vil derfor indebære smitte af det øvrige finansielle systems solvens og likviditet. Samtidig er hovedparten af realkreditinstitutterne en del af en større finansiell koncern, og problemer i et realkreditinstitut kan derfor ikke betragtes isoleret fra situationen i koncernen i øvrigt.

For det tredje har alle realkreditinstitutter stort set den samme forretningsmodel og påtager sig dermed stort set de samme risici. Hvis markedet mister tilliden til ét instituts realkreditudstedelser, kan tilliden og dermed også finansieringen til resten af sektoren hurtigt forsvinde.

For at undgå systemiske effekter er det således nødvendigt at sikre, at et realkreditinstitut i vanskeligheder fortsat vil kunne låne ud på markedsvilkår, at der ikke sker smitte til den øvrige sektor som følge af en væsentlig forringelse af instituttets udstedte SDO'er, og at tilliden til realkreditobligationer generelt bevares, så de øvrige realkreditinstitutter fortsat vil have markedsadgang. Det skal samtidig sikres, at staten ikke i en afviklingsituation tvinges til at påtage sig væsentlige risici. Tiltagene i både genopretnings- og afviklingsplanerne skal være realistiske både ved et idiosynkratisk chok og under et systemisk chok, hvor muligheden for frasalg af dele af instituttet og adgangen til ny kapital vil være endnu mere begrænset.

## Genopretning

Det er centralt for realkreditinstitutternes forretningsmodel, at der er bred efterspørgsel efter deres obligationer, og at prisen herpå er på

niveau med konkurrenternes. Genopretningsplanen skal sikre, at disse betingelser kan opretholdes, hvis instituttet kommer i vanskeligheder. Det indebærer, at planen omfatter tiltag, som kan afhjælpe både solvens- og likviditetsmæssige vanskeligheder. En situation, hvor tabene er så store, at instituttets solvens er truet, er åbenbart kritisk. Men den situation vil typisk først indtræffe senere i kriseforløbet. Genopretningsplanen må også tage højde for, hvad der sker allerede på det tidspunkt, hvor instituttets vanskeligheder medfører, at der i markedet er tvivl om instituttets sundhedstilstand.

Der er særligt tre sårbarheder, som et realkreditinstitut skal forholde sig til i form af effektive tiltag i genopretningsplanen:

*Obligationernes SDO-status:* For at opretholde SDO-status på sine obligationer skal instituttet stille supplerende sikkerhed, når værdien af aktiverne, som dækker obligationerne i det pågældende kapitalcenter, ikke længere svarer til obligationernes værdi eller ikke længere overholder de lånegrænser for det enkelte lån, som var gældende på det tidspunkt, hvor lånet blev ydet. Det kan forekomme ved store prisfald på ejendomme. Hvis det samtidig er en periode med uro på de finansielle markeder, kan det blive vanskeligt for instituttet at stille supplerende sikkerhed.<sup>25</sup>

*Instituttets kreditvurdering:* Prisen på – og adgangen til – finansiering afhænger af instituttets og obligationernes kreditvurdering. En væsentlig nedgradering vil derfor forringe instituttets adgang til finansiering.

*Løbetidsforlængelse af udstedte obligationer:* Refinansieringsloven medfører en tvungen betinget løbetidsforlængelse for de realkreditobligationer, der har en løbetid, der er kortere end løbetiden på de lån, som obligationerne finansierer. Forlængelsen på et år udløses, hvis en refinansieringsauktion fejler, eller hvis renten for realkreditobligationer med en oprindelig løbetid på op til og med to år stiger med mere end 5 procentpoint inden for et år. Rente på de forlængede obligationer fastsættes 5 procentpoint over

24 SDO'er anvendes her som en samlebetegnelse for både særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO'er).

25 Det følger af lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv., at obligationer, der mister SDO-status, kan betegnes realkreditobligationer, RO, hvis de på tidspunktet for tilbud om lån opfylder lovgivningens krav til RO'er. Det vil påvirke andre institutter, som holder de pågældende obligationer og anvender dem som likvide instrumenter, da de vil skulle øge deres kapitalisering til at dække de øgede risici derved.

renten på de tilsvarende obligationer ved seneste refinansiering eller, afhængig af obligationstypen, et år tidligere eller på seneste tidspunkt for rentefastsættelse.<sup>26</sup> Den højere rente overvælttes på låntagerne, hvorved de får sværere ved at honorere deres forpligtelser.

Alle tre sårbarheder kan medføre et brud på tilliden mellem instituttet og markedet, som vil påvirke muligheden for at kunne udstede nye obligationer i en periode. Hvis investorerne således bliver usikre på et institut og kræver en højere risikopræmie for at købe dets obligationer, vil renten blive højere for kunderne, som – i det omfang det er muligt – vil optage et tilsvarende, men billigere lån hos en af konkurrenterne. Det kan starte en negativ spiral, som kan slå igennem hurtigt, hvor en andel af instituttets mest kreditværdige kunder indfrier deres lån, hvilket reducerer den gennemsnitlige kreditkvalitet af instituttets udlån. Herved forringes instituttets markedsadgang – og kursen på dets obligationer – yderligere, hvilket får flere af de mest kreditværdige kunder til at skifte institut, osv. Hvis instituttet ikke længere kan finansiere sig på markedsvilkår, må det således anses for tvivlsomt, om det har en levedygtig forretningsmodel.

### Afvikling

Hvis det ikke er muligt for instituttet at iværksætte effektive genopretningstiltag i tide, vil det, når det er forventeligt nødlidende, overgå til afvikling. Finanstilsynet vurderer på grundlag af objektive faktorer på hvilket tidspunkt, instituttet anses for forventeligt nødlidende.

Ligesom for SIFI-pengeinstitutter, hvor en afvikling indebærer risiko for systemiske konsekvenser, er det afgørende, at der foreligger en troværdig afviklingsplan, der gør det muligt for Finansiell Stabilitet at restrukturere et nødlidende realkreditinstitut i overensstemmelse med afviklingsmålene. Det indebærer efter Nationalbankens vurdering,

at driften af instituttet (evnen til at yde nyudlån) skal kunne videreføres, og at SDO'ernes værdi skal bevares. Instituttet skal således relativt hurtigt igen kunne fungere på markedsvilkår, herunder skal udstedte obligationer kunne refinansieres, og SDO-status på disse skal opretholdes/genvindes.

Solvensproblemer i et realkreditinstitut kan enten henføres til, at et (eller flere) af instituttets kapitalcentre bliver insolvent, og instituttet ikke kan øge dets kapitalisering, eller at hele instituttet (den juridiske person) bliver insolvent.

Likviditetsproblemer i et realkreditinstitut kan opstå, enten hvis en refinansieringsauktion mislykkes, eller hvis instituttet ikke kan opretholde SDO-status – og tilstrækkelig kreditvurdering – på dets obligationer (fra et eller flere kapitalcentre), jf. også ovenfor om genopretningsfasen. Løbetidsforlængelsen sikrer dog principielt instituttets finansiering i en situation, hvor det ikke kan refinansiere udløbne obligationer, hvorfor det ikke i udgangspunktet mister sin eksisterende finansiering. Men løbetidsforlængelsen kan som nævnt have betydelige konsekvenser for instituttets forretningsmodel.<sup>27</sup>

Ved afvikling af et realkreditinstitut er det ikke muligt at anvende bail-in værktøjet. Det er en følge af, at realkreditinstitutter som ovenfor nævnt ikke skal opfylde et NEP-krav. I stedet for et NEP-krav er der indført et krav til realkreditinstitutter om at holde en såkaldt gældsbuffer på 2 pct. af instituttets samlede uvægtede udlån.<sup>28</sup> Gældsbufferen kan opfyldes med egentlig kernekapital, hybrid kernekapital, supplerende kapital og/eller usikret seniorgæld, som skal udstedes fra instituttet i øvrigt og have en oprindelig løbetid på mindst 2 år. Gældsbufferen understøtter muligheden for at afvikle et realkreditinstitut med broinstitutværktøjet, da de omfattede instrumenter kan absorbere tab ved, at de efterlades i det nødlidende instituts konkursbo (hvilket ikke er bail-in i lovens forstand).

26 Jf. lov nr. 244 af 19. marts 2014 om ændring af lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. og lov om finansiell virksomhed (regulering af refinansieringsrisiko for realkreditobligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer mv.). En nærmere beskrivelse af mekanismerne i loven og effekterne heraf findes i Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2014, s. 37 ff.

27 Refinansieringsloven gør det klart, hvad der vil ske, hvis en refinansiering ikke kan gennemføres på markedsvilkår. Loven adresserer imidlertid ikke på grundlæggende vis den udfordring, der ligger i, at en væsentlig del af realkreditinstitutternes lange forpligtelser finansieres med korte obligationer.

28 Gældsbufferkravet skal indføres frem til 2020. Det fremgår af lov-bemærkningerne, at kravet skal evalueres frem til 2018, herunder i lyset af de NEP-krav, der stilles til danske SIFI-pengeinstitutter og udviklingen på markedet for gældsinstrumenter i Europa. I den forbindelse anføres, at det ikke kan udelukkes, at der kan blive behov for en forøgelse af gældsbufferkravet, og at evalueringsperioden giver mulighed for, at en eventuel forøgelse kan vedtages, inden kravet er endeligt indfaset i 2020.

Det er i særlovgivningen for realkreditinstitutterne forudsat, at et realkreditinstitut kan afvikles ved brug af de tre øvrige BRRD-værktøjer; broinstitut, adskillelse af aktiver og virksomhedssalg og/eller ved brug af realkreditlovens konkursmodel. Det er imidlertid Nationalbankens vurdering, at anvendelse af realkreditlovens konkursmodel til at afvikle hele eller dele af et realkreditinstitut ikke vil opfylde afviklingsmålene, jf. boks 4.4.

*Virksomhedssalgsværktøjet* kan muligvis anvendes til salg af solvente kapitalcentre og dermed delvist indebære videreførelse af instituttets aktiviteter i en anden juridisk enhed. Det kan imidlertid give anledning til væsentlige udfordringer i forhold til at sikre krav fra realkreditobligationsejere i de øvrige kapitalcentre. Det må endvidere anses for tvivlsomt, om det vil være muligt at finde en køber, når der henses til konkurrenceretlige aspek-

### Den særlige konkursmodel for realkreditinstitutter

Boks 4.4

Ved konkursbehandling af et realkreditinstitut gælder særlige regler for administration af kapitalcentre, der skal give obligationsejerne en høj grad af beskyttelse mod tab. Disse særlige konkursregler for realkreditinstitutterne har ikke været anvendt i praksis.

Når et realkreditinstitut tages under konkursbehandling, sker der ikke acceleration, hverken på obligationssiden eller lånesiden. Det vil sige, at obligationsejerne ikke kan kræve førtidig indfrielse af deres obligationer, ligesom kurator ikke kan kræve, at låntagerne førtidsindfrier deres lån. For at sikre obligationsejernes fortrinsstilling til sikkerhederne i kapitalcentrene er det ikke muligt at overføre midler mellem de enkelte kapitalcentre, efter instituttet er erklæret konkurs. Kurator har imidlertid, med tilladelse fra erhvervs- og vækstministeren, mulighed for at overdrage kapitalcentre til andre.

Instituttet kan indgå aftaler om finansielle instrumenter, optage lån og stille sikkerhed herfor, hvis det er nødvendigt for at fremskaffe likviditet. Hvis der er behov for løbende refinansiering af eksisterende realkreditlån, kan kurator udstede såkaldte refinansieringsobligationer, såfremt der vurderes at være fuld dividende til alle realkreditobligationsejere og derivatmodparter i det pågældende kapitalcenter (uanset løbetiden på obligationerne). Efter refinansieringsloven forlænges løbetiden på eksisterende obligationer med 1 år ad gangen, hvis det ikke lykkes at refinansiere, eller kurator vurderer, at det ikke er muligt at udstede refinansieringsobligationer af hensyn til ligestilling af kreditorerne. Renten på de forlængede obligationer fastsættes af kurator til en variabel referencerente tillagt op til 5 procentpoint. Forlængelse af løbetiden med 1 år ad gangen kan fortsætte hele lånets restløbetid.

Den særlige konkursmodel for realkreditinstitutter fastlægger således klare rammer for, hvordan et realkreditinstitut kan afvikles uden anvendelse af offentlige midler. Som udgangspunkt bør konkursbehandling af et realkreditinstitut dermed give anledning til mindre usikkerhed om kreditorernes krav end ved konkursbehandling af et pengeinstitut.

Den endelige opgørelse af værdien af kapitalcentrene og det samlede konkursbo kan selvsagt indebære, at kreditorerne, herunder realkreditobligationsejere, ikke (fuldt ud) får indfriet deres krav. Der er herudover en række forhold i relation til konkursbehandling – af udskille kapitalcentre eller hele instituttet – som må anses for at indebære betydelige negative konsekvenser for økonomien og den finansielle stabilitet:

- Under konkursbehandling mister instituttet sin tilladelse til at drive realkreditvirksomhed og kan derfor ikke

yde nyudlån, herunder effektuere udestående lånetilbud. Nyudlån vil således skulle ske fra andre institutter, hvilket – henset til institutternes markedsandele – vil skabe et kapacitetspres.

- De udstedte obligationer vil miste deres SDO-status, hvis kurator ikke tilføjer de respektive kapitalcentre den nødvendige supplerende sikkerhed, hvilket må anses for yderst vanskeligt. Tilsvarende må det forventes, at kreditvurderingen af instituttet og instituttets obligationer vil falde. Det vil indebære, at instituttets (finansielle) kreditorer skal holde mere kapital til at dække obligationernes risici, og kan betyde, at de ikke i samme grad kan anvendes i deres likviditetsstyring.
- Låntagernes mulighed for at indfri lånene må antages at medføre, at de mest sikre udlån forsvinder fra balancen. Der kan dermed opstå en negativ spiral mellem markedsværdien af instituttets obligationer og den gennemsnitlige kreditkvalitet. Markedsværdien af instituttets obligationer kan således påvirkes hurtigt, hvilket vil forstærke det negative gennemslag på instituttets kreditorer, herunder den øvrige sektor.
- Da det konkursramte instituts mulighed for at udstede refinansieringsobligationer vil være begrænset, må det antages, at de udstedte obligationer vil blive løbetidsforlænget – med de deraf følgende konsekvenser for låntagere, investorer og realøkonomi. Låntagerne får endnu sværere ved at honorere deres forpligtelser, hvorved investorerne vil opleve yderligere forringelse af kreditkvalitet.
- Samtidig vil der være en særskilt effekt på obligationer med kortere restløbetid (samt JCB'er) da den samlede værdi af det pågældende kapitalcenter først kendes efter udløb af obligationerne med længst restløbetid. Ejere af obligationer med kortere løbetid (samt JCB'er) risikerer således et midlertidigt haircut, indtil den endelige værdi af kapitalcenteret er kendt, hvilket kan tage 30 år.

Selve anvendelsen af den særlige konkursmodel vil således kunne få betydelige konsekvenser for det øvrige finansielle systems solvens- og likviditetsmæssige situation, tilliden til realkreditobligationer generelt og dermed også de restende realkreditinstitutters mulighed for at finansiere sig og følgelig kreditadgangen. På den baggrund er det Nationalbankens vurdering, at afvikling ved anvendelse af den særlige konkursmodel ikke kan anses for at opfylde afviklingsmålene for realkreditinstitutter.



ter, den særlige forretningsmodel og mulighed/ønske om at rejse kapital til købet under de givne omstændigheder, særligt i et systemisk scenarie.

*Broinstitutværktøjet* kan alene anvendes i det omfang, der kan bringes balance mellem instituttets aktiver og passiver.<sup>29</sup> I den forbindelse må det forudsættes, at eventuelle Junior Covered Bonds, JCB'er, i de kapitalcentre, som overdrages til broinstituttet, ikke kan efterlades i konkursboet som tabsabsorberende instrumenter, da JCB-ejerne har krav på at opretholde deres sekundære separatiststilling til aktiverne i det kapitalcenter, som JCB'erne er udstedt fra.

Broinstituttet skal kapitaliseres, således at det kan få realkreditlån – og opnå SDO-status – med henblik på, at der fortsat kan ydes nyudlån, og at instituttet kan videresælges så hurtigt som muligt. En del af broinstituttets kapital- og likviditetsbehov må antages at skulle dækkes via lån og kapitalindskud fra Afviklingsformuen. Hvis broinstituttet på den baggrund underlægges vilkår, der indebærer, at instituttet ikke kan låne ud på almindelige markedsvilkår, vil det være vanskeligt at opretholde instituttets udlånskapacitet. Det bemærkes, at kapitalindskud fra Afviklingsformuen til et broinstitut ikke er underlagt den ovenfor nævnte betingelse om, at der forinden er gennemført bail-in svarende til 8 pct. af instituttets passiver.

Afviklingsformuen kan imidlertid ikke anvendes til at bære tab i og rekapitalisere det nødlidende institut, da der ikke kan foretages bail-in i et realkreditinstitut, og betingelsen om 8 pct. bail-in således ikke kan opfyldes.

Det er efter Nationalbankens opfattelse afgørende, at de nævnte udfordringer i forhold til afvikling af realkreditinstitutter – og sammenhængen mellem dem – adresseres i forbindelse med det udestående arbejde med afviklingsplanlægning. Det skal således være muligt at afvikle alle SIFI'er, herunder realkreditinstitutterne, i overensstemmelse med afviklingsmålene. Det indebærer, at en afvikling af et nødlidende realkreditinstitut skal kunne gennemføres på en måde, så instituttets udlånskapacitet bevares, og det øvrige finansielle system ikke smittes. Det er et vigtigt arbejde at afklare, hvordan dette sikres i praksis, således at der kan udarbejdes robuste og troværdige afviklingsplaner.

---

<sup>29</sup> Hvis værktøjet alene anvendes på en del af instituttet, skal den resterende del afvikles ved konkurs, jf. boks 4.4.



BILAG



# BILAG 1

Analyserne af pengeinstitutterne tager udgangspunkt i de institutter, som Finanstilsynet har grupperet som henholdsvis gruppe 1 og 2 i 2015. I kapitlet bruges bank og pengeinstitut som synonymmer.

Analyserne af realkredit omfatter samtlige realkreditinstitutter, jf. tabel B1.1.

De fem pengeinstitutter i Finanstilsynets gruppe 1 benævnes i rapporten som systemiske banker, systemiske institutter eller store banker.

Til forskel fra Finanstilsynets gruppe 2 er Saxo Bank og FIH Erhvervsbank udeladt af populationen. Saxo Bank er udeladt på grund af bankens forretningsmodel, mens FIH Erhvervsbank er udeladt, da banken er under afvikling. De øvrige pengeinstitutter i gruppe 2 benævnes i rapporten som ikke-systemiske banker, ikke-systemiske institutter eller mellemstore banker. Gruppeinddelingen er gældende bagud i tid.

**Institutter i populationen med angivelse af balancesum pr. 30. juni 2015, mio. kr.**

Tabel B1.1

	Beløb		Beløb
<i>Systemiske koncerner</i>		Ringkjøbing Landbobank	22.118
Danske Bank (inkl. Realkredit Danmark)	3.452.213	Vestjysk Bank	22.103
Nordea Bank Danmark (inkl. Nordea Kredit)	807.226	Sparekassen Kronjylland	18.744
Jyske Bank (inkl. BRFKredit)	541.031	Den Jyske Sparekasse	15.705
Nykredit Realkredit (inkl. Nykredit Bank)	1.407.960	Lån & Spar Bank	15.475
Sydbank	153.059	Jutlander Bank	15.120
DLR Kredit	144.182	Sparekassen Sjælland	14.279
<b>Systemiske koncerner i alt</b>	<b>6.505.671</b>	Sparekassen Vendsyssel	13.656
		Alm. Brand Bank	11.573
<i>Systemiske pengeinstitutter</i>		<b>Ikke-systemiske pengeinstitutter i alt</b>	<b>271.325</b>
Danske Bank	2.202.091		
Nordea Bank Danmark	506.613	<i>Realkreditinstitutter</i>	
Jyske Bank	310.863	Nykredit Realkredit	1.302.729
Nykredit Bank	192.225	Realkredit Danmark	858.010
Sydbank	155.209	Totalkredit	664.045
<b>Systemiske pengeinstitutter i alt</b>	<b>3.367.002</b>	Nordea Kredit	440.552
		BRFKredit	267.960
<i>Ikke-systemiske pengeinstitutter</i>		DLR Kredit	144.182
Spar Nord Bank	80.666	LR Realkredit	20.089
Arbejdernes Landsbank	41.885	<b>Realkreditinstitutter i alt</b>	<b>3.697.567</b>
<i>Fortsættes næste kolonne</i>			

Anm.: Balancesum for systemiske pengeinstitutter, ikke-systemiske pengeinstitutter og realkreditinstitutter er angivet på institutniveau, mens balancesum for systemiske koncerner er på koncernniveau.

Kilde: Årsrapporter.

# BILAG 2

## Makroøkonomiske scenarier i Nationalbankens stresstest, udvalgte nøgletal

Tabel B2.1

	2015	2016	2017
<b>Grundforløb</b>			
BNP, pct. år-år	1,8	2,1	1,8
Privat forbrug, pct. år-år	1,8	2,2	2,1
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	4,3	5,4	4,7
Ledighedsprocent	3,5	3,2	3,1
Huspriser, pct. år-år	6,0	3,7	3,2
<b>Lavvækst</b>			
BNP, pct. år-år	1,8	-0,6	0,9
Privat forbrug, pct. år-år	1,8	-2,4	-0,5
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	4,3	5,4	4,7
Ledighedsprocent	3,5	3,9	4,6
Huspriser, pct. år-år	6,0	-3,9	-1,8
<b>Hård recession</b>			
BNP, pct. år-år	1,8	-4,4	-0,9
Privat forbrug, pct. år-år	1,8	-3,8	-1,4
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	4,3	-10,0	3,7
Ledighedsprocent	3,5	5,1	7,9
Huspriser, pct. år-år	6,0	-12,4	-6,6

Anm.: Årsgennemsnit. Ledigheden er angivet som andel af arbejdsstyrken.