

# **Analyse vedrørende særligt dækkede obligationer**

**Økonomi- og Erhvervsministeriet  
Danmarks Nationalbank**

**December 2006**

## Indholdsfortegnelse

1. Sammenfatning.....	4
2. Model for gennemførelse af CRD-direktivets krav .....	9
2.1 CRD-direktivets krav vedrørende SDO'er .....	9
2.2 Model der analyseres .....	11
<i>Pengeinstituttens udstedelse af særligt dækkede obligationer.....</i>	12
<i>Realkreditinstituttens udstedelse af særligt dækkede obligationer..</i>	12
2.3 Kapitalkrav og placeringsregler .....	13
3. Den aktuelle situation .....	15
3.1 Det danske realkreditsystem.....	15
3.2 Boligudlån i udlandet .....	17
4. Betydning for konkurrencen i Danmark.....	19
4.1 Konkurrencen mellem penge- og realkreditinstitutter.....	19
<i>Fundingsiden .....</i>	19
<i>Udlånssiden .....</i>	22
4.2 Konkurrencen mellem mindre og store pengeinstitutter .....	25
5. Betydning for konkurrencen i forhold til udlandet.....	27
5.1 Konkurrencen mellem danske og udenlandske kreditinstitutter ...	29
<i>Datterselskab .....</i>	30
<i>Filial .....</i>	30
<i>Grænseoverskridende virksomhed.....</i>	31
5.2 Konkurrencen mellem dansk ejede udenlandske kreditinstitutter og danske kreditinstitutter .....	31
6. Balanceprincip .....	33
6.1 Balanceprincipper i udvalgte lande .....	33
7. Kapitalmarkedseffekt .....	35
7.1 Betydning for udbud og forskelligartethed på kapitalmarkedet ....	35
7.2 Betydning af løbende LTV-overholdelse for prisen på udstedelser .....	35
8. Betydning for finansiel stabilitet .....	38
8.1 Kravet om løbende LTV-overholdelse .....	38
8.2 Prisen på den supplerende sikkerhed.....	38
8.3 Konsekvenser via makroøkonomien .....	42
8.4 Mere eller mindre koncentration af risici .....	46
9. Konsekvenserne for låntagerne .....	47
9.1 Private husholdninger.....	47
9.2 Erhverv .....	48
<i>Landbrugsejendomme.....</i>	48
<i>Industriejendomme .....</i>	49
10. Variationer til implementeringsmodellen.....	51
a) Pengeinstitutterne kan ikke udstede på egen balance.....	51
b) Kun én type SDO og uden videreførelse af nuværende lovgivning	51
c) Balanceprincippet lempeligere end det nuværende danske.....	51
Appendiks A: Kapitaldækning af særligt dækkede obligationer.....	53
For institutter på standardmetoden .....	54
For institutter på IRB-metoderne.....	54
Konklusion .....	55

Appendiks B: Investordeling for danske realkreditobligationer.....	56
Appendiks C: Geografiske begrænsninger i udvalgte lande .....	57
Sverige.....	57
Tyskland .....	57
Irland.....	58
Appendiks D: Pantebreve i udvalgte lande .....	59
Tyskland .....	59
Norge .....	59
Sverige.....	60
Spanien .....	60
Appendiks E: Balanceprincipper i udvalgte lande .....	61
EU-reguleringen og balanceprincipper for SDO.....	61
Det danske balanceprincip for realkreditinstitutter .....	61
Det tyske balanceprincip .....	64
Det svenske balanceprincip .....	66
Det irske balanceprincip.....	67
Sammenligning.....	68
Appendiks F: De seks scenarier for beregning af renterisiko under det danske balanceprincip .....	70

## 1. Sammenfatning

EU's nye kapitaldækningsdirektiv (CRD-direktivet) indeholder skærpede krav til opnåelse af status som covered bonds (særligt dækkede obligationer). Dette har umiddelbart betydning for danske realkreditobligationer.

Såfremt der ikke ændres i de nugældende regler, vil det ikke være muligt fremadrettet at opretholde realkreditsystemet på de vilkår, vi kender i dag. Realkreditobligationerne vil miste deres status som "guldrandede" obligationer.

Gennemførelsen af de nye EU-regler om særligt dækkede obligationer (SDO) i Danmark vil derfor være hensigtsmæssig for at sikre, at danske husholdninger og virksomheder også fremadrettet har adgang til en af Europas billigste former for boligfinansiering. Et lovforslag om særligt dækkede obligationer forventes fremsat i marts 2007.

De nye krav til kapitaldækning sætter de overordnede rammer for reglerne om særligt dækkede obligationer. Inden for disse rammer er det nødvendigt med nationale regler til udfyldning af disse for at skabe et komplet regelsæt for særligt dækkede obligationer. På baggrund af rapportens analyserede model anbefales følgende for gennemførelsen:

### *Adgang for både realkreditinstitutter og pengeinstitutter*

Både realkreditinstitutter og pengeinstitutter får adgang til at udstede SDO'er. Mange af de øvrige EU-lande giver også deres pengeinstitutter adgang til at udstede SDO'er. En tilsvarende adgang er derfor væsentlig for at sikre de danske pengeinstitutter en lige konkurrencestilling særligt over for udlandet. De nye regler må endvidere forventes at give pengeinstitutterne mulighed for fremadrettet at tilbyde en billigere boligfinansieringspakke til gavn for låntagerne.

Realkreditinstitutterne vil fortsat have mulighed for at udstede realkreditobligationer efter de nuværende regler. Disse obligationer vil så ikke have status som SDO'er. Endvidere vil realkreditinstitutterne have eneret til at bruge betegnelsen "realkreditobligationer", enten som realkreditobligationer under de nuværende regler, eller som særligt dækkede realkreditobligationer under den nye lovgivning.

Realkreditinstitutterne kan således både udstede SDO'er, hvor betegnelsen "realkreditobligationer" indgår, og SDO'er hvor betegnelsen "realkreditobligationer" ikke indgår. Der er dog ikke nogen væsentlig reguleringsmæssig forskel på de SDO'er som realkreditinstitutterne udsteder, hvad enten obligationerne betegnes særligt dækkede realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer.

### *Løbetider og afdragsfrihed*

Realkreditlån til ejerboliger er kendetegnet ved at have maksimalt 30 års løbetid og højst 10 års afdragsfrihed. I direktivet er der ikke specificeret krav til de særligt dækkede obligationer på dette område, og i lande som

Sverige og Irland opereres der ikke med sådanne begrænsninger i SDO-lovgivningen. Omvendt må lånets værdi ved låneoptagelsen maksimalt udgøre 75 pct. af ejendommens værdi (lånegrænsen) i disse lande mod 80 pct. i Danmark.

Forskelle i begrænsninger på afdragsfrihed og løbetid kan bidrage til at en større del af danske boliglån fremover vil kunne være fundet og tilbudt under udenlandsk lovgivning. Det synes således hensigtsmæssigt, at det bliver muligt at tilbyde lån uden de nuværende begrænsninger på løbetider og afdragsfrihed, men hvor lånegrænsen samtidig sænkes af hensyn til den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

Økonomi- og Erhvervsministeriet, foreslår på den baggrund en model, hvor der skabes valgfrihed for institutterne.

Enten kan institutterne vælge et set-up, hvor begrænsningerne på afdragsfrihed og løbetider ophæves, og hvor lånegrænsen samtidig sænkes til 75 pct. – dog 70 pct. de første 2 år af hensyn til konjunktursituationen. Direktivets krav om supplerende sikkerhedsstillelse gælder fortsat, hvis lånet i forhold til ejendommens værdi (loan-to-value eller LTV) overstiger 80 pct. Alternativt kan institutterne vælge at fortsætte med de nuværende begrænsninger og herunder en lånegrænse på 80 pct. Det vil give institutterne mulighed for fortsat at kunne tilbyde låntagerne produkter under de nuværende lånevilkår.

Nationalbanken anbefaler, at lånegrænsen på långivningstidspunktet sænkes til 70 pct., og at der ikke sker en automatisk forhøjelse til 75 pct. efter 2 år. Herved skabes der større sikkerhed for, at ophævelsen af de nuværende begrænsninger på afdragsprofiler og løbetider ikke stimulerer boligefterspørgslen yderligere. Det vil have den ekstra fordel, at institutterne vil få nemmere ved at overholde det løbende direktivkrav om LTV på maksimalt 80 pct. Nationalbanken foretrækker derfor, at der ikke bliver valgfrihed mellem en lavere lånegrænse og de nuværende begrænsninger.

#### *Balanceprincip*

Direktivet stiller krav om, at obligationerne er underlagt et balanceprincip, der tilsikrer, at ”provenuet fra obligationerne investeres i aktiver, der i tilstrækkelig grad i obligationernes løbetid dækker de forpligtigelse, der følger heraf.”

Den såkaldte obligationsbekendtgørelse<sup>1</sup>, der gælder for realkreditobligationerne i dag, regulerer i bred forstand det danske balanceprincip. Bekendtgørelsen specificerer bl.a. en række detaljerede krav til, hvor store risici realkreditinstitutterne må påtage sig. Det danske balanceprincip er velkendt og accepteret af markederne.

---

<sup>1</sup> Bekendtgørelse om realkreditinstitutters obligationsudstedelse, balanceprincip, rente- og valutarisici (BEK nr. 1190 af 17/12/2003).

I forbindelse med gennemførelsen af reglerne om særligt dækkede obligationer har andre europæiske lande (som f.eks. Tyskland og Sverige) udviklet balanceprincipper, der også vurderes at sikre en tilpas strikt overholdelse af ovenstående krav.

I lyset af den europæiske konkurrence arbejdes der derfor videre med at udvikle et mere fleksibelt og europæisk inspireret balanceprincip. Udviklingen af dette kræver dog et grundigt forarbejde for at sikre, at det på samme vis som det nuværende balanceprincip lever op til de højeste markedsstandarder. Det er nødvendigt for at sikre, at obligationerne fortsat kan opnå en attraktiv rating og en god kurs på markedet og dermed være en fordelagtig finansieringskilde ved ejendomsfinansiering.

Der er nedsat en arbejdsgruppe, som skal komme med forslag til en konkret udformning af et sådant balanceprincip. Det er hensigten, at relevante bemyndigelsesbestemmelser i den finansielle lovgivning ændres i lovforslaget i marts 2007, så det bliver muligt at udstede en ny bekendtgørelse om et balanceprincip umiddelbart efter lovens vedtagelse til ikrafttræden 1. juli 2007.

#### *Fælles funding*

Analyserne i rapporten viser, at de store pengeinstitutter i kraft af deres størrelse vil kunne udstede deres egne særligt dækkede obligationer, som vil kunne danne grundlaget for en samlet finansieringspakke af kundens bolig.

For at give de mindre institutter bedre muligheder for også at kunne tilbyde kunderne en samlet finansieringspakke er der nedsat en arbejdsgruppe, som skal undersøge mulighederne for fælles udstedelser for de mindre institutter, hvor det enkelte institut beholder engagementet på sin egen balance (fælles funding).

I Tyskland er der i forbindelse med indførelsen af særligt dækkede obligationer åbnet for en sådan mulighed, og der kan derfor søges inspiration i disse regler, dog under hensyntagen til danske konkursregler mv.

Det er hensigten, at en model for fælles funding vil være indeholdt i lovforslaget, der forventes fremsat i marts 2007, såfremt der kan findes en model.

#### *Ikke-ansvarlig lånekapital (seniorkapital)*

I tilfælde af prisfald vil realkreditinstitutterne som følge af de nye direktivkrav kunne få behov for at skulle låne kapital til ekstra sikkerhedsstillelse. Optagelse af almindelig lånekapital i sådanne situationer må imidlertid formodes at blive en relativ dyr løsning.

På baggrund heraf anbefales det at give realkreditinstitutterne mulighed for at optage ikke-ansvarlig lånekapital med en særlig fortrinsstilling til-

knyttet. Af hensyn til at skabe det bedste udgangspunkt for effektiv og billig finansiering fremover anbefales det ligeledes, at også pengeinstitutterne får denne mulighed.

*Overvejelser om totalbelåning af ejendomme for realkreditinstitutter*

Det er vurderingen, at konkurrencesituationen mellem penge- og realkreditinstitutter bl.a. kan afhænge af adgangen til at kunne yde op til 100 pct. ejendomsbelåning. Det har realkreditinstitutterne ikke direkte mulighed for i dag i modsætning til pengeinstitutterne.

En mulighed kunne være, at der indføres en ny type obligationer forbeholdt realkreditinstitutterne til belåning ud over de lånegrænser, der gælder for lån fundet med SDO'er (særligt dækkede realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer).

En sådan mulighed vil dog være en markant udvidelse af realkreditinstitutternes forretningsområde, og det vil i givet fald kræve, at der udvikles nye forretningsgange og rutiner i forhold til risikostyring i realkreditinstitutterne. Der vil desuden være større tabsrisiko ved topbelåningen for realkreditinstitutterne. Hertil kommer, at stort set alle realkreditinstitutter er koncernforbundne med et pengeinstitut, hvorfor de allerede indirekte har mulighed for at yde totalbelåning. De realkreditinstitutter, der aktuelt ikke er forbundet med et pengeinstitut, vil kunne søge om at oprette et datterselskab med en banklicens og derigennem få adgang til at yde totalbelåning.

Det anbefales på den baggrund, at det ikke vil være hensigtsmæssigt at give realkreditinstitutterne adgang til at yde totalbelåning. Det må i givet fald ske indirekte via en tilknyttet bank. Omvendt kan pengeinstitutternes mulighed for at udstede SDO'er give pengeinstitutterne en mere stabil finansiering. Det vil bidrage til den finansielle stabilitet.

*Finansiering for landbrugs- og industriejendomme*

I forhold til de nugældende regler medfører direktivets krav en reduktion af belåningsgrænsen for landbrugsejendomme. Aktuelt er belåningsgrænsen for landbrugsejendomme 70 pct., men under kravene til SDO'er vil der skulle stilles ekstra sikkerhed fra instituttets side ved en belåning over 60 pct. Den supplerende sikkerhedsstillelse vil udgøre 10 pct. af merudlånet i intervallet fra 60 til 70 pct.

I forhold til belåningen af industriejendomme vil værdien af ejendommen i henhold til direktivet skulle opgøres til markedsværdi. I dag er det muligt at opgøre denne til genanskaffelsesværdi.

Det anbefales, at der i definitionen af fast ejendom kun kan indgå løsøre i begrænset omfang i forhold til belåningsgrundlaget i dag, idet direktivet ikke synes at ligge op til en udvidet fortolkning. Der lægges til grund, at mur- og nagelfast tilbehør kan indgå i definitionen af den faste ejendom. Herudover vil permanente indretninger til brug for virksomhedens drift

samt besætninger på landbrugsbedrifter kunne indgå ud fra en nærmere afgrænsning.

Konkurrencen for belåning af industri- og landbrugsejendomme ønskes fastholdt, hvorfor muligheden for at realkreditinstitutterne også fremadrettet kan udstede obligationer inden for rammerne af den nugældende realkreditlovgivning, skal ses i den sammenhæng. Sådanne udstedelser vil imidlertid ikke kunne opnå status som særligt dækkede obligationer.

#### *Pantebreve*

Spørgsmålet om, hvilken type pantebreve, der skal ligge til grund for udstedelsen af SDO'er, er ikke behandlet i analysen. Dette spørgsmål har provenumæssige konsekvenser for det offentlige og er behandlet af en tværministeriel arbejdsgruppe.



## 2. Model for gennemførelse af CRD-direktivets krav

### 2.1 CRD-direktivets krav vedrørende SDO'er

For særligt dækkede obligationer stilles der i CRD-direktivet specifikke betingelser, som skal være opfyldt for at kunne opnå betegnelsen ”særligt dækkede obligationer”, jf. boks 1 og 2. De nugældende danske regler afspejler bl.a. UCITS-direktivets krav.<sup>2</sup> CRD-direktivets regler omkring de tilladte underliggende aktiver svarer i høj grad til gældende danske regler for realkreditinstitutter og Skibskreditfonden, jf. boks 1.

#### Boks 1 Nugældende danske regler vedr. tilladte underliggende aktiver sammenholdt med de nye direktivregler

Nugældende danske regler	CRD-direktivets regler
<b>Tilladte underliggende aktiver:</b>	
Pant i boligejendomme inden for 80 pct. af ejendommens værdi.	Pant i boligejendomme inden for 80 pct. af ejendommens værdi.
Kontor- og forretningsejendomme, industri- og håndværksejendomme og kollektive energiforsyningsanlæg inden for 60 pct. af ejendommens værdi. Landbrugs- og skov-ejendomme, gartnerier m.v. inden for 70 pct. af ejendommens værdi.	Erhvervsejendomme inden for 60 pct. af ejendommens værdi. Dog 70 pct. mod ekstra kapitaldækning for spændet mellem 60 og 70 pct.
Skibe kan ikke finansieres af realkreditinstitutter, men af Skibskreditfonden.	Pant i skibe inden for 60 pct. af skibets værdi. Mulighed for lånegrænse på 70 pct. indtil 2010.
Ikke mulighed for at yde lån mod offentlig garanti alene, idet der samtidig skal være pant i fast ejendom.	Lån kan sikres ved garanti og fordringer fra offentlige myndigheder.
Fordringer på kreditinstitutter kan kun indgå som en midlertidig foranstaltning i sikkerhedsgrundlaget for obligationsudstedelsen i tilfælde, hvor den i loven forudsatte pantsikkerhed ikke er til stede. <sup>3</sup>	Fordringer på højt ratede kreditinstitutter kan indgå inden for en samlet ramme på 15 pct. af de udstedte obligationer.

<sup>2</sup> UCITS indeholder regler om visse typer af finansielle institutioner som f.eks. investeringsforeninger. Direktivet tillader bl.a., at sådanne institutioner investerer op til 25 pct. af deres fondsbeholdning i obligationer, der under direktivet kan kvalificere som covered bonds (særligt dækkede obligationer). I henhold til direktivets artikel 22, stk. 4 kræves de særligt dækkede obligationer bl.a. underlagt et balanceprincip, jf. afsnit 6.

<sup>3</sup> Sådanne fordringer er bl.a. omfattet af begrænsningen på store engagementer.

På visse områder svarer reglerne således til de danske realkreditobligationsregler, men der er områder, hvor de er forskellige. En af de væsentligste forskelle i forhold til nugældende regler er, at CRD-direktivet stiller krav om løbende overholdelse af de af direktivet fastsatte LTV-grænser, jf. boks 2.

## Boks 2 Øvrige nugældende danske regler sammenholdt med de nye direktivregler

Nugældende danske regler	CRD-direktivets regler
<b>Værdiansættelse af pantet:</b>	
Opgøres som udgangspunkt til markedsværdi. Dog flere tilfælde, hvor ejendomme tillades værdiansat til højere værdier. Eksempelvis kan industriejendomme værdiansættes til genanskaffelsesværdi, som typisk er væsentligt højere end markedsværdien.	Opgøres til markedsværdi.
<b>Overholdelse af lånegrænser (LTV):</b>	
Skal være overholdt på belåningstidspunktet. Efterfølgende overskridelse af lånegrænsen får ikke umiddelbart konsekvenser, og der er ikke krav om berigtigelse heraf. Der er som følge heraf heller ikke krav om løbende overvågning af lånegrænsernes overholdelse.	Lånegrænser skal løbende være overholdt. I tilfælde af overskridelser skal der straks tilføres supplerende sikkerhed.
<b>Balanceprincip:</b>	
Danske realkreditinstitutter skal være underlagt et balanceprincip, jf. obligationsbekendtgørelsen, der bl.a. sætter grænser for tilladte likviditetsubalancer, renterisici og likviditetsrisici m.v. Tillægges stor vægt af ratingbureauer.	Underliggende aktiver skal i låneporteføljens løbetid være tilstrækkelige til at dække betalingerne på obligationerne (UCITS-direktivets artikel 22, stk. 4).
<b>Løbetider og afdragsprofiler:</b>	
Begrænsninger for løbetider og afdragsprofiler.	Ingen begrænsninger
<b>Belåning af løsøre:</b>	
Løsøre kan på visse betingelser medbelånes. Fsva. landbrugsejendomme kan driftsinventar, driftsmateriel og besætning indgå med 30 pct. af værdien af jord og bygninger.	Løsøre omtales ikke i direktivet.

De særligt dækkede obligationer er reguleret på et overordnet plan af direktivets krav. Det er dog nødvendigt med nationale udfyldningsregler for at skabe en komplet regulering af særligt dækkede obligationer. Det kan

her vælges at fastholde mange af de velkendte karakteristika for den danske ejendomsfinansiering.

I den danske implementering af reglerne arbejdes med en detaljeret model for gennemførelsen af de nye regler, og der er derfor behov for en analyse af betydningen for den danske ejendomsfinansiering.

## 2.2 Model der analyseres

I analysen fokuseres på en implementeringsmodel for gennemførelsen af de nye regler. Modellen er opstillet med henblik på at sikre en overholdelse af direktivets krav til særligt dækkede obligationer samtidigt med, at det kan undersøges, hvilke forhold der især påvirker mulighederne for at fastholde en billig ejendomsfinansiering og sikre de danske kreditinstitutters internationale konkurrenceevne. Modellen har følgende overordnede karakteristika:

- Både realkreditinstitutter og pengeinstitutter kan udstede SDO'er.
- Realkreditinstitutterne vil endvidere have mulighed for at udstede realkreditobligationer, der ikke er SDO'er samt særligt dækkede realkreditobligationer (SDO'er).
- Realkreditinstitutterne vil fortsat have eneret til at udstede obligationer med benævnelsen "realkreditobligationer".
- Der er ikke nogen væsentlig reguleringsmæssig forskel på de SDO'er som realkreditinstitutterne udsteder, hvad enten obligationerne betegnes særligt dækkede realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer.
- For SDO'er forudsættes i den analyserede model at direktivkravet om et balanceprincip er opfyldt.
- Udstedelsen af SDO'er kræver tilladelse fra Finanstilsynet.
- For lån fundet med SDO'er, er der valgfrihed for institutterne mellem om de 1) vil anvende de nuværende lånebegrænsninger som for ejerboliger bl.a. indebærer, at løbetiden for lånene ikke må overstige 30 år og afdragsfrihed maksimalt kan ydes for en 10-årig periode eller 2) vil anvende et regelsæt uden begrænsninger på løbetider og afdragsfrihed, men hvor den initiale lånegrænse ved långivningen samtidig er reduceret til 75 pct. for ejerboliger – dog 70 pct. de første 2 år.
- For SDO'er gælder, at pantets værdi skal overvåges løbende. Hvis direktivets fastsatte LTV-grænser for pant i fast ejendom (80 pct. for ejerboliger) overskrides, skal instituttet tilføje supplerende sikkerheder. Det skal ske efter nærmere regler fastsat af Finanstilsynet.

På baggrund af bl.a. analyserne i denne rapport er der i sammenfatningen opstillet en række anbefalinger for gennemførelsen af reglerne om SDO'er.

### Pengeinstitutters udstedelse af særligt dækkede obligationer

I implementeringsmodellen lægges til grund, at pengeinstitutter skal kunne udstede SDO'er på deres egen balance og ikke kun via specialinstitutter.

Det er et direktivkrav, at obligationsejerne i tilfælde af konkurs er sikret en fortrinsstilling<sup>4</sup> til de aktiver (pant, fordringer på højt ratede kreditinstitutter m.v.), der ligger bag udstedelsen af de særligt dækkede obligationer. For pengeinstitut-udstedte SDO'er tænkes denne fortrinsstilling sikret ved hjælp af indførelsen af en registreringsordning, hvor de registrerede aktiver i tilfælde af konkurs overføres til et administrationsbo. Registreringsordningen tager udgangspunkt i en allerede velkendt tilsvarende ordning fra forsikringsområdet. Registreringsordningen skal selvsagt sikre denne fortrinsstilling, hvorfor det er undersøgt i samarbejde med Justitsministeriet.

Pengeinstitutternes SDO'er skal opfylde direktivets krav om, at pantet skal ligge inden for f.eks. 80 pct. af ejendommens værdi for ejerboliger. Endvidere skal der løbende ske overvågning af LTV, og der skal stilles supplerende sikkerhed, hvis LTV overstiger grænsen.

Endvidere forudsættes der et balanceprincip for udstedelse af SDO'er. Som nævnt i sammenfatningen, er der nedsat en arbejdsgruppe, som konkret skal undersøge mulighederne for at etablere et mere fleksibelt og europæisk inspireret balanceprincip. Det er samtidig væsentligt, at et sådan princip frembyder samme sikkerhed som det eksisterende system.

Lån, der lægges til sikkerhed for SDO-udstedelse i et pengeinstitutregister, vil skulle opfylde de tilsvarende krav, som gælder for realkreditinstitutternes lån ydet på baggrund af SDO-udstedelser.

### Realkreditinstitutters udstedelse af særligt dækkede obligationer

Med modellen tilpasses lovgrundlaget så der for realkreditinstitutternes udstedelser gives mulighed for en kvalificering til en kapitalmæssig behandling som SDO'er. Dette er vigtigt for at opnå en god rating og kurs og for at være attraktiv for investorer. Tilpasningen til reglerne om særligt dækkede obligationer forudsættes ske med så få ændringer som muligt, så der bibeholdes så mange af de kendte træk ved realkrediten som muligt.

Direktivkravet om fortrinsstilling for obligationsejerne i tilfælde af konkurs er allerede sikret gennem den nuværende realkreditlovgivning og medfører således ikke ændringer.

---

<sup>4</sup> Aktiverne skal i henhold til direktivteksten "... i følge lovgivningen udelukkende anvendes til at beskytte obligationsejeren mod tab".

Realkreditinstitutterne vil fortsat have mulighed for at udstede realkreditobligationer under de nuværende regler. Disse obligationer vil så ikke have status som SDO'er (ikke-SDO'er). Endvidere vil realkreditinstitutterne have eneret til at bruge betegnelsen "realkreditobligationer".

Det vil være op til det enkelte realkreditinstitut, om det vil udstede SDO'er, realkreditobligationer der ikke er SDO'er eller begge former for obligationer.

Evt. supplerende sikkerhed til dækning af fald i ejendomspriserne kan realkreditinstitutterne tilføje ved f.eks. at anvende allerede eksisterende midler (aktiver) i instituttet eller optage lån. Alternativt kan institutterne vælge generelt kun at udstede SDO'er, hvor belåningsgraden af ejendommen er mindre end den direktivfastsatte LTV-grænse, da der dermed vil være luft til et prisfald, førend LTV-grænsen overskrides, og der skal stilles supplerende sikkerhed.

Et andet alternativ for realkreditinstitutterne for at sikre den løbende overholdelse af LTV-kravet er at udstede en andel som realkreditobligationer (under den nugældende lovgivning), som så ikke vil være SDO'er. Realkreditinstitutterne vil f.eks. kunne vælge at udstede SDO'er med pant i op til 70 pct. af husets værdi og realkreditobligationer (ikke-SDO'er) med pant i mellem 70 og 80 pct. af husets værdi. Herved vil realkreditinstituttet – som i dag – belåne 80 pct. af ejendommens værdi, men de obligationer, der er underlagt kravet om løbende LTV-overholdelse på 80 pct. af husets værdi, ville i udgangspunktet kunne udgøre 70 pct. af husets værdi, hvorfor der ville være plads til et prisfald, uden at der ville være behov for at stille ekstra sikkerhed.

Disse realkreditobligationer vil så ikke kunne kvalificere til lempeligere kapitalkrav under kapitalkravsdirektivet, jf. afsnit 2.3, da de ikke er SDO'er. Hertil kommer, at de vil finansiere den yderste del af lånene. Obligationerne vil derfor heller ikke have den samme kvalitet, som realkreditobligationer har i dag.

Den lavere kvalitet vil føre til en højere rente på sådanne obligationer. Det vil så samtidigt øge kvaliteten af SDO'erne relativt set og dermed bidrage til at kunne opnå en relativ lavere rente på SDO'erne.

### *2.3 Kapitalkrav og placeringsregler*

Den reguleringsmæssige ramme for særligt dækkede obligationer stammer fra det reviderede kapitalkravsdirektiv.<sup>5</sup> Tanken med de nye kapitalkravsregler er, at kreditinstitutternes kapitalkrav i højere grad skal afspejle de faktiske risici, som institutterne påtager sig. Institutterne har adgang til forskellige metoder til at opgøre risiciene.

---

<sup>5</sup> Dvs. det nye europæiske kapitalkravsdirektiv (CRD-direktivet) med reference til UCITS-direktivets artikel 22, stk. 4.

Som navnet tilkendegiver, anses SDO'er for at være særligt sikre, og de har derfor et lavere kapitalkrav end andre obligationer. Alt efter hvilken opgørelsesmetode instituttet er underlagt, kan der være tale om en reduktion i kapitalkravet på op til 50 pct. eller mere, hvilket er baggrunden for, at SDO'er er så attraktive at investere i for finansielle institutter, der er underlagt et kapitalkrav, jf. appendiks A.

Visse typer finansielle institutter, som f.eks. investeringsforeninger, er ikke underlagt kapitalkrav, hvorfor de ikke påvirkes på samme måde i forhold til investeringer i SDO'er. Disse former for institutter er til gengæld underlagt placeringsregler, dvs. krav om, hvor meget de må investere i forskellige former for aktiver (dvs. aktier, SDO'er, andre obligationer mm.). Her er der også lempeligere krav for SDO'erne. Investeringsforeninger må således i henhold til UCITS-direktivet investere 25 pct. af deres formue i SDO'er mod kun 5 pct. i andre former for obligationer.

### 3. Den aktuelle situation

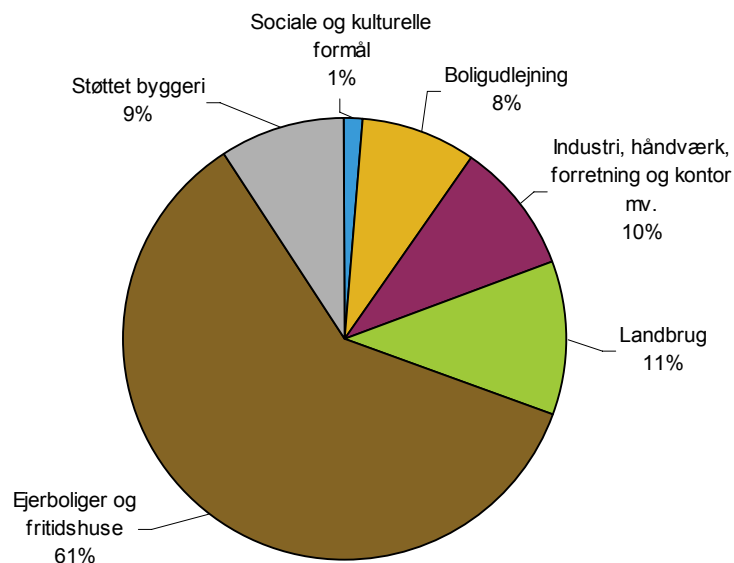
#### 3.1 Det danske realkreditsystem

Det danske realkreditsystem bygger på mere end 200 års udvikling og har i dag en væsentlig samfundsmæssig betydning. Det skyldes, at finansiering af fast ejendom i Danmark hovedsageligt sker ved optagelse af realkreditlån. I Danmark er der p.t. 8 realkreditinstitutter, som yder realkreditlån.

Det samlede indenlandske realkreditudlån var på knap 1.700 mia. kr. ved udgangen af 2005 svarende til 107 pct. af BNP<sup>6</sup>, hvoraf realkreditlån til husholdningerne udgjorde 83 pct. af BNP.

Udlån til ejerboliger og fritidshuse udgør størstedelen (61 pct.) af det samlede realkreditudlån, når der ses på ejendoms-kategorier, jf. figur 1. Udlån til landbrug udgør næstmest (11 pct.) og omtrent det samme som udlån til industriejendomme mv. (10 pct.).

**Figur 1 Realkreditudlån ultimo 2005 fordelt på ejendoms-kategorier**



Kilde: Danmarks Nationalbank (MFI-statistik).

Det danske realkreditmarked anses for at være blandt de mest udviklede og effektive i Europa.<sup>7</sup> Det skal ses i lyset af obligationernes høje sikkerhed samt investorenes kendskab til denne. Sikkerheden baseres bl.a. på, at obligationsejerne i tilfælde af instituttets konkurs har en fortrinsstilling til de underliggende panter i fast ejendom, samt at der findes et detaljeret

<sup>6</sup> Opgjort som Realkreditinstitutternes indenlandske udlån (ekskl. udlån til MFI-sektoren) ultimo 2005 (beholdningsstørrelse) i forhold til BNP i 2005 (flowstørrelse).

<sup>7</sup> Det blev vist i en rapport fra Mercer Oliver Wyman i 2003.

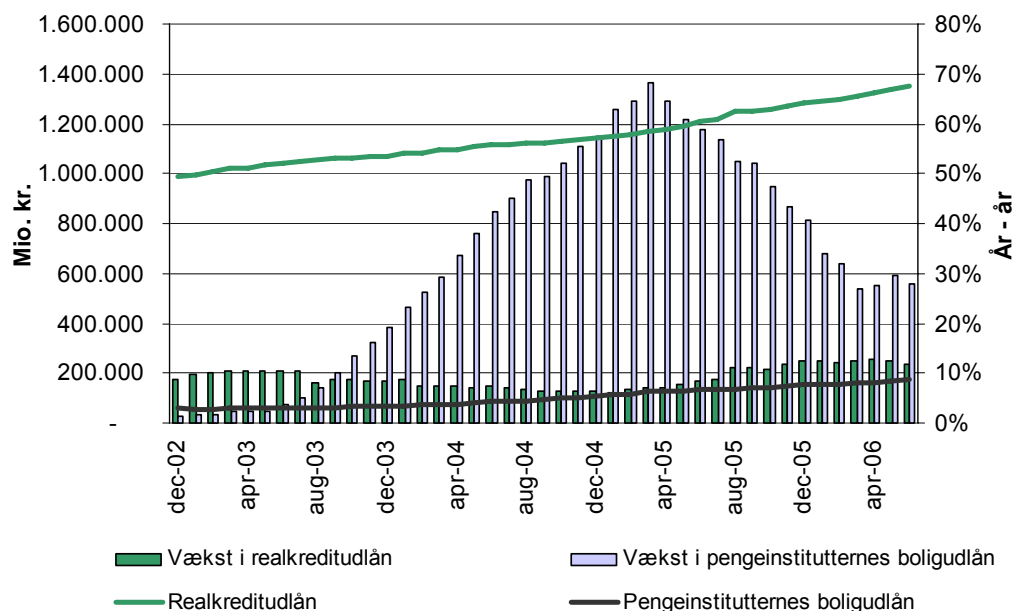
set-up for de lovgivningsmæssige rammer, herunder krav om at institutterne skal overholde et balanceprincip. Det er også baggrunden for den høje rating, som danske realkreditobligationer har i dag.

Husholdningernes samlede boliglån i form af både realkreditlån og boliglån fra pengeinstitutterne udgjorde ved udgangen af 2005 omkring 92 pct. af BNP.

Pengeinstitutterne har siden 2003 haft en langt højere vækst i boligudlån end realkreditinstitutterne, jf. figur 2. I april 2005 toppede væksten i pengeinstitutudlånet med knap 70 procent over de seneste 12 måneder, men er siden aftaget til 28 pct. i juni 2006. Til sammenligning var væksten i realkreditudlånet på 12 pct. i juni 2006. Pengeinstitutternes boligudlån udgør nu omkring 11 pct. af husholdningernes samlede boliglån fra realkredit- og pengeinstitutter.

Den markant øgede vækst siden 2003 i pengeinstitutudlånet skal til dels ses i lyset af de såkaldte prioritetslån, der er en form for kassekreditlignende lån med pant i fast ejendom, jf. afsnit 4.1.

**Figur 2 Husholdningernes boliglån fra penge- og realkreditinstitutter**



Kilde: Danmarks Nationalbank (MFI-statistik) og egne beregninger.

Den høje vækst i husholdningernes boliglån skal også ses i sammenhæng med, at dansk økonomi siden slutningen af 2003 har haft en periode med et solidt funderet økonomisk opsving. Efterspørgselspresset er på det seneste øget betydeligt. Væksten i det private forbrug var på 3,8 pct. i 2005, hvilket er det højeste siden 1994. Presset afspejles også ved, at vi har det højeste antal beskæftigede i Danmark nogensinde.



Det stigende efterspørgselspres og det fortsat relativt lave renteniveau i euroområdet har ligeledes bidraget til kraftigt stigende boligpriser de senere år. Stigningen i renteniveauet det seneste år må dog isoleret set forventes at have en afdæmpende effekt på priserne, om end med en vis træghed.

Seneste opgørelse fra Realkreditrådet viser da også fortsat en høj prisstigningstakt på 4,5 pct. for parcel- og rækkehuse i 3. kvartal 2006. I forhold til 3. kvartal sidste år var prisstigningstakten på 24,2 pct.

Indtil videre har økonomien kunnet følge med efterspørgselspresset, men med en fortsat faldende ledighed er det væsentligt, at opsvinget ikke bliver for kraftigt. Særligt boligmarkedet er præget af stor konjunkturfølsomhed. Det er derfor væsentligt, at nye tiltag på området for boligfinansiering ikke stimulerer boligmarkedet på kort sigt.

### 3.2 Boligudlån i udlandet

Internationalt adskiller udbuddet af boligfinansieringsprodukter sig fra land til land. Det hænger i høj grad sammen med den lovgivning, der hidtil har været på området, og hvordan lånene fundes, jf. tabel 1.

**Tabel 1 Karakteristika for lån med pant i fast ejendom**

	DK	DE	UK	US
<b>Overvejende funding af lånet</b>				
Obligationer	√	√		√
Innskud		√	√	
<b>Typisk løbetid på lånet</b>				
25 år		√	√	
30 år	√	√		√
<b>Fast rentebinding på lånet</b>				
2 – 5 år	√	√	√	√
5 – 20 år	√	√		√
> 20 år	√			√
<b>Gennemsnitlig forventet periode lånet holdes</b>				
5 – 10 år	√		√	-
10 – 20 år		√		-
<b>Tilbagebetalingsstrukturer</b>				
Mulighed for afdragsfrihed	√	√	√	√
Mulighed for rente- og afdragsfrihed				√

Kilde: Mercer Oliver Wymann (2003), OECD (2006) m.fl.

Hvor funding typisk sker ved obligationsudstedelse i bl.a. Danmark og USA, sker funding i Storbritannien overvejende ved innskud. Derfor er lån med længerevarende fast rentebinding også mindre udbredte i Storbritannien. For de fleste lande gælder dog, at lånets løbetid typisk er op til mellem 20 og 30 år.

I de fleste lande er der generelt mulighed for at optage lån uden afdrag i en periode. I USA er der endvidere mulighed for over en periode at have negativ amortisering (hverken rente eller afdragsbetaling). Det betyder de facto, at gælden forøges i takt med, at der ikke løbende betales renter eller afdrag.

En tættere relation mellem lån og funding i nogle lande skal til dels ses i lyset af krav om et balanceprincip. Der gælder dog ikke noget egentligt balanceprincip i USA. Et balanceprincip betyder, at der fastsættes en øvre grænse for, hvor store finansielle risici (som f.eks. rente-, likviditets- og valutarisici) et institut kan påtage sig, jf. afsnit 6.

## 4. Betydning for konkurrencen i Danmark

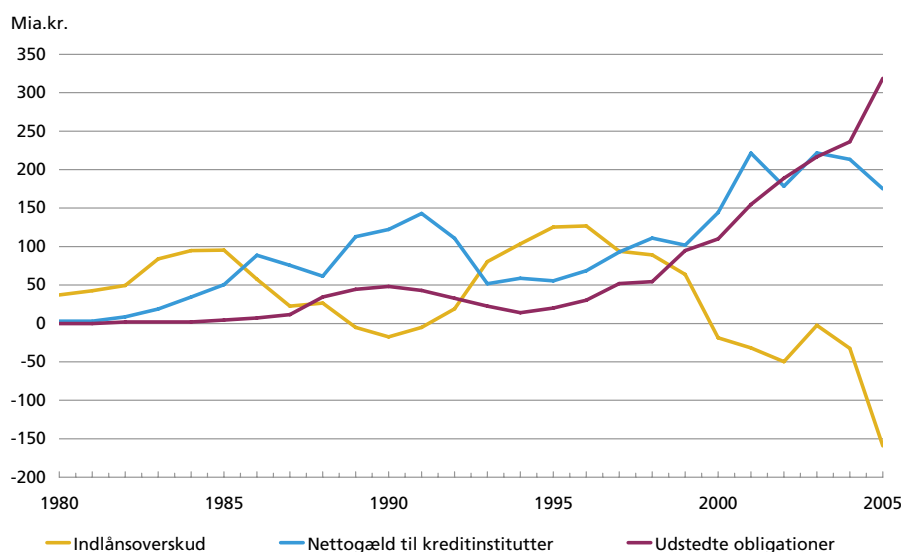
### 4.1 Konkurrencen mellem penge- og realkreditinstitutter

Konkurrencesituationen mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter er bestemt af en lang række forhold. Umiddelbart kan konkurrenceaspektet deles op i to overordnede aspekter, nemlig hvorledes institutterne er stillet på fundingsiden, og hvorledes institutterne er stillet på udlånssiden.

#### Fundingsiden

På fundingsiden indebærer implementeringsmodellen, at pengeinstitutterne får adgang til at udstede særligt dækkede obligationer. Hvis obligationerne opnår en god pris, vil dette være en billigere måde for pengeinstitutterne at funde sig på, end hvad de har af muligheder for obligationsudstedelse i dag. Det vil kunne ændre konkurrencesituationen i forhold til realkreditinstitutterne. Aktuelt har pengeinstitutterne et relativt stort indlånsunderskud, hvorfor der i højere grad er behov for at funde udlånssiden via obligationsudstedelse, jf. figur 3.

**Figur 3 Pengeinstitutters indlånsoverskud, nettogæld til andre kreditinstitutter og obligationsudstedelser**



Anm.: Pengeinstitutter omfatter Finanstilsynets gruppe 1,2 og 3.

Kilde: Finanstilsynet.

Prisen på obligationer afhænger bl.a. af, hvilken rating udstedelserne kan opnå, og hvor stor volumen der er i den enkelte serie. Ratingen består af forskellige komponenter. For det første afhænger den af, hvor godt ratingbureauer vurderer, at det samlede legale set-up omkring udstedelserne er, f.eks. hvordan obligationsejerne er sikret i tilfælde af konkurs. Denne komponent vil alle institutter, der udsteder under danske regler, have til fælles. For det andet afhænger den af, hvordan det enkelte udstedende institut vurderes af ratingbureauer. Her er det enkelte instituts soliditet, koncernstruktur mv. afgørende.

Særligt dækkede obligationer vil med et hensigtsmæssigt legalt set-up være en af de billigste finansieringsformer på værdipapirmarkedet. Muligheden for at anvende dette set-up vil derfor isoleret set reducere pengeinstitutternes fundingomkostninger, jf. tabel 6, afsnit 7.

De største pengeinstitutter i Danmark har i sig selv en god rating på baggrund af deres størrelse og finansielle stabilitet. F.eks. ligger en af de største bankers rating på niveau med en af de største realkreditinstitutters rating for selve instituttet, som er bedre end de fleste øvrige realkreditinstitutters rating (når der ses bort fra de realkreditinstitutter, der er ejet af pengeinstitutter). Der kan således næppe være tvivl om, at de helt store pengeinstitutter vil kunne opnå en meget høj rating, hvis de udsteder særligt dækkede obligationer.

Pengeinstitutternes gevinst ved at kunne udstede særligt dækkede obligationer er dog ikke kun i forhold til, hvilken rating de kan opnå, men også hvilke investorer de kan henvende sig til. For investorer underlagt et kapitalkrav efter CRD-direktivet vil det være relevant, om obligationerne kan opnå den lave vægtning under kapitalkravsreglerne. En stor andel af realkreditobligationerne købes i dag af sådanne investorer, jf. appendiks B. Adgangen til dette marked vil derfor være en gevinst for pengeinstitutterne.

De fleste realkreditinstitutter har fået rated visse af deres obligationsudstedelser (kapitalcentre). Denne rating er navnlig for de senere års udstedelser bedre end den, der er for selve instituttet. Ratingen af obligationerne afspejler endvidere den bagvedliggende danske realkreditlovgivning.

Realkreditinstitutterne har allerede i dag mulighed for at tilbyde låntagerne funding til lave omkostninger gennem realkreditobligationer. Der vil således på dette område fremover være tale om en ligestilling af reglerne for, hvordan institutterne kan funde sig.

Denne ligestilling vil give pengeinstitutterne bedre muligheder for at funde sig, men spørgsmålet er, om denne adgang fundamentalt vil ændre på konkurrencen mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter. Det afhænger bl.a. af, hvor meget rating mv. betyder for prisen på funding for institutterne.

Realkreditinstitutterne vil kunne have fordel af stadig at kunne tilbyde en obligation hvor i betegnelsen 'realkreditobligationer' indgår. Realkreditobligationer er særligt nationalt set et stærkt brand, og troværdigheden kan yderligere blive styrket med indførelsen af kravet om løbende LTV-overvågning.

Tal for rating og obligationskurser indikerer dog, at så længe der er tale om en tilstrækkelig høj rating, gør det ikke isoleret set nogen forskel, om

ratingen er den højeste eller f.eks. den næsthøjeste, jf. tabel 2. Tilsvarende synes det ikke at have den store betydning for obligationskurserne, om den cirkulerende mængde og omsætning i en udstedelse er meget stor eller blot stor. Der er således ikke nævneværdig forskel i kursen på obligationer med en omsætning på 13 mio. kr. om dagen og obligationer med en omsætning på 333 mio. kr. om dagen, jf. tabel 2. En høj omsætning kan i større grad tænkes at have en gunstig betydning for likviditeten i den enkelte serie målt ved kursspændet (forskellen mellem købs- og salgspri-ser).

**Tabel 2 Realkreditobligationer fordelt på rating, kurs, omsætning og mængde**

<b>4 pct. 2035</b>				
	Rating	Kurs	Omsætning, 1000 kr.	Cirkulerende, 1000 kr.
BRF	Aa1	92,02	47.089	11.894.823
RD	Aaa	91,96	333.099	40.489.012
DLR	Aa1	91,99	13.609	8.632.442
Nykredit	Aaa	91,98	160.988	31.512.572
Totalkredit	Aaa	91,97	296.205	30.042.798
Nordea Kredit	Aaa	91,98	130.785	30.009.088
<b>2 pct. 2007</b>				
	Rating	Kurs	Omsætning 1000 kr.	Cirkulerende, 1000 kr.
BRF	Aa1	99,15	376.272	36.023.664
RD	Aaa	99,15	519.594	114.841.556
DLR	Aa1	99,15	67.487	28.153.852
Nykredit	Aaa	99,15	1.205.683	110.688.510

Anm.: Simple gennemsnit af daglige observationer i april 2006. Rating gælder for det kapitalcenter, som obligationen tilhører.

Kilde: Københavns Fondsbørs.

Denne ikke nævneværdige forskel i prisdannelsen, jf. tabel 2, skal ses i lyset af, at prismekanismen på det danske realkreditobligationsmarked er baseret på det såkaldte enhedsmarked. I henhold til en aftale mellem de danske børsmæglere og de udstedende institutter gælder prisstillelsen ikke på enkelte fondskoder, men på enkelte obligationstyper, når der er tale om benchmarkobligationer.

Eksempelvis stilles en generel pris på udstedelser svarende til en 30-årig fastforrentet annuitet 5 pct. 2038, men ikke specifikt på den enkelte udsteder, dvs. på 5 pct. NYK 2038, 5 pct. RD 2038 osv. Når børsmæglerens kunde handler 5 pct. 2038 får han udleveret værdipapirer fra den udsteder, som børsmægleren nu engang har på lager.

Enhedsmarkedet blandt børsmæglerne er således et andet udtryk for, at mindre forskelle i rating ikke er afgørende så længe ratingen er tilstrækkelig høj, og at markedet dermed betragter ens produkter fra forskellige udstedere som lige gode.

At disse mindre forskelle i rating ikke er afgørende, er også institutionaliseret i selve set-uppet for kapitalkravsreglerne, hvor den laveste kapitalvægtning kan opnås for udstedelser med enten den højeste eller den næsthøjeste rating.

Knap halvdelen af de private boligejeres samlede realkreditlånemasse er finansieret med korte inkonverterbare realkreditobligationer. Sandsynligheden for, at låntager ikke overholder sine forpligtigelser inden for obligationens løbetid, er alt andet lige lavere, jo kortere løbetiden er. Forskelle i rating betyder således endnu mindre for obligationskursen på korte obligationer end på lange. Forskellen mellem kursen på f.eks. en obligation med Aaa rating og en Baa rating vil derfor indsnævres, efterhånden som løbetiden reduceres fra f.eks. 30 til 1 år.

### Udlånssiden

Konkurrencesituationen mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter kan også blive påvirket på udlånssiden.

Pengeinstitutterne har i dag mulighed for på egne bøger at tilbyde en samlet pakke, når en kunde ønsker at få finansieret et boligkøb. En pakke der f.eks. kan dække op til 100 procents belåning (totalbelåning). Den mulighed har realkreditinstitutterne ikke i dag.

Modellen ændrer ikke på, at pengeinstitutterne fortsat vil have mulighed for at tilbyde prioritetslån. Et prioritetslån er et traditionelt boliglån med dertil hørende pant i ejendommen. Der er dog samtidig knyttet en indlånskonto, hvor et evt. provenu fra lånet kan placeres til samme forrentning som den tilsvarende udlånsrente. Det betyder, at der kun betales renter på nettoudlånet (forskellen mellem udlån og indlån), hvorimod pantet som udgangspunkt dækker hele (brutto)udlånet.

Pengeinstitutterne anvender direkte pantebrev eller ejerpantebrev ved pantsikring af prioritetslån. Det kan nævnes, at de to største institutter bl.a. anvender direkte pantebrev, selvom disse afgiftsmæssigt kan være dyrere. Et direkte pantebrev nedskrives i takt med, at der afdrages på gælden i modsætning til et ejerpantebrev, hvor pantebrevets hovedstol ikke nedskrives, selvom der afdrages. Det er derfor muligt at genbelåne den afdragne del af et ejerpantebrev uden, at der betales tinglysningsafgift. En tilsvarende mulighed findes ikke for direkte pantebrev.

Prioritetslån er ikke underlagt samme lovmæssige begrænsninger på afdragsprofiler og lånegrænser som realkreditlån og kan bl.a. fundes via indlån eller ved traditionel obligationsudstedelse. Det betyder, at prioritetslån fremover også vil kunne fundes med SDO'er. Den del af lånet, der bliver fundet med SDO'er, skal dog være omfattet af tilsvarende begrænsninger mht. belåningsgrænser, løbetider, afdrags- og amortiseringsprofiler, som gælder for realkreditinstitutternes udlån.

Selvom der ikke ændres ved de udlånsmuligheder, som pengeinstitutterne allerede har i dag, ændres der ved, hvilke omkostninger de forskellige typer af institutter har ved at funde boligudlånene. Det må på den baggrund formodes, at pengeinstitutterne fremover vil kunne tilbyde en billigere boligfinansieringspakke. Der vil således kunne ske en forskydning mellem, hvor attraktive de forskellige boligfinansieringstilbud er for boligejerne.

Adgangen til totalbelåning af ejendomme er én blandt flere faktorer, der har betydning for konkurrencesituationen mellem penge- og realkreditinstitutter. Det har realkreditinstitutterne som nævnt ikke direkte mulighed for i dag.

Hvis realkreditinstitutter i praksis skal kunne tilbyde sine kunder 100 pct. finansiering i konkurrence med pengeinstitutterne, er det nødvendigt med en markant udvidelse af realkreditinstitutternes virksomhedsområde i lovgivningen.

En model er, at der indføres en ny type obligationer forbeholdt realkreditinstitutterne til belåning ud over de lånegrænser, der gælder for lån fundet med SDO'er.

Sådanne lån fordrer, at realkreditinstitutterne foretager en grundigere kreditvurdering af låntagerne, idet kreditrisikoen tilknyttet lånene er væsentlig forskellig fra realkreditlån. Det vil i givet fald også kræve, at der udvikles nye forretningsgange og rutiner i forhold til risikostyring i realkreditinstitutterne. Hertil kommer, at prisdannelsen på sådanne obligationer må forventes at afspejle den højere risiko, der er for den yderste del af ejendomsbelåningen.

Endelig kan det bemærkes, at stort set alle realkreditinstitutterne er koncern forbundne med et eller flere pengeinstitutter. De har derfor indirekte have adgang til totalbelåning herigennem Realkreditinstitutter, der ikke måtte være forbundet med et pengeinstitut, vil kunne søge om at oprette et datterselskab med en banklicens og derigennem få adgang til at yde totalbelåning.

På baggrund af ovenstående vurderes det ikke hensigtsmæssigt at give realkreditinstitutterne adgang til at yde finansiering af hele boliglånet. Det må i givet fald ske indirekte via en tilknyttet bank. Omvendt kan pengeinstitutternes mulighed for at udstede SDO'er give pengeinstitutterne en mere stabil finansiering. Det vil bidrage til den finansielle stabilitet.

En anden konkurrenceparameter, der givetvis også vil have en betydning, er, at pengeinstitutterne har et stort distributionsnet gennem deres filialer. Adgangen til kunderne er meget vigtig for at kunne afsætte boligfinansieringsprodukterne. Aktuelt er der tre hovedadgangsveje til kunderne, via et pengeinstitut, via et realkreditinstitut eller via en ejendomsmægler.

Disse tre adgange har ikke nødvendigvis lige vilkår på markedet. Pengeinstituttet har typisk en direkte kontakt til kunderne, hvorfor pengeinstitutterne i forhold til boligfinansiering ofte vil være kontakten til kunderne både ved førstegangsbelåning og ved genbelåning/omlægning af lån. Desuden varetager pengeinstitutterne i dag typisk restfinansieringen udover de 80 pct.

Ejendomsmæglerne kan have aftaler med bestemte finansieringsinstitutter, men vil som hovedregel kun være i spil i forbindelse med førstegangsbelåningen, jf. Vilstrup-Univero analysen af låneomlægninger i 2005 for Realkreditrådet.

Realkreditinstitutterne har ofte ikke selv den direkte adgang til kunderne i forbindelse med førstegangsbelåningen, men kan i højere grad forventes at være i spil i relation til genbelåning og omlægning af lån, jf. tabel 3. Realkreditproduktet er et meget velkendt produkt hos låntagere, der søger boligfinansiering. Denne velkendthed kan – i hvert fald på kort sigt – være en konkurrencemæssig fordel i forhold til kundeadgangen.

**Tabel 3 Kanaler til låneomlægning i 2005**

Realkreditinstitut.....	44 pct.
Pengeinstitut.....	54 pct.
Ejendomsmægler.....	2 pct.

Kilde: Realkreditrådet (2006).

Omvendt så har realkreditproduktet de seneste 3 år været i skarp konkurrence med bankernes prioritetslån. Realkreditproduktet er meget velkendt hos låntagerne, men låntagerne efterlyser også i højre grad større fleksibilitet i kombination med billige lån.

Lanceringen af realkreditinstitutternes garantilån i efteråret 2004 er desuden et andet godt eksempel på, hvordan produkt-billedet for boligfinansiering kan ændres dramatisk over en kort horisont. Loyaliteten over for de klassiske boligfinansierings-produkter kan altså hurtigt ændre sig.

Pengeinstitutterne vil med deres mere direkte kundeadgang have en fordel i forhold til at markedsføre boligfinansieringsprodukter. En fordel, som kan blive mere udtalt, når pengeinstitutterne får mulighed for at anvende SDO'er på fundingsiden.

Det skal bemærkes, at mange realkreditinstitutter er ejet af pengeinstitutter. Det kan derfor hævdes, at der langt hen ad vejen snarere kan blive tale om et ændret produktudbud fra de store koncerners side end om ændret konkurrence mellem de større pengeinstitutter og realkreditinstitutter.



#### 4.2 Konkurrencen mellem mindre og store pengeinstitutter

Det vil næppe være muligt for de små og mellemstore pengeinstitutter hver for sig at udstede særligt dækkede obligationer. Det adskiller sig ikke væsentligt fra situationen i dag, hvor de små og mellemstore institutter kan have svært ved at udstede deres egne obligationer til funding af udlån. De enkelte institutter vil ikke i sig selv på baggrund af deres instituttering kunne opnå en rating, der giver mulighed for at udstede særligt dækkede obligationer med en høj rating.

De mindre pengeinstitutter kan dog på andre måder end egne enkeltvis udstedelser få adgang til at udstede særligt dækkede obligationer. De kan udstede via egne fælles selskaber som f.eks. DLR eller oprette et nyt selskab efter Totalkredit-modellen. Endelig kan de indgå aftaler med et af de større pengeinstitutter eller realkreditinstitutter.

Da de små og mellemstore banker ikke i sig selv har en høj rating, må det formodes, at udstedelserne fra et fælles selskab vil være mere følsomme over for, hvorledes ratingbureauerne vurderer det danske legale set-up for særligt dækkede obligationer end de store pengeinstitutters udstedelser. De mindre institutter er således mere afhængige af, hvordan det samlede system bliver vurderet. Til gengæld er det også de mindre institutter, der ratingmæssigt vil kunne få den største forbedring i vurderingen af deres udstedelser.

Erfaringerne fra Totalkredit og DLR viser, at et sådant selskab vil kunne være konkurrencedygtigt i forhold til de øvrige aktører på markedet. Med indførelsen af SDO'er kan der dog rykkes ved denne konkurrencedygtighed i forhold til de store pengeinstitutter. Det kan komme til at spille en rolle, at Totalkredit og DLR modellen ikke giver de mindre pengeinstitutter mulighed for at beholde SDO-udstedelserne på deres egne balancer, da kundeforholdet overføres til det bagvedliggende institut. De vil altså fortsat befinde sig i en rolle som formidler af andres lån til kunderne.

I de tyske regler om obligationer til finansiering af fast ejendom er der givet mulighed for, at mindre institutter, der ikke er store nok til selv at udstede obligationerne, kan lave fælles udstedelser af obligationer.

Fordelen ved fælles funding for de mindre pengeinstitutter er, at de vil kunne beholde kundeforholdet i deres eget pengeinstitut. Med Totalkredit-modellen overføres kundeforholdet til det bagvedliggende realkreditselskab, men ved fælles funding forbliver kundeforholdet i pengeinstituttet, hvorved de mindre pengeinstitutter – på linie med de store pengeinstitutter – vil kunne tilbyde deres kunder en samlet finansieringspakke for hele boliglånet inden for deres eget institut.

Det er iværksat et arbejde med at analysere muligheden for at få skabt de juridiske rammer for fælles funding, jf. sammenfatningen. Der kan søges

inspiration i de tyske regler, men det vil være nødvendigt med en tilpasning til danske forhold, som f.eks. den danske konkurslovgiving. Det er vurderingen, at dette kan være kompliceret.

## 5. Betydning for konkurrencen i forhold til udlandet

Konkurrencesituationen er bl.a. bestemt af forskelle i reguleringen. I tabel 4 gives en skematisk oversigt over reguleringen i udvalgte EU-lande. Flere af disse lande er som Danmark ved at justere deres regler i lyset af de nye direktivkrav.

**Tabel 4 Oversigt over de juridiske rammer omkring SDO-lovgivningen i udvalgte lande (nuværende danske realkreditregulering)**

	Tyskland	Sverige	Irland	Danmark
Lovgivning	Pfandbrief Act. Trådte i kraft juli 2005. Realkreditudstedelser er ikke forbeholdt særlige typer af institutter. En "cover pool monitor" fører tilsyn med aktivmassen.	Lag om utgivning av säkerställda obligationer. Trådte i kraft juli 2004. Realkreditudstedelser er ikke forbeholdt særlige typer af institutter. En "oberoende granskara" fører tilsyn med aktivmassen.	Asset Covered Securities Act. Trådte i kraft december 2001. Realkreditudstedelser er forbeholdt designerede institutter. En bank kan søge om at blive et designeret institut. En "cover-assets monitor" fører tilsyn med aktivmassen.	Lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. Senest ændret i juni 2003. Realkreditudstedelser er forbeholdt realkreditinstitutter. Ingen særskilt tilsynsførende med aktivmassen.
Investorenes sikkerhed	Investorerne har sikkerhed i cover pool, dvs. aktiverne heri skal dække obligationsinvestorenes krav, før et eventuelt overskud kan indgå i konkursmassen. Hvis aktiverne i cover poolen ikke er tilstrækkelige til at dække kravene fra ejerne af "pfandbriefe", kan disse rette deres krav mod den øvrige konkursmasse (på lige fod med andre kreditorer).	Investorerne har sikkerhed i cover pool, dvs. aktiverne heri skal dække obligationsinvestorenes krav, før et eventuelt overskud kan indgå i konkursmassen. Hvis aktiverne i cover poolen ikke er tilstrækkelige til at dække kravene fra ejerne af "säkerställda obligationer", kan disse rette deres krav mod den øvrige konkursmasse (på lige fod med andre kreditorer).	Investorerne har sikkerhed i cover pool, dvs. aktiverne heri skal dække obligationsinvestorenes krav, før et eventuelt overskud kan indgå i konkursmassen. Hvis aktiverne i cover poolen ikke er tilstrækkelige til at dække kravene fra ejerne af "asset covered securities", kan disse rette deres krav mod den øvrige konkursmasse (på lige fod med andre kreditorer).	Investorerne har sikkerhed gennem deres fortrinsstilling til aktiverne i de pågældende seri-er/kapitalcentre (primær fortrinsstilling). Hvis aktiverne i kapitalcentret ikke er tilstrækkelige til at dække krav fra investorerne, vil investorenes krav gå forud for almindelig gæld i konkursmassen (privilegerede fordringer).
Konkurs	Ved konkurs kan tilsynsmyndighederne kræve, at der udpeges en eller to administratorer, der har ret til at forvalte og sælge aktiverne i cover poolen, og hvis opgave er at varetage obligationsejernes interesser. Derudover	Ved konkurs udpeges en administrator for konkursboet.	Ved konkurs kan centralbanken foranledige, at der bliver udpeget en administrator for konkursboet. Centralbanken kan endvidere foranledige, at der bliver udpeget en administrator i det tilfælde, at centralbanken skønner, at	Ved konkurs udpeges en administrator for konkursboet.

	udpeges en administrator for konkursboet.		en administrator skal udpeges for at sikre investorenes interesser.	
Overdækning	Der skal være en overdækning beregnet på baggrund af nettonutidsværdier. Til enhver tid skal nettonutidsværdien af aktiverne i en cover pool udgøre mindst 102 pct. af værdien af de "pfandbriefe", som den pågældende cover pool relaterer sig til. Dvs. krav om løbende overdækning på 2 pct. Opstår der fare for, at de 2 pct. overdækning ikke kan overholdes skal det udstedende institut omgående supplere cover poolen med flere aktiver. Overdækningen skal placeres i sikre og likvide papirer.	Der skal være dækning i den pulje af aktiver, cover pool, der stilles til sikkerhed for udstedelser af "säkerställda obligationer": a) Den samlede værdi af udestående "säkerställda obligationer" skal til enhver tid være dækket af aktiver med mindst samme nominelle værdi. b) Nettonutidsværdien af de samlede aktiver i cover pool skal til enhver tid være mindst lige så stor som nettonutidsværdien af de samlede forpligtelser i relation til obligationerne.	Der skal være dækning i den pulje af aktiver, cover pool, der stilles til sikkerhed for udstedelser af "asset covered securities": Varigheden på de udstedte obligationer må ikke overstige varigheden på den tilsvarende cover pool. Den nominelle markedsværdi af de udstedte obligationer skal til enhver tid være mindre end den nominelle markedsværdi af rentebetalingerne på de udstedte obligationer må i enhver 12-måneders periode ikke overstige værdien af renteindtægterne fra cover pool i den tilsvarende periode. Udstedte obligationer skal være dækket af en cover pool i samme valuta som obligationerne.	Lovkrav om minimum 8 pct. af de risikovægtede poster, hvilket gælder inden for de enkelte kapitalcentre og for instituttet som helhed. Reguleringen specificerer regler for de likviditets-, rente- og valutakursrisici, der må tages. Grænseværdier er fastlagt relativt til det udstedende instituts kapital.

Tabel 5 viser en sammenligning af, hvad SDO-lovgivningen tillader mht. løbetid, afdragsprofiler og lånegrænser i forhold til de nugældende danske regler. Danmark er med en lånegrænse på 80 pct. for beboelsesejendomme det mindst restriktive land mht. lånegrænser.<sup>8</sup> Omvendt har Danmark som det eneste land begrænsninger på løbetid, mens både Danmark og Tyskland har visse begrænsninger på afdragsprofilen.

Det er vurderingen af de særlige danske begrænsninger for løbetid og afdragsfrihed samlet set kan bidrage til, at en del af danske boliglån fremover vil kunne være fundet og tilbudt under udenlandsk lovgivning.

En mulighed for at fravige sådanne begrænsninger bør dog modsvares af et lavere lånegrænse. Det vil kunne modvirke den stabilitets- og konjunkturfekt, som må forventes ved alene at ophæve begrænsningerne på løbetid og afdragsfrihed.

**Tabel 5 Sammenligning af lovgivningen i udvalgte lande**

	Lånegrænse <sup>1</sup>	Løbetid	Afdragsprofil <sup>2</sup>
Danmark	80 pct.	Max. 30 år	Max 10 års afdragsfrihed
Irland	75 pct.	Ingen restriktioner	Ingen restriktioner
Tyskland	60 pct.	Ingen restriktioner	Visse restriktioner
Sverige	75 pct.	Ingen restriktioner	Ingen restriktioner

Note: Nuværende lovgivning for Danmark. <sup>1</sup> Irland: 75 pct. for beboelsesejendomme, 60 pct. for erhvervsejendomme. Sidstnævnte må maksimalt udgøre 10 pct. af det samlede cover. Tyskland: 60 pct. Der er visse restriktioner for særlige kategorier, f.eks. bygninger under opførelse, mht. maksimal andel af det samlede cover, jf. Pfandbriefgesetz § 16. Sverige: 75 pct. for beboelsesejendomme, 70 pct. for landbrugsejendomme og 60 pct. for kontor- og erhvervsejendomme. Sidstnævnte må maksimalt udgøre 10 pct. af det samlede cover, jf. kapitel 3 §1 og §3 i den svenske lov. Danmark: 70 pct. for landbrugsejendomme mv. og 60 pct. for erhvervsejendomme.

<sup>2</sup> Danmark: Begrænsningen gælder for lån til ejerboliger til helårsbrug og fritidshuse. Lån til ejerboliger skal i øvrigt ydes som annuitetslån, dog undtaget muligheden for den afdragsfrie periode. Tyskland: Der er ikke restriktioner på lånet, som det kendes fra dansk lovgivning. Dog gælder der, jf. § 17 i den tyske Pfandbriefgesetz, at den første amortisering på den del af pantet, der er cover kan blive udskudt i op til 10 år.

### 5.1 Konkurrencen mellem danske og udenlandske kreditinstitutter

Danske kreditinstitutter vil i princippet kunne møde konkurrence fra udenlandske kreditinstitutter på 3 måder, nemlig i forhold til et datterselskab, i forhold til en filial og i forhold til grænseoverskridende virksomhed, hvor det udenlandske selskab ikke er etableret i Danmark.

<sup>8</sup> Det skal bemærkes, at der også er adgang til 80 pct. belåning i Frankrig og Spanien. Disse landes regler vil nok også blive justeret i lyset af de nye EU-regler.

### Datterselskab

Et datterselskab af et udenlandsk kreditinstitut er en selvstændig juridisk enhed, der vil være meddelt egen tilladelse til at drive kreditinstitutvirksomhed i Danmark.

Såfremt datterselskabet ønsker at udstede SDO'er, vil det derfor skulle ansøge om tilladelse hertil hos Finanstilsynet og være underlagt de danske regler herfor. Der sker således ingen ændringer i forhold til den nuværende konkurrencesituation.

Det kan dog også tænkes, at datterbanken ikke selv ønsker at udstede SDO'er, men i stedet vil søge at formidle sine boliglån via moderselskabet, som derved får mulighed for at samle koncernens udstedelser af SDO'er i én enhed og derved skabe større volumen i udstedelserne. I givet fald vil udstedelserne kunne ske under reglerne i det land, hvor moderselskabet er placeret.

### Filial

En filial af et udenlandsk kreditinstitut vil ikke være underlagt danske krav i forhold til særligt dækkede obligationer, da der ikke er tale om en selvstændig juridisk enhed, og filialen dermed heller ikke er meddelt tilladelse til at drive kreditinstitutvirksomhed i Danmark.

Filialen vil være underlagt kravene til SDO-udstedelse fra hjemlandet. Det vil derfor være forskelle mellem den danske regulering af særligt dækkede obligationer og reguleringen i filialens hjemland, der vil have betydning for konkurrencesituationen.

Aktuelt er det kun filialer af svenske pengeinstitutter, der tilbyder boligfinansiering i Danmark. Den svenske lovgivning giver mulighed for udstedelse af særligt dækkede obligationer.

Handelsbanken er et eksempel på en filial af et svensk pengeinstitut, som har opnået en vis størrelse i Danmark. Evt. udstedelse af SDO'er for Handelsbanken vil kunne ske i pulje med det svenske moderselskabs eventuelle udstedelser. Disse udstedelser vil være efter svenske regler. Et af de større pengeinstitutter er i dag en datterbank af et svensk institut. Hvis dette større danske institut således filialiserer sig, vil det derfor medføre, at der vil skulle udstedes SDO'er efter reglerne i hjemlandet.

Det er tænkeligt, at de kommende ændringer i dansk lov om særligt dækkede obligationer sammenholdt med, at andre lande også er ved at implementere direktivets krav på dette område, vil ændre på konkurrenceforholdet mellem danske kreditinstitutter og filialer af udenlandske institutter i Danmark eller evt. ændre på incitamenterne i forhold til hvilken koncernstruktur, der er optimal for en grænseoverskridende finansiel koncern.

### Grænseoverskridende virksomhed

Grænseoverskridende virksomhed uden adgang til et filialnet i Danmark vil formodentligt umiddelbart være vanskeligt, da den direkte kontakt til kunderne i givet fald skal bygges op fra bunden. Alternativt kan den grænseoverskridende virksomhed ske i form af underleverancer fra danske institutter, der ejer institutter i udlandet. Denne mulighed behandles i afsnittet nedenfor.

#### *5.2 Konkurrencen mellem dansk ejede udenlandske kreditinstitutter og danske kreditinstitutter*

I den nuværende regulering af særligt dækkede obligationer i Tyskland, Irland og Sverige er der ikke begrænsninger på institutternes muligheder for at udstede obligationer med pant i fast ejendom i andre EU-lande, jf. appendiks C. Det vil sige, at det er muligt for f.eks. et kreditinstitut hjemhørende i Irland at udstede særligt dækkede obligationer med pant i fast ejendom i Danmark.

Danske kreditinstitutter vil således gennem samarbejde med eller ejerskab af kreditinstitutter i disse lande kunne udstede særligt dækkede obligationer med pant i fast ejendom i Danmark efter disse landes regler.

Hvor attraktivt et sådant samarbejde vil være, afhænger bl.a. af, om der er forskelle i reguleringen af særligt dækkede obligationer i Danmark. Ikke mindst hvis forskellene f.eks. har betydning for, hvilken rating obligationerne kan opnå, hvilke administrative byrder der er forbundet med udstedelserne, eller hvilke produkter der kan udbydes på baggrund af krav til løbetider og afdragsfrihed.

Flere andre EU-lande har også gennem længere tid haft en regulering af obligationer udstedt med pant i fast ejendom. Det er således allerede muligt for danske kreditinstitutter at samarbejde med udenlandske institutter. Sådanne samarbejder har dog ikke hidtil fundet sted i noget videre omfang.

Ændringen af reglerne for obligationer udstedt med pant i fast ejendom til at være de fælleseuropæiske regler om særligt dækkede obligationer vil i højere grad give en fælles ramme for disse udstedelser. Det kan omvendt gøre sådanne samarbejder mere attraktive i fremtiden.

Særligt dækkede obligationer udstedt med pant i fast ejendom i Danmark vil – uanset udstedelsesland - skulle anvende en af de danske pantebrevsformer som grundlag for udstedelsen.

Der findes ikke fuldstændigt ensartede pantebreve set hen over EU-landene, jf. appendiks D. De beskrevne pantebrevsformer har dog en lang række lighedspunkter med det danske ejerpantebrev. Det er derfor sandsynligt, at udenlandske myndigheder vil acceptere et dansk ejerpantebrev som grundlag for deres institutters udstedelser af obligationer med pant i

fast ejendom i Danmark. Kravene til pantebreve kan derfor blive et konkurrenceelement i forholdet mellem danske og udenlandske kreditinstitutter.

Det vil formodentligt være lettere for institutter, der allerede er koncernforbundne med udenlandske institutter at anvende de muligheder, der måtte være for udstedelser i udlandet.



## 6. Balanceprincip

I henhold til UCITS-direktivets artikel 22, stk. 4 kræves de særligt dækkede obligationer underlagt et balanceprincip, som tilsikrer, at provenuet fra obligationerne investeres i aktiver, der i tilstrækkelig grad i obligationernes løbetid dækker de forpligtigelser, der følger heraf.

Balanceprincippet har således til formål at sikre, at der er ”penge i kassen”, når obligationsejerne skal have deres betalinger.

Definitionen af balanceprincippet i direktivet er forholdsvis upræcis, da ”i tilstrækkelig grad” ikke er defineret.

Den hidtidige europæiske erfaring i forhold til ejendomsfinansiering via obligationsudstedelse er, at balanceprincippet er et væsentligt element i f.eks. ratingbureauernes vurdering af, hvor godt og sikkert set-uppet er. Hvor stærkt eller svagt kravene til balanceprincippet er, vil således være et væsentligt element i, hvilken rating selve set-uppet for de særligt dækkede obligationer vil kunne få hos ratingbureauerne. Dermed er balanceprincippet også et vigtigt element i konkurrencen mellem f.eks. store og mindre pengeinstitutter, da ratingen af selve set-up’et er mere betydningsfuld for de små institutter end for de store.

Ratingbureauerne lægger vægt på, at balanceprincippet er med til at sikre en overholdelse af ”timely-payment”. Det nuværende danske balanceprincip lægger stramme rammer for, hvor store likviditets-, rente- og valutakursrisici et realkreditinstitut kan påtage sig. Herved er der stor sikkerhed for, at der altid er penge til stede til udbetaling til obligationsejerne.

Den specifikke udformning af balanceprincippet kan have betydning for konkurrencen mellem store og mindre institutter. Mindre institutter er i højere grad afhængige af et stramt set-up for balanceprincippet for at kunne opnå en god rating. Det vurderes derfor ikke at være hensigtsmæssigt at slække på stramheden af det nuværende danske balanceprincip.

### 6.1 Balanceprincipper i udvalgte lande

Direktivkravet til balanceprincippet er som nævnt, at der ”i tilstrækkelig grad” skal være midler til rådighed til at betale obligationsejerne. Denne formulering er temmelig upræcis, og de forskellige medlemslande har da også haft forskellige udformninger af dette balanceprincip, jf. appendiks E.

Balanceprincipperne, som anvendes i de enkelte landes reguleringer af SDO’er, forholder sig alle til risikoforholdet mellem cover poolen og obligationsudstedelsen. Forskellene i balanceprincipperne findes primært i tilgangen til, hvordan man skal undgå eller begrænse ubalancer i risiko mellem cover poolen og obligationsudstedelsen.

Fælles for det danske, tyske, svenske og irske balanceprincip er, at de tilstræber at begrænse risici hos udstedere af SDO'er til kreditrisici<sup>9</sup>, jf. appendiks E. Det tyske, svenske – og i vid udstrækning det irske – balanceprincip ligner på mange måder hinanden i opbygning og tilgang. Der anvendes relative grænseværdier for likviditets-, rente- og valutakursrisici set som forholdet mellem cover pool og udstedte obligationer. Holdbarheden af de fastlagte grænser for risici testes via stresstests på baggrund af forskellige scenarier for f.eks. rente- og valutakursudvikling.

Det danske balanceprincip adskiller sig ved at fokusere på grænser for likviditets-, rente- og valutakursrisici set i forhold til det udstedende instituts basiskapital – i stedet for set i forhold til cover pool. Det danske balanceprincip er således baseret på en krone-til-krone tilgang, i modsætning til det tyske, svenske og i vid udstrækning det irske, der har en mere finansieringsteoretisk udformning, hvor risici ses i sammenhæng.

Det danske balanceprincip indeholder en række begrænsninger, jf. obligationsbekendtgørelsen, i form af krav om tæt sammenhæng mellem lån og funding med hensyn til konverterbarhed, udbetaling contra emissioner af obligationer, indfrielse contra annullering af obligationer og placering af midlertidige likviditetsoverskud. Endelig er der også visse begrænsninger på brugen af finansielle instrumenter. Sådanne begrænsninger findes stort set ikke i de europæiske balanceprincipper. Disse øvrige begrænsninger bidrager i praksis til en tættere sammenhæng mellem lån og funding.

Det er samlet set således ikke muligt at sige noget generelt om, hvorvidt det ene eller det andet lands balanceprincip er strammest. De begrænsninger, et institut måtte opleve som følge af de respektive balanceprincipper, vil endvidere afhænge dels af de konkrete grænseværdier, der fastlægges for de forskellige risikotyper, og dels af den enkelte udsteders konkrete portefølje.

Vurderingen af balanceprincipperne indgår i ratingbureauerne i et stort kompleks af vurderingskriterier både i relation til det enkelte institut og den regulering, der er gældende i instituttets hjemland. Ratingbureauerne har en positiv vurdering af den danske realkreditlovgivning, herunder af balanceprincippet.

Det nuværende danske balanceprincip er velkendt af markedet og vurderes at opfylde kravene for at sikre ”timely payment”. På den baggrund kan det nuværende balanceprincip opretholdes. På den anden side kan det også vælges at bevæge sig i retning af et mere fælles europæisk balanceprincip. Der er nedsat en arbejdsgruppe, der skal komme med forslag til en konkret udformning af et sådant balanceprincip, jf. sammenfatningen.

---

<sup>9</sup> Der ses her bort fra operationelle og juridiske risici.

## 7. Kapitalmarkedseffekt

### *7.1 Betydning for udbud og forskelligartethed på kapitalmarkedet*

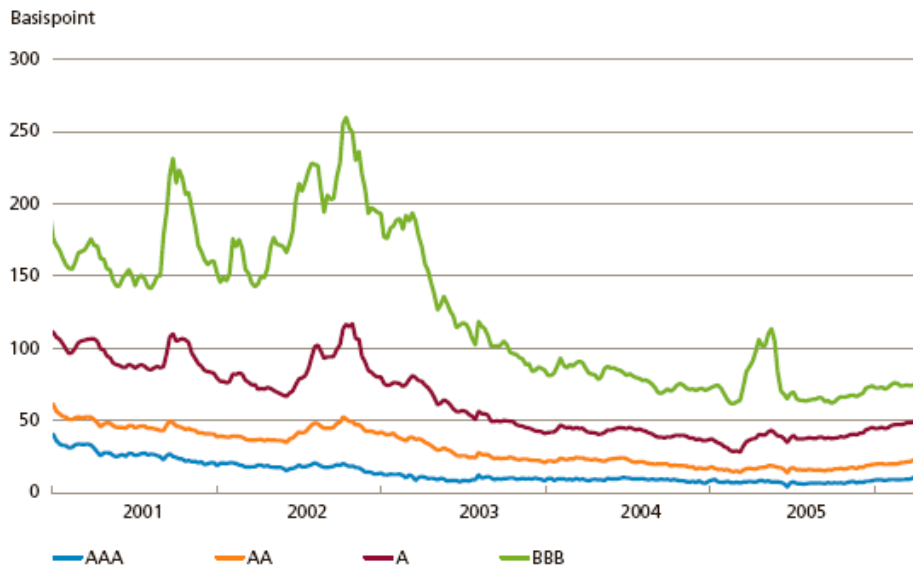
Det øgede produktudbud de seneste 10 år, jf. afsnit 9, er bl.a. i kraft af balanceprincippet og obligationsbekendtgørelsen i øvrigt, jf. afsnit 6, blevet afspejlet i forskellige typer af realkreditobligationer. Antallet af fondskoder er således vokset betydeligt på Københavns Fondsbørs.

Med det udgangspunkt vil indførelsen af særligt dækkede obligationer næppe i sig selv medføre mange flere fondskoder på markedet, end der ellers ville være kommet. Det skyldes de fordele, der er ved at have serier med en vis volumen. En stor volumen kan bidrage til en mere effektiv handel med obligationerne. Det vil samtidig mindske sandsynligheden for at skabe indlåsnings effekter i de tilfælde, hvor en låntager ønsker at indfri sit lån før tid.

Der findes allerede i dag et velfungerende europæisk SDO-marked. Danske realkreditobligationer svarer ikke til standarden på dette marked som følge af den danske tradition for lange konverterbare fastforrentede lån og den i praksis direkte sammenhæng mellem lån og funding. Danske låntagere har på den baggrund adgang til indfrielse af lån ved f.eks. opkøb af de bagvedliggende obligationer i markedet. Hvis markedet efterspørger det, vil denne indfrielsesform også kunne være tilgængelig fremover ved siden af muligheden for adskilt lån og funding.

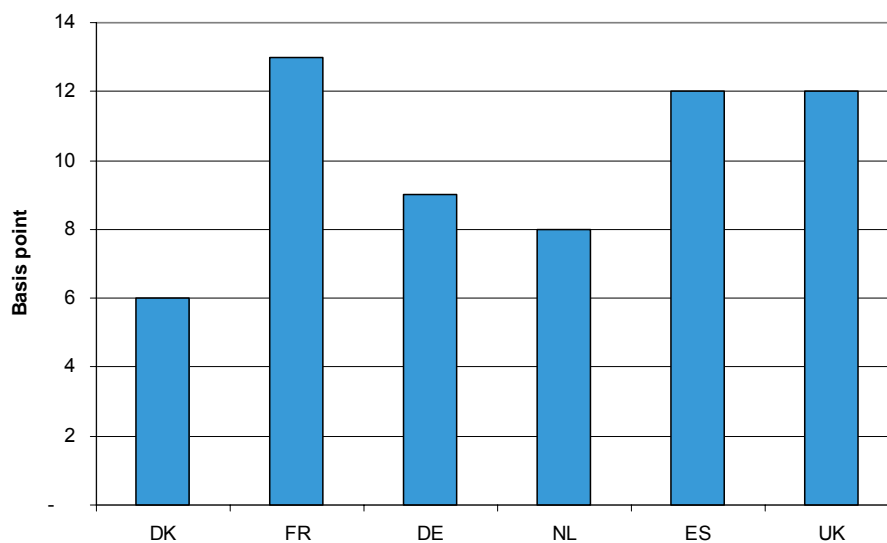
### *7.2 Betydning af løbende LTV-overholdelse for prisen på udstedelser*

Ved konjunkturudsving vil der givetvis være en mindre følsomhed for prisen på obligationer med løbende overholdelse af LTV-kravet sammenlignet med obligationer uden en sådan løbende overholdelse. Det skyldes, at kreditrisikoen på obligationer, hvor LTV-kravet løbende overholdes, alt andet lige må være lavere. Kreditspænd på obligationer fra euroområdet indikerer, at der er en lavere konjunkturfølsomhed ved lavere kreditrisiko, jf. figur 4.

**Figur 4 Kreditspænd fra obligationer fra euroområdet**

Kilde: Danmarks Nationalbank, Finansiell Stabilitet 2006.

Med kravet om løbende LTV-overholdelse vil kreditrisikoen på højt ratede SDO'er stort set blive elimineret. I 2003 var den gennemsnitlige kreditrisiko på danske realkreditobligationer skønsmæssigt opgjort til 6 bp. i forhold til danske statsobligationer, jf. figur 5. Det skal dog understreges, at det viste niveau er for et givent tidspunkt, og at niveauet i høj grad kan variere med rentestrukturen og konjunkturforholdene i øvrigt i de enkelte lande.

**Figur 5 Kreditrisiko på et lån med pant i fast ejendom, april/maj 2003**

Kilde: Mercer Oliver Wyman (2003).

Skøn fra Nykredit understøtter endvidere, at der kan være en mindre kreditrisiko og en mindre konjunkturfølsomhed for højt ratede SDO'er sammenlignet med realkreditobligationer uden løbende overholdelse af LTV-kravet (ikke-SDO'er), jf. tabel 6.

**Tabel 6 – Skøn over omkostninger ved udstedelse af SDO'er**

	Rentespænd ift. realkreditobligationer, der ikke er SDO'er	
	Gode konjunkturer	Dårlige konjunkturer
SDO'er (Aaa/Aa)	-5 bp.	-30 bp.
SDO'er (A)	0 bp.	-10 bp.
SDO'er (BBB)	20 bp.	20 bp.

Kilde: Nykredit (Notatet *"Konkurrencemæssige overvejelser vedrørende covered bonds udstedelser"* af 6. april 2006).

## 8. Betydning for finansiel stabilitet

### 8.1 Kravet om løbende LTV-overholdelse

Med indførelsen af særligt dækkede obligationer vil der som omtalt blive stillet krav om en løbende overholdelse af de direktivfastsatte LTV-grænser. Dermed vil institutterne skulle stille ekstra sikkerhed, hvis LTV stiger over grænsen på 80 pct. for beboelsejendomme og 60 pct. for erhvervsjendomme.

Dette krav kan påvirke den finansielle stabilitet ad flere kanaler.

For det første kan et sådant krav påvirke den finansielle sektors samspil med de økonomiske konjunkturer for økonomien som helhed. I tilfælde af en begyndende konjunkturedgang med svagt faldende boligpriser er der risiko for, at LTV stiger over 80 pct. hhv. 60 pct. på f.eks. nye udlån eller på de afdragsfrie lån med høj LTV. Stagnerende boligpriser må derfor forventes at inducere større forsigtighed i kreditgivningen end tidligere. Omvendt vil der i god tid blive stillet ekstra sikkerhed til overholdelse af LTV.

En løbende overholdelse af LTV vil umiddelbart også kunne tænkes at være konjunktur-medløbende og dermed forstærke en begyndende konjunkturedgang. På den anden side bør en sådan tidlig reaktion alt andet lige kunne medvirke til at undgå mere voldsomme og abrupte begrænsninger i kreditgivningen senere i konjunkturedgangen, hvorved størrelsen af konjunkturudsvinget vil kunne blive mindre.

Risikoen for spredning af en krise begrænses ligeledes. Hvis et SDO-udstedende realkreditinstitut går ned, vil obligationsejerne – herunder andre finansielle virksomheder – ikke lide tab, da kreditrisikoen stort set er fjernet. Generelt er risikoen for en konkurs i et realkreditinstitut dog lille. I de godt 200 år, realkreditsystemet har eksisteret, er ingen institutter gået konkurs.

### 8.2 Prisen på den supplerende sikkerhed

Som omtalt vil udstedelse af SDO'er kunne betyde en rentebesparelse i forhold til udstedelse af realkreditobligationer, der ikke er SDO'er. Det anslås, at der isoleret set vil være grundlag for en årlig rentebesparelse for låntager på 5 bp. under ”gode konjunkturer” og 30 bp. under ”dårlige konjunkturer”, jf. tabel 6.

På den anden side vil der med de nye regler for SDO'er som nævnt være et krav om løbende overholdelse af LTV-grænser. Hvis ejendomspriserne falder, vil instituttet skulle optage lån og købe statspapirer for provenuet, og statspapirerne kan så indgå i cover poolen som ekstra sikkerhed, således at LTV bringes ned på de maksimale 80 pct. Denne ekstra sikkerhed vil koste instituttet forskellen mellem den rente, der skal betales på lånet,

og den rente, der modtages på statspapirerne. En omkostning der i et eller andet omfang vil blive modsvaret af en højere bidragssats for låntager.

Den samlede udestående mængde realkreditobligationer i Danmark var på 1.662 mia. kr., jf. Realkreditrådet april 2006. Med 5 bp. lavere rente vil der isoleret set være grundlag for en samlet årlig besparelse på 0,8 mia. kr. for låntager ved, at der udstedes SDO'er, jf. tabel 7. Det er under en forudsætning om, at alle udstedelser er sket under gode konjunkturer.

Antages det, at ejendomspriserne falder med 20 pct., anslås det at betyde et krav om ekstra sikkerhed på 141 mia. kr., jf. Realkreditrådet. Med besparelsen på 0,8 mia. kr. for låntager vil der kunne betales et kreditspænd på op til 60 bp.  $[(0,8 \text{ mia. kr.}/141 \text{ mia. kr.}) \times 100]$  årligt i ekstra rente på lånet, før besparelsen for låntager på, at der udstedes SDO'er, er brugt op. Kreditspændet angiver den ekstra rente, instituttet skal betale for et lån i forhold til statspapierrenten.

**Tabel 7      Maksimalt kreditspænd på supplerende sikkerhed ved ejendomsprisfald på 20 pct.**

Samlet udstedelse	1.662 mia. kr.	
Suppl. sikkerhed ved prisfald på 20 pct.	141 mia. kr.	
Status for konjunkturer ved udstedelse	<b>"Gode"</b>	<b>"Dårlige"</b>
Besparelse ved SDO-udstedelse	5 bp.	30 bp.
Samlet besparelse på udstedelser	0,8 mia. kr.	5,0 mia. kr.
Maksimalt kreditspænd på suppl. sikkerhed	60 bp.	350 bp.

Anm.: Der er taget udgangspunkt i en Aaa/Aa rated SDO, jf. tabel 6.

Kilde: Tabel 6 og Realkreditrådet (*Konsekvensanalyse Særligt dækkede obligationer*) samt egne beregninger.

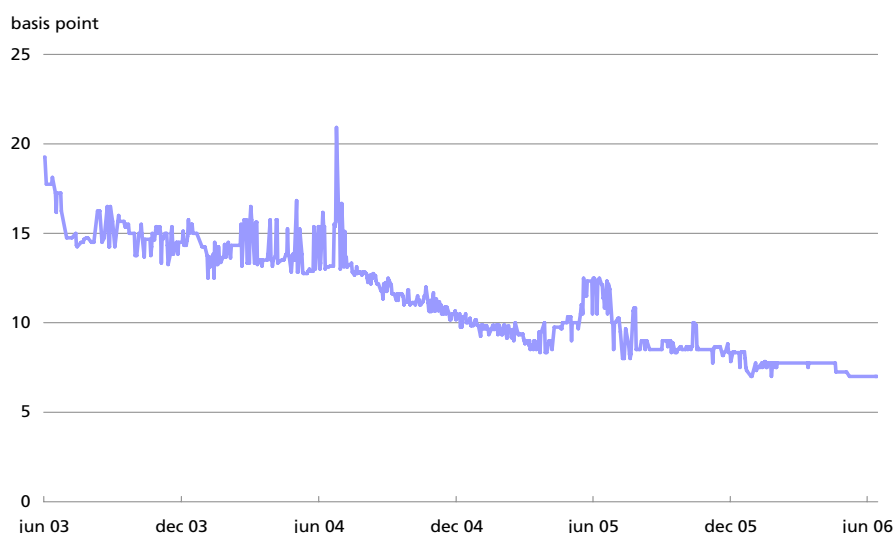
Tilsvarende beregning med udgangspunkt i udstedelse af SDO'er under dårlige konjunkturer viser, at der vil kunne betales et kreditspænd op til 350 bp. årligt i ekstra rente, før låntagers besparelse, ved at der udstedes SDO'er, er væk.

I tilfælde af prisfald på 20 pct. vil et kreditspænd på op til 60 bp. for den supplerende sikkerhed givetvis være et forsigtigt skøn. Det skyldes, at langt fra alle SDO'er vil være udstedt under gode konjunkturer, hvor besparelsen som omtalt er mindst.

Kreditspændet for Danske Bank Credit Default Swaps (CDS'er) var i juni 2006 7 bp. målt i forhold til swapkurven, jf. figur 6.<sup>10</sup> I forhold til renten på statspapirer var rentespændet omkring 27 bp. Prisen på supplerende sikkerhedsstillelse i forhold til renten på statspapirer for Danske Bank var altså i juni 2006 markant lavere end 60 bp.

Kreditspændet for Danske Bank CDS'er er faldet fra små 20 bp. i juni 2003 til omkring 7 bp. i juni 2006. Det lavere kreditspænd er et udtryk for, at finansieringsomkostningerne for Danske Bank er mindsket. Dette skal ses på baggrund af den generelle internationale tendens til indsnævring af kreditspænd. Der tages forbehold for likviditeten af CDS-markedet.

**Figur 6 Kreditspænd for Danske Bank (juni 2003 - juni 2006)**



Anm.: Bloomberg ticker CDAN1E5 index. 5-rårig CDS, senior debt. Den 5-årige credit default swap er benyttet, da dette generelt er det mest likvide segment og typisk afspejler udstederens gældsprofil bedst. Der er yderligere benyttet priser i euro for at undgå unødige valutarisiko. Markedet for CDS'er i DKK er højst sandsynligt meget illikvidt, da mange udstedelser er i EUR eller USD.

Kilde: Bloomberg.

<sup>10</sup> Kreditspændet udtrykker forskellen i afkast mellem en relativt risikofri udstedelse samt en udstedelse med ringere kreditkvalitet, men typisk med samme løbetid og varighed. Kreditspændet kan findes ved at sammenligne statsobligationer med erhvervsobligationer med samme løbetid og varighed. Sidstnævnte er imidlertid ikke altid lige til, da erhvervsobligationer typisk har andre karakteristika end statsobligationer, herunder færre udstedelser og mindre aktivitet på det sekundære marked. Mere direkte data for kreditspænd er de såkaldte Credit Default Swaps (CDS), som angiver et rentespænd i forhold til swapkurven. CDS'er er ikke prisfastsat på baggrund af et underliggende aktiv. Prisen afspejler direkte en defaultrisiko. CDS'er kan handles i de valutaer, der er udstedt obligationer i, og dermed burde der ikke være nogen valutarisiko. Af denne grund kan priserne på CDS også variere fra valuta til valuta. Er CDS-prisen 10 bp. svarer det til, at prisen for at forsikre EUR 1 mio. er EUR 1000 om året.



Disse kreditspænd er opgjort for pengeinstitutterne og kan afspejle prisen for senior kapital. Er der tale om supplerende kapital vil rentespændet være væsentligt større. For realkreditinstitutterne kan prisen på den supplerende kapital også afhænge af, hvilke former for supplerende kapital de kan optage.

Kreditrisikoen ved den enkelte låntager ændres ikke som følge af de nye regler for SDO-udstedelser. Der vil udelukkende være tale om en ændret fordeling af risikoen på obligationerne i forhold til risikoen på den efterstillede sikkerhed. Således vil de nye regler isoleret set ikke umiddelbart medføre nogen besparelse for låntager. I et eller andet omfang vil det som omtalt blot blive modsvaret af en højere bidragssats som følge af øgede omkostninger ved at stille den ekstra sikkerhed og administrationen heraf.

I tilfælde af et prisfald vil realkreditinstitutterne dog næppe skulle hente hele den nødvendige ekstra sikkerhed i form af fremmedkapital. For det første har realkreditinstitutter kapital til rådighed inden for instituttet i form af f.eks. egenkapital, som givetvis vil kunne anvendes, forudsat at kapitalen ikke allerede er dedikeret eksempelvis til opfyldelse af de generelle kapitaldækningsregler eller bundet i aktiver, der ikke er let omsættelige. For det andet giver direktivet mulighed for i et vist omfang at anvende pengeinstitutgarantier til at dække det supplerende kapitalbehov.

Pengeinstitutgarantier eller øvrige fordringer på højt ratede kreditinstitutter kan indgå i sikkerhedsgrundlaget for SDO-udstedelsen med op til 15 pct. af den samlede udstedte mængde. Der er tale om en samlet ramme for alle kreditinstitutfordringer.

Et eksempel på et realkreditlån med en tilknyttet pengeinstitutgaranti kan være som følger:

Et realkreditinstitut yder et lån i et parcelhus, hvis værdi på belåningstidspunktet vurderes at udgøre 1 mio. kr. Der ydes et maksimallån på 800.000 kr. Lånet er formidlet af et pengeinstitut, der samtidig stiller en 10-årig garanti over for realkreditinstituttet på de yderste 25 pct. af lånet, dvs. i spændet fra 60-80 pct. af ejendomsværdien (fra 600.000 – 800.000 kr.).

På belåningstidspunktet er LTV-kravet på 80 pct. netop overholdt. Dagen efter ydelsen af lånet falder ejendomsmarkedet generelt med 20 pct. Den pågældende belånte ejendomsværdi falder derved til 800.000 kr., og LTV udgør dermed alt andet lige 100 pct. Umiddelbart kan pant i ejendommen dermed alene indgå som grundlag for obligationsudstedelsen på de 800.000 kr. med 80 pct. af den nye værdi på 800.000 kr. svarende til 640.000 kr.

Pengeinstitutgarantien dækker imidlertid eventuelle tab på lånet i spændet fra 600.000-800.000 kr., jf. ovenfor. I dette tilfælde vil følgende herefter indgå som dækningsgrundlag for SDO-udstedelsen på 800.000 kr.:

Lån dækket ved pant i fast ejendom for 640.000 kr. og en pengeinstitutgaranti dækkende spændet på 160.000 kr. op til de 800.000 kr. Med grænsen på 15 pct. for garantier fra pengeinstitutter vil hele beløbet kunne dækkes. Det er dog under forudsætning af, at der ikke inden prismet er indgået andre aftaler med pengeinstitutterne, som falder ind under 15 pct.'s grænsen, og at ovennævnte lån er del af en portefølje, hvor ikke alle lån har behov for at dække sig ind under bankgarantien. Hvis lånet derimod udgjorde hele porteføljen, ville det pga. 15 pct.'s grænsen alene være muligt maksimalt at dække 120.000 kr.

I tilfælde af prisfald vil realkreditinstitutterne, på trods af ovennævnte muligheder, også kunne få behov for at skulle låne kapital til den ekstra sikkerhedsstillelse. Optagelse af almindelig lånekapital i situationer, hvor der viser sig behov for supplerende sikkerheder, må imidlertid formodes at blive en relativ dyr løsning.

Det kan derfor være hensigtsmæssigt at realkreditinstitutterne kan tilvejebringe den supplerende sikkerhed ved at optage såkaldt seniorkapital eller ikke-ansvarlig lånekapital med en særlig fortrinsstilling tilknyttet. Låneprovenuet skal så placeres i særligt sikre aktiver (f.eks. statsobligationer), som stilles til sikkerhed for obligationsudstedelsen.

I tilfælde af konkurs i et realkreditinstitut har obligationsindehaverne i dag en separatistlignende stilling forstået som, at det udelukkende er kurator, der får sit tilgodehavende før obligationsindehaverne. Denne separatistlignende stilling er reguleret i den finansielle lovgivning. Med muligheden for optagelse af ikke-ansvarlig lånekapital vil denne separatistlignende stilling også omfatte långiverne af kapitalen til den ekstra sikkerhed.

På baggrund heraf er de juridiske problemstillinger forbundet med at tillade optagelse af ikke-ansvarlig lånekapital undersøgt.

### *8.3 Konsekvenser via makroøkonomien*

Det vurderes umiddelbart, at indførelsen af SDO'er ikke vil have større betydning for makroøkonomien på kort sigt.

Der forventes en stort set uændret boligefterspørgsel fra husholdningerne på kort sigt efter indførelsen af de nye regler. Det skyldes for det første, at de samlede finansieringsomkostninger ved boligkøb givetvis ikke vil blive reduceret nævneværdigt med særligt dækkede obligationer sammenlignet med den i europæisk sammenhæng i forvejen effektive realkreditfinansiering i Danmark. En eventuel rentebesparelse for låntager i forlængelse af de nye direktivkrav til løbende LTV-overholdelse kan som

omtalt blive begrænset af stigende bidrag til sikring af tilstrækkelig adgang til supplerende dækning ved fald i ejendomspriserne. Dog kan der for særligt pengeinstitutternes udlån mod pant i fast ejendom samlet set være et potentiale for lavere finansieringsomkostninger, idet pengeinstitutterne får en ny og billig mulighed for funding.

Dog kan overgangen til de facto lavere lånegrænser for udstedelser med pant i erhvervsejendomme, jf. afsnit 9 reducere efterspørgslen på dette segment af markedet, hvis finansieringsomkostningerne samlet set forøges.

Den umiddelbare forventning om uændret boligefterspørgsel skal også ses i lyset af muligheden for lån til ejerboliger med længere løbetider og afdragsfrie perioder, og i så fald kombinationen med en reduktion i lånegrænsen.

En reduktion af lånegrænsen fra de nuværende 80 pct. vil formentlig øge renteomkostningerne på en samlet finansieringspakke, idet renten på et banklån typisk er højere, jf. eksemplet i tabel 8. Det skyldes, dels at kreditrisikoen på denne yderste del af lånet er højere og dels, at lånet ikke i samme grad er tilknyttet samme indkapslede sikkerhed og reguleringsramme, som gælder for f.eks. et realkreditlån i dag.

**Tabel 8 Renteomkostninger og betydning for boligpriser**

Lånegrænse	SDO-rente pct.	Bankrente, pct.	Gns.rente, pct.	Boligpris-reduktion, pct. <sup>1</sup>
80 pct.	5,0	7,0	5,4	0
75 pct.	5,0	7,0	5,5	½ - 1½
70 pct.	5,0	7,0	5,6	1½ - 2½

Anm.: Ekskl. gebyrer og stiftelsesomkostninger samt bidragssatser og rentemarginaler opkrævet for kompensation for administration. Renteniveauerne er eksemplificerede og er antaget uafhængige af-intervallet for lånegrænsen på 70-80 pct.

<sup>1</sup>Boligpriseffekt ved udelukkende at reducere lånegrænsen. Der er tale om en isoleret effekt på lang sigt fra faldende strukturel efterspørgsel givet fast boligudbud.

Kilde: Egne beregninger.

Samtidig må det fremhæves, at hvis flere lån ydes med lavere lånegrænse, vil risikoen for, at institutterne får problemer med at overholde det løbende LTV-direktivkrav, ligeledes falde.

Danske erfaringer viser, at en stigning i finansieringsomkostningerne på 1 pct.point, målt ved boligens såkaldte user costs, typisk bidrager til en isoleret reduktion i boligpriserne i størrelsesordenen 8-12 pct. Hvis en reduktion af lånegrænsen til 75 pct. eksempelvis fører til en stigning i finansieringsomkostningerne på 0,1 pct.point., jf. tabel 8, betyder det således, at boligpriserne isoleret set vil blive reduceret med ½ - 1½ pct.

I eksemplet er det forudsat, at renten på det enkelte realkreditlån eller banklån i hovedtræk ikke ændres ved at gå ned til en lånegrænse på 70 eller 75 pct. Det skal endvidere bemærkes, at rentespændet mellem SDO-lån og banklån typisk vil være højere i perioder med lavkonjunktur, idet kreditspændet så vil blive udvidet. Det vil i sig selv forstærke effekten af at reducere lånegrænsen til 75 pct., og effekten vil yderligere blive forstærket ved en reduktion til 70 pct.

Samlet set skal en ændring i lånegrænsen så holdes op mod den øgede boligefterspørgsel, der højst sandsynlig vil være fra effekten af muligheden for lavere afdrag gennem længere løbetider, jf. nedenfor.

Det er allerede i dag i princippet muligt at opnå afdragsfrihed i mere end 10 år, ved blot at forny lånet efter 10 år, givet der er tilstrækkelig dækning herfor. Med muligheden for uendelig afdragsfrihed, kan der dog være en potentiel besparelse på omkostningerne i forbindelse med låneomlægningen. En gennemsnitlig boligejer i dag holder dog kun et realkreditlån i typisk 6-7 år. Samlet set virker det derfor mindre sandsynligt, at en øget boligefterspørgsel primært vil komme fra muligheden for mere end 10 års afdragsfrihed – også set i lyset af at 1. års ydelsen ikke reduceres. Afdragsfrie lån udgør i dag omtrent 1/3 af udestående realkreditlån til ejerboliger.

Det virker mere sandsynligt, at den primære effekt på boligefterspørgslen kan komme fra de sidste 2/3 af boligejerne (og potentielle boligejere), som foretrækker et almindeligt realkreditlån med afdrag i hele lånets løbetid. Det er tilfældet, hvis muligheden for en lavere ydelse ved at øge løbetiden til f.eks. 35-40 år, øger boligefterspørgslen. En løbetidsforlængelse fra f.eks. 30 år og til 40 år på et realkreditlån vil umiddelbart reducere afdragssatsen (1. års afdrag i forhold til gæld) på den samlede finansieringspakke med lidt over 1/2 pct.point. De historiske erfaringer fra bl.a. mix-lån og afdragsfrie lån viser, at en reduktion i afdragssatsen på 1 pct.point isoleret set kan øge boligpriserne med omkring 9-13 pct.

Der kan f.eks. lægges til grund, at 10 pct. af de 2/3 af alle låntagere, der ønsker at afdrage på gælden i hele lånets løbetid, vælger et 40-årigt lån frem for et 30-årigt. Det betyder en stigning i boligpriserne på op til 1/2 pct., jf. tabel 9. Hvis 40 pct. af de 2/3 vælger et 40-årigt lån, betyder det en stigning i boligpriserne på omkring 1 1/4 - 1 3/4 pct. isoleret set. Endelig hvis hele 70 pct. af de 2/3 vælger et 40-årigt lån vil boligpriserne kunne stige med 2 1/4 - 3 1/4 pct. Det er under en forudsætning om en lånegrænse på 75 pct. En lånegrænse på 70 pct. vil kun gøre afdragseffekten marginalt lavere.

**Tabel 9 10 års løbetidsforlængelse og boligprisstigninger**

Lånegrænse	Lån med afdrag hvor løbetid forlænges, pct. <sup>1</sup>	Boligprisstigning, pct. <sup>2</sup>
75 pct.	10 pct.	0 - ½
	40 pct.	1¼ - 1¾
	70 pct.	2¼ - 3¼
70 pct.	10 pct.	0 - ½
	40 pct.	1¼ - 1¾
	70 pct.	2 - 3

Anm.: Finansieringen består af et 5 pct. SDO-lån op til lånegrænsen og resten af finansieringen sker med et 7 pct. banklån. Alle lån amortiseres som annuitetslån. Antaget at løbetiden på SDO-lånet stiger fra 30 år til 40 år, mens løbetiden på banklånet er uændret på 25 år.

<sup>1</sup>Refererer til andelen af de eksisterende lån, som ikke er afdragsfrie lån (ca. 2/3 af alle lån, idet afdragsfrie lån udgør omkring 1/3).

<sup>2</sup>Boligpriseffekt ved udelukkende at afdragsraten reduceres. Der er tale om en isoleret effekt på lang sigt fra øget strukturel efterspørgsel givet fast boligudbud.

Kilde: Egne beregninger.

Samlet set er der altså tale om relativt små bruttoeffekter. På den ene side vil muligheden for lavere 1. års afdrag fra længere løbetider kunne bidrage til øget efterspørgsel og marginalt højere boligpriser, jf. tabel 9. På den anden side vil en lavere lånegrænse bidrage til marginalt øgede renteudgifter og dermed dæmpe efterspørgslen og boligpriserne, jf. tabel 8. Det er kun, hvis en meget stor del af de, der i dag har lån med afdrag, vælger lån med løbetider på f.eks. 40 år, at boligefterspørgslen øges samlet set.

Det taler samlet set for, at en reduktion af lånegrænsen til 70-75 pct., vil være tilstrækkeligt til at undgå en øget boligefterspørgsel på kort sigt.

Umiddelbart vil en lånegrænse på 70 pct. frem for 75 pct. give mere sikkerhed for, at efterspørgslen afdæmpes tilstrækkeligt. Det bemærkes, at ud fra et konkurrencemæssigt synspunkt vil en belåningsgrænse på 75 pct. svare til grænsen i lande som Sverige og Irland. I modsat retning trækker Tyskland, som har en lavere lånegrænse, jf. tabel 5. Det vil dog ud fra en konkurrencemæssig betragtning umiddelbart være mindre relevant.

I forhold til risiko for en negativ priseffekt må bemærkes, at det ikke synes at være en reel risiko, når der rent lovmæssigt fortsat vil være muligt at belåne op til 80 pct. – altså bevare de nuværende regler.

Det skal understreges, at vurderingen er behæftet med stor usikkerhed, og at den bygger på en række eksemplificerede antagelser omkring rentesatser og låntageradfærd.

Ud fra et langsigtet perspektiv kan et større europæisk integreret marked for SDO-udstedelser samt en potentiel øget konkurrence blandt inden- og

udenlandske institutter formodentligt bidrage til marginalt lavere finansieringsomkostninger ved boligkøb. Det vil have en gunstig effekt på både boliginvesteringer og forbrug.

#### *8.4 Mere eller mindre koncentration af risici*

Pengeinstitutternes mulighed for at udstede særligt dækkede obligationer på balancen kan føre til, at en større andel af boliglån med sikkerhed i fast ejendom vil komme på pengeinstitutternes balance, end det er tilfældet i dag.

En forøget andel af boliglån med sikkerhed i ejendomme vil betyde en forbedret gennemsnitlig bonitet af pengeinstitutts samlede aktiver. Der kan dog ikke konkluderes noget entydigt om boniteten af den del af aktiverne, der ligger i pengeinstitutts øvrige aktivitet uden for cover-poolen.

På den ene side vil der være en tendens til, at institutterne vil få samlet deres mest sikre aktiver i cover-poolen for at kunne opfylde kravet om løbende LTV-overholdelse – særligt i perioder med ejendomsprisfald. Derved vil der alt andet lige ske en forringelse af den gennemsnitlige bonitet af de aktiver, der ligger uden for cover poolen, og som skal tjene til dækning af de almindelige kreditorer.

På den anden side skal de legale rammer for særligt dækkede obligationer være med til at sikre, at der i forbindelse med udsteders eventuelle konkurs mindst vil være tilstrækkeligt med aktiver i cover-poolen til at dække obligationsinvestorerens tilgodehavender. Et eventuelt overskud fra cover-poolen vil komme til at indgå i den øvrige konkursmasse og derved komme de almindelige kreditorer til gode.

Kravet om et balanceprincip for særligt dækkede obligationer for pengeinstitutter vil betyde en begrænsning af risici for cover-registeret, men ikke for pengeinstitutts samlede balance. Balanceprincippet vil sammen med det løbende LTV-krav være med til at sikre obligationsinvestorerne og dermed give billigere funding, mens det ikke vil være entydigt, hvorledes det vil påvirke risikoen ved pengeinstituttet samlet set.

Særligt dækkede obligationer vil give pengeinstitutterne endnu en funding-mulighed. Der vil blive tale om billig funding set i forhold til f.eks. udstedelse af bankobligationer, særligt i en situation med store kreditspænd, men ikke i forhold til indskud. Pengeinstitutternes øgede bevilling af prioritetslån de seneste år har skabt et finansieringsbehov i pengeinstitutterne, jf. figur 3, og muligheden for særligt dækkede obligationer vil betyde flere fundinginstrumenter, således at fundingrisikoen kan diversificeres. Det vil bidrage til den finansielle stabilitet. Derudover vil eventuel udstedelse af obligationer med længerevarende løbetider bedre kunne matche løbetiden på lange aktiver og herved mindske risikoen for likviditetsproblemer for pengeinstituttet.

## 9. Konsekvenserne for låntagerne

### 9.1 Private husholdninger

Udbuddet af produkter på området for boligfinansiering i Danmark har været tiltagende siden midten af 90'erne. Hertil kommer, at forskelligheden i den faktiske anvendelse af låntyperne i internationalt perspektiv vurderes at være stort.

På realkreditsiden anvendes obligationsbaserede lån hovedsageligt centreret om fastforrentede lån med en tilbagebetalingsoption, lån med rentetilpasning med og uden renteloft samt afdragsfrie lån. På pengeinstitutsiden anvendes traditionelle banklån med pant i ejendomme primært til restfinansieringen. De senere år, hvor renteniveauet har været forholdsvis lavt, har prioritetslånene dog været i skarp konkurrence til de almindelige realkreditlån.

Der gælder som omtalt i dag, at den maksimale løbetid på et realkreditlån er 30 år.<sup>11</sup> Der gælder endvidere for lån til helårsboliger og fritidshuse, at de skal amortiseres over løbetiden med en ydelse svarende til et annuitetslån. Inden for disse 30 år er der dog mulighed for op til 10 års afdragsfrihed.

Modellen implicerer, at pengeinstitutterne fremover lettere vil kunne tilbyde tilsvarende produkter som realkreditinstitutterne.

Det synes som omtalt endvidere hensigtsmæssigt, at der bliver mulighed for at tilbyde lån uden de nuværende begrænsninger på løbetider og afdragsfrihed, men mod at lånegrænsen samtidig sænkes af hensyn til den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

På den baggrund er det vurderingen, at det samlede produktudbud på markedet for udlån til husholdningerne kan blive forøget. Det vil være tilfælde, hvis nogle låntagere efterspørger lån med f.eks. længere løbetider i forhold til, hvad der er muligt i dag. Og kombineret med, at nogle institutter samtidig udnytter den foreslåede frihed til at vælge et setup uden begrænsninger på løbetider og afdragsfrihed men med en lavere lånegrænse.

Nogle låntagere kunne måske have en interesse i at efterspørge et 50-årigt lån ud fra ønsket om en lavere månedlig ydelse efter skat. Ved eksempelvis at gå fra et 30-årigt fastforrentet lån på 1 mio. kr. med en rente på 5 pct. til et tilsvarende 50-årigt lån kan 1. års ydelsen efter skat reduceres med omkring 10.000 kr. årligt eller omtrent 850 kr. per måned, jf. tabel 10. Omvendt vil muligheden i dag for afdragsfrihed være en anden måde

---

<sup>11</sup> Den maksimale løbetid er dog 35 år for lån til alment boligbyggeri, ungdomsboliger og private andelsboliger, såfremt långivningen sker på grundlag af tilsagn om støtte efter lov om almene boliger samt støttede private andelsboliger m.v.

at opnå en lavere ydelse. Her vil 1. års ydelsen efter skat kunne reduceres med knapt 15.000 kr. eller ca. 1.200 per måned ved at vælge et 30-årigt fastforrentet lån med afdragsfrihed. Det svarer i princippet til ydelsen på et fastforrentet lån med uendelig løbetid.

**Tabel 10 1. års afdrag, renter og ydelser før og efter skat for forskellige løbetider**

Løbetid	Rentebetaling, DKK	Afdragsbetaling, DKK	Ydelse (før skat), DKK	Ydelse (efter skat), DKK
30 år	49.725	14.809	64.534	48.125
50 år	49.914	4.633	54.547	38.076
100 år	49.993	357	50.350	33.852
Perpetuitet (uendelig)	50.000	0	50.000	33.500

Anm.: Lån på 1 mio. kr. med en årlig forrentning på 5 pct. og 4 årlige terminer. Der ses bort fra eventuelle stiftelsesomkostninger og løbende bidrag. Rentefradragssatsen er sat til den gældende på 33 pct.

Kilde: Egne beregninger.

Såfremt de private husholdninger i stigende grad vil benytte boligbelåning uden om realkrediten, vil dette kunne have betydning for gennemsigtheden i markedet. Langt hovedparten af boligfinansieringen for private husholdninger sker i dag i realkreditsystemet til en pris, der er renten på obligationen tillagt en bidragssats samt evt. stiftelsesomkostninger. Disse omkostninger vil givetvis i fremtiden i højere grad skulle sammenlignes med en årlig omkostning i procent (ÅOP) i pengeinstitutterne, hvor ÅOP'en udtrykker et samlet omkostningsbeløb.

Som omtalt i afsnit 8 kan det ikke forventes, at de nye regler for SDO-udstedelse vil medføre en væsentlig reduktion i prisen på de private husholdningers låntagning set i forhold til i dag hos realkreditinstitutterne.

## 9.2 Erhverv

I forhold til den nuværende finansiering af forskellige former for erhvervsejendomme vil indførelsen af særligt dækkede obligationer isoleret set medføre en række ændringer.

### Landbrugsejendomme

Aktuelt er belåningsgrænsen for landbrugsejendomme 70 pct. Ifølge de nye direktivkrav til særligt dækkede obligationer vil der skulle stilles ekstra sikkerhed på 10 pct. fra instituttets side ved en belåning over 60 pct.

For en landbrugsejendom med 70 pct. belåning og en værdi på 1 mio. kr. er fortolkningen, at der skal stilles supplerende sikkerhed på 10 pct. af 100.000 kr. (700.000 – 600.000) svarende til 10.000 kr. i ekstra sikkerhed.



Dette må forventes at fordyre belåningen for landbruget. Det skyldes, at kreditinstituttet skal binde mere kapital en hidtil for udlån mellem 60 og 70 pct. af ejendommens værdi.

I henhold til værdiansættelsen af landbrugsejendomme i dag er det muligt i et vist omfang også at belåne løsøre. Af det nye direktiv fremgår det, at der kan gives lån med sikkerhed i ”fast ejendom”. Det synes derfor mest hensigtsmæssigt, at der i definitionen af fast ejendom fremover alene kan medtages løsøre i begrænset omfang i forhold til i dag. Det skyldes, at direktivet ikke synes at ligge op til en sådan udvidet fortolkning

Der lægges til grund, at mur- og nagelfast tilbehør kan indgå i definitionen af den faste ejendom. Herudover vil permanente indretninger til brug for virksomhedens drift samt besætninger på landbrugsbedrifter kunne indgå ud fra en nærmere afgrænsning.

Argumentet for at kun besætningen (i en nærmere afgrænset form) kan indgå som en del af den faste ejendom skyldes, at en sådan besætning må siges at indgå som varig del af produktionsapparatet i modsætning til kornlagre, maskinparker mv. Under en forudsætning om at kun sådanne besætninger kan indgå i belåningsgrundlaget, medfører det, at landbrugsejendomme uden besætning, men f.eks. med driftsmateriel i form af traktorer og andre maskiner, ikke længere får adgang til at kunne medtage disse aktiver i værdiansættelsen. Belåningsgrundlaget overfor denne type landbrugsejendomme vil derfor blive indskrænket. For landbrug, der baserer produktionen på en besætning, vil der også være en indskrænkning i forhold til de nuværende regler, da der i disse landbrug heller ikke længere vil kunne ske medbelåning af f.eks. landbrugskøretøjer, sådan som tilfældet er i dag.

Samlet set er der næppe tvivl om, at det vil blive dyrere at belåne landbrugsejendomme på baggrund af SDO'er. Det må med den analyserede implementeringsmodel dog formodes, at en del af belåningen af landbrugsejendomme fremover stadig vil ske under de nugældende regler for realkreditbelåning. Det vil så fremover ske på baggrund af realkreditobligationer, der ikke er SDO'er.

Finansieringen vil dog fortsat være lidt dyrere end den, som erhvervet har adgang til i dag, da obligationerne ikke vil kunne opnå kapitalkravsvægtning som særligt dækkede obligationer. Hertil kommer spørgsmålet om, hvilken likviditet der vil være i sådanne serier. Det vil f.eks. afhænge af, om der er et realkreditinstitut, der vælger at specialisere sig inden for denne form for obligationsudstedelse.

### Industriejendomme

I forhold til belåningen af industriejendomme fundet med SDO'er vil der også ske ændringer. Belåningsgrænsen på 60 pct. er uændret, men måden, hvorpå værdien af ejendommen opgøres, ændres. Hidtil har det været mu-

ligt at værdiansætte ejendommene til genanskaffelsespris. Fremover skal der anvendes en markedsværdioppgørelse, hvor lån udover 60 pct. heraf skal dækkes fuldt ud af supplerende sikkerhedsstillelse.

Forskellen mellem disse to opgørelser kan være ganske stor. Genanskaffelsesværdien i dag er typisk væsentligt højere end markedsprisen. Det betyder, at den nuværende lånegrænse på 60 pct. reelt er højere. Såfremt genanskaffelsesværdien ligger over markedsprisen er der i dag et mindre kapitalkrav til at afdække denne risiko. Med et formelt krav om 60 pct. af markedsværdien i henhold til reglerne om særligt dækkede obligationer vil der dog ske en væsentlig forandring af erhvervslivets lånemuligheder i forhold til industriejendomme.

For realkreditinstitutter, der yder nye lån til industriejendomme, vil der blive stillet krav til supplerende sikkerhedsstillelse i det långivende institut, såfremt der ydes lån i hidtidigt omfang på grundlag af genanskaffelsesværdimetoden. For realkreditinstitutter gælder dog også, at der allerede ved fremtidige refinansieringer af igangværende låneaftaler kan blive tale om supplerende sikkerhedsstillelse ved udstedelse af nye refinansieringsobligationer. Det skyldes, at direktivets overgangsordning måles på obligationernes udstedelsesdato. I denne forbindelse bemærkes det, at variabelt forrentede udlån til industri og håndværk mv. udgør ca. 1/10 af institutternes samlede variabelt forrentede udlån.<sup>12</sup> Dette forhold vil få betydning for, hvor meget institutternes kapitalbehov ændres som følge af de nye kapitaldækningsregler i øvrigt.

For belåning af løsøre i forhold til industriejendomme, vurderes det som for landbrugsejendomme mest hensigtsmæssigt, at løsøre kun i begrænset omfang kan indgå som en del af den faste ejendom. Det betyder f.eks. at visse driftsmidler så ikke længere vil kunne medbelånes.

Igen skal det som for belåning af landbrugsejendomme bemærkes, at belåning af industriejendomme mv. fremover stadig vil kunne ske under de nugældende regler for realkreditbelåning. Det vil så ske på baggrund af realkreditobligationer, der ikke er SDO'er.

Alternativt vil pengeinstitutterne have mulighed for at tilbyde en højere belåning af erhvervsejendomme end de 60 pct. af markedsværdien gennem lån, der ikke er finansieret med særligt dækkede obligationer. Foruden danske kreditinstitutter med fokus på erhvervsejendomsfinansiering, kan det også tænkes, at udenlandske kreditinstitutter vil forsøge at få større markedsandele på dette segment. Det må samlet set forventes, at finansieringsomkostningerne kan blive højere som følge af de nye direktivkrav.

---

<sup>12</sup> Opgjort på ejendoms-kategorier var det samlede variabelt forrentede udlån på ca. 870 mia. kr. i juli 2006, jf. "Balance- og strømstatistik for MFI-sektoren", Danmarks Nationalbank.

## 10. Variationer til implementeringsmodellen

Det belyses i det følgende, hvorledes nogle af de ovennævnte hensyn og faktorer berøres, såfremt der ændres i implementeringsmodellen.

### *a) Pengeinstitutterne kan ikke udstede på egen balance*

En ændring kunne være, at der ikke indføres mulighed for danske pengeinstitutter til at udstede SDO'er på egne balancer, men kun som nu via datterselskaber.

Man kunne så for realkrediten nøjes med at indføre de supplerende krav, der skal til, for at realkreditobligationerne automatisk opfylder kravene til at være SDO (løbende overholdelse af LTV-krav og tilpassede værdiansættelsesregler).

Pengeinstitutterne vil ikke få adgang til den billige funding, som SDO-udstedelse giver mulighed for. Den indenlandske konkurrencesituation vil derfor være relativt uændret i forhold til situationen i dag.

I forhold til konkurrencen fra udlandet vil de danske pengeinstitutter givetvis på sigt blive dårligere stillet, da udenlandske institutter har adgang til at udstede SDO'er. Det er derfor sandsynligt, at pengeinstitutterne med denne variation til implementeringsmodellen vil overveje at udstede SDO'er fra udlandet. Udstedelse fra udlandet vil alt andet lige give de større pengeinstitutter en fordel, da disse i højere grad er koncernforbundne med udenlandske institutter.

### *b) Kun én type SDO og uden videreførelse af nuværende lovgivning*

En anden ændring kunne være, at der kun findes SDO'er og kun af én type, som vil kunne blive udstedt af både pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Disse obligationer skulle opfylde alle kravene, der i dag stilles til realkreditobligationer plus de supplerende direktivkrav. Obligationerne svarer derfor i hovedtræk til de særligt dækkede obligationer i den analyserede implementeringsmodel, som penge- og realkreditinstitutterne kan udstede (udover at realkreditinstitutterne i implementeringsmodellen også kan udstede særligt dækkede realkreditobligationer samt realkreditobligationer, der ikke er SDO'er).

Modellen har bl.a. den ulempe, at den ikke giver mulighed for belåning under de nugældende regler for realkreditbelåning. Det kan bl.a. betyde mindre fleksibilitet ved belåning af landbrugs- og industrijendomme, fsva. krav om ekstra sikkerhedsstillelse og ændrede værdiansættelsesregler.

### *c) Balanceprincippet lempeligere end det nuværende danske*

Formålet med et balanceprincip er at begrænse ubalancer mellem betalingerne på de udstedte obligationer mv. på den ene side og indbetalingerne på lånene på den anden side. Dette princip kan være mere eller mindre fleksibelt, altså opfyldes på forskellige måder, samt mere eller mindre

stramt, altså hvor store ubalancer der tillades. Her diskuteres alene stramheden.

Denne variation af implementeringsmodellen indeholder et balanceprincip, som opfylder direktivets mindstekrav, men er lempeligere end det nuværende danske balanceprincip.

Overordnet set må det forventes, at et lempeligere balanceprincip vil kunne forringe ratingen for udstedelser fra særligt de mindre institutter. Det vil kunne forværre konkurrencesituationen mellem store og små institutter, idet de små institutter ikke har nær så god en institutrating at kunne drage fordel af. Det kan derfor være hensigtsmæssigt for konkurrencesituationen, at lovgivningen sikrer, at et tilpas stramt balanceprincip også fremover er opfyldt.

I praksis kan der dog udformes en række mere fleksible krav til hvordan ubalancer mellem betalingerne begrænses, men som dog stadig opfylder den nuværende stramhed og direktivets mindstekrav. Sådanne mere fleksible krav kan i nogen grad mindske sandsynligheden for, at nogle institutter udsteder SDO'er i udlandet. Det er som nævnt nedsat en arbejdsgruppe, der ser på denne fleksibilitet.

### Appendiks A: Kapitaldækning af særligt dækkede obligationer

I det følgende beskrives kapitaldækningsreglerne for særligt dækkede obligationer, således som de vil være efter indførelsen af de nye EU-kapitaldækningsregler, der implementerer Basel II.

Ifølge de gældende regler<sup>13</sup> kan medlemslandene tildele en 10 pct. risikovægt til særligt dækkede obligationer, således som de er defineret i UCITS-direktivets<sup>14</sup> artikel 22, stk. 4, i stedet for den risikovægt på 20 pct., som normalt gælder for kreditinstitutters obligationsudstedelser. Blandt de 15 "gamle" EU-lande var det 10, der opererede med 10 pct. muligheden.

Under de nye regler vil man også kunne få en lempeligere kapitalbelastning ved investeringer i særligt dækkede obligationer end ved investeringer i andre obligationer udstedt af kreditinstitutter. Reglerne om særligt dækkede obligationer er ikke en del af Basel II. I EU har man alligevel fundet det væsentligt at inkludere regler for kapitaldækning af positioner i særligt dækkede obligationer i forbindelse med gennemførelsen af Basel II i kapitaldækningsdirektivet. Baggrunden er bl.a., at en del EU-lande inden for de senere år har gennemført regulering om særligt dækkede obligationer, og at markedet for disse produkter er stort eller stærkt voksende i en række medlemslande. De internationalt mest kendte former for særligt dækkede obligationer er de tyske pfandbriefe.

Om særligt dækkede obligationer hedder det bl.a. i det nye direktiv (Bilag VI til direktivet): *"Ved "dækkede obligationer" [særligt dækkede obligationer] forstås de obligationer, der er defineret i artikel 22, stk. 4 i direktiv 85/611/EØF (UCITS) og sikret ved et af de følgende anerkendte aktiver:"*

Herefter følger kravene til sikkerheder. Mens den generelle EU-definition af særligt dækkede obligationer i UCITS-direktivets artikel 22, stk. 4 er meget bred og tager højde for forskellige medlemslandes ret forskellige nationale opfattelser af, hvad særligt dækkede obligationer er, er der altså til brug for kapitaldækningsbetemmelserne lavet en mere snæver definition af, hvilke særligt dækkede obligationer, der kan give lempeligere kapitalkrav.

Særligt dækkede obligationer behandles i kapitaldækningsdirektivet som engagementer med kreditinstitutter. Det betyder, at kapitalbelastningen for et institut, der er investor i særligt dækkede obligationer, kan afhænge af det udstedende instituts kreditværdighed, idet der tages hensyn til den særlige sikkerhed, der kendetegner særligt dækkede obligationer. Med

---

<sup>13</sup> Artikel 63 (2) i Direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000.

<sup>14</sup> Direktiv 85/611/EF, ændret ved Direktiv 2001/108/EF af 21. januar 2002.

andre ord kan kapitalbelastningen afhænge både af *modparten* og af hvilket finansielt *instrument*, der er tale om.

For engagementer med kreditinstitutter, herunder altså særligt dækkede obligationer, giver direktivet de nationale myndigheder to forskellige muligheder for implementering i national regulering:

1. Kreditinstitutter tildeles rating på baggrund af ratingen i det land, hvori de respektive institutter er hjemmehørende. Institutterne tildeles en rating ét niveau lavere end dets hjemland.
2. Kreditinstitutternes egne ratings anvendes direkte.

I begge tilfælde skal der være tale om ratings tildelt af internationalt anerkendte ratingbureauer.

### For institutter på standardmetoden

Nedenfor er angivet risikovægte for udsteder og særligt dækkede obligationer for institutter, der vil komme på den mest simple metode, standardmetoden, for kapitalkrav. Som det ses, opnås der en betydelig "rabat" for særligt dækkede obligationer.

**Tabel 11 Risikovægte fordelt på ratingkategori af udsteder**

Ratingkategori af udsteder	1	2	3	4	5	6
Risikovægt for engagement (senior exposure) med udsteder som har sit hjemlands rating	20	50	100	100	100	150
Risikovægt for engagement (senior exposure) med udsteder, som har egen rating	20	50	50	100	100	150
Risikovægt for særligt dækkede obligationer	10	20	50/20	50	50	100

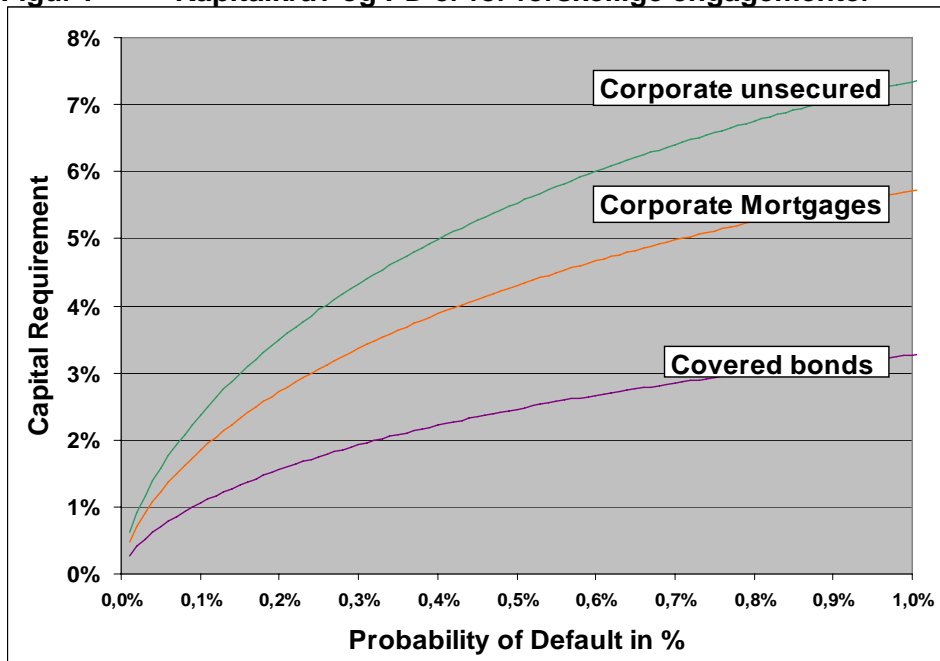
### For institutter på IRB-metoderne

Da placeringer i særligt dækkede obligationer som nævnt behandles som engagementer med kreditinstitutter, vil kapitalbelastningen afhænge af, om investor er på den simple eller den avancerede IRB-metode. For begge metoder afhænger kapitalbelastningen af den PD (probability of default), der beregnes for udstederen, og af den LGD (loss given default), der anvendes. Forskellen er, at mens institutter på den avancerede IRB-metode selv skal estimere (bl.a.) begge disse parametre, skal institutter på den simple IRB-metode kun estimere PD, mens LGD er fastlagt i direktivet.

I henhold til direktivet tildeles særligt dækkede obligationer en LGD på 12,5 pct. for institutter på den simple IRB-metode. I en overgangsperiode frem til udgangen af 2010 kan der dog – under en række forudsætninger – anvendes en LGD på 11,25 pct.

Nedenstående figur 7 illustrerer, hvorledes kapitalbelastningen for givne værdier af PD øges, hvis der er mindre sikkerhed – her illustreret ved sammenligning mellem særligt dækkede obligationer og erhvervsmæssige engagementer, henholdsvis uden sikkerhed og med sikkerhed i erhvervsejendomme.

**Figur 7 Kapitalkrav og PD'er for forskellige engagementer**



### Konklusion

Udsteders og/eller obligationens rating har betydning for hvorledes investorerne skal kapitaldække deres investering i tilfælde, hvor følgende tre forhold er opfyldt samtidigt:

1. Investor er et finansielt institut underlagt EU's kapitaldækningsdirektiv.
2. Investors kapitalkrav beregnes efter standardmetoden.
3. Investor er hjemmehørende i et land, der anvender udstedernes egen rating – i modsætning til udstederens hjemlands rating – som kriterium for kapitalbelastning.

eller hvor følgende tre forhold er opfyldt samtidigt:

1. Investor er et finansielt institut underlagt EU's kapitaldækningsdirektiv.
2. Investor er på en af IRB-metoderne.
3. Udsteders rating indgår i investors estimater af værdier for PD.

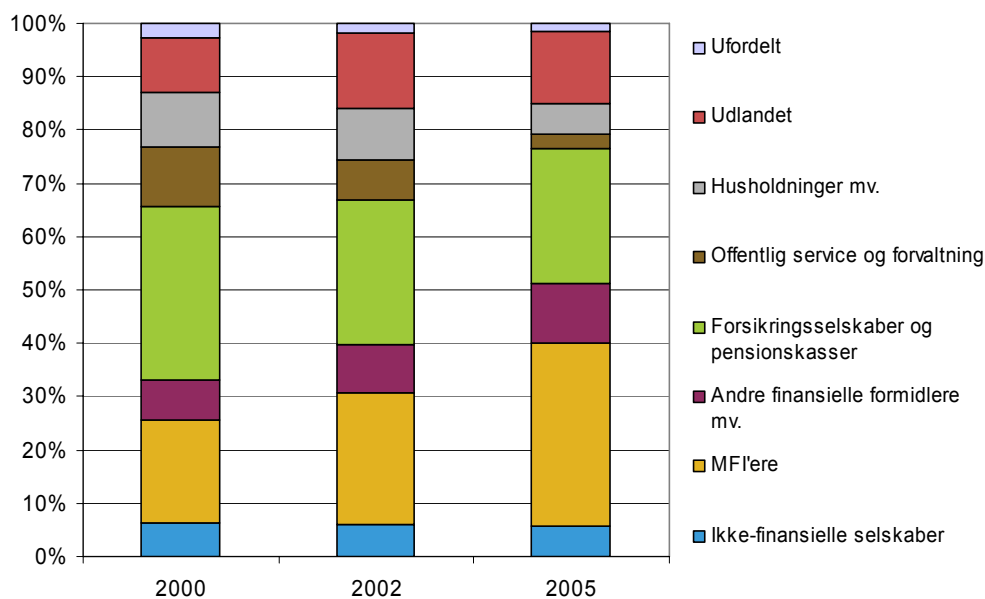
### Appendiks B: Investorfordeling for danske realkreditobligationer

Udenlandske investorerers ejerandel af danske realkreditobligationer har været svagt stigende. Fra at udgøre gennemsnitligt 10 pct. i 2000 udgjorde den udenlandske ejerandel 13 pct. i 2005, jf. figur 8. Endvidere er MFI-sektorens ejerandel steget betydeligt fra omkring 19 pct. i 2000 til 34 pct. i 2005, mens investeringsforeningernes ejerandel (andre finansielle formidlere mv.) er steget fra 7 pct. til 11 pct.

Den stigende ejerandel for MFI'er kan i høj grad tilskrives udviklingen i realkreditobligationernes karakteristika de senere år. Det delvise skift fra udstedelse af 30-årige konverterbare obligationer til kortfristede inkonverterbare obligationer, har bl.a. givet MFI'erne et alternativ til de traditionelle pengemarkedsinstrumenter.

Den stigende ejerandel for udlandet, MFI'er og investeringsforeningerne modsvares primært af, at husholdningerne og staten (i form af Den Sociale Pensionsfond), ejer stadig færre realkreditobligationer både relativt og absolut. Fra at udgøre gennemsnitligt 10 pct. i 2000 udgjorde husholdningernes direkte ejerandele 6 pct. i 2005. Et faldende renteniveau siden 2000 kan have fået flere husholdninger til at placere deres opsparing i aktier, der typisk har et højere forventet afkast men også en højere risiko. Endelig er pensionsinstitutternes ejerandel reduceret fra 33 pct. til 26 pct., men beholdningen har dog været stigende i absolutte termer.

**Figur 8** Investorfordeling for danske realkreditobligationer



Kilde: Danmarks Nationalbank (MFI-statistik).



### **Appendiks C: Geografiske begrænsninger i udvalgte lande**

Der refereres i appendiks til de afsnit i tysk, irsk og svensk lovgivning om særligt dækkede obligationer, hvor typer af aktiver, der kan lægges til grund for særligt dækket obligationsudstedelse, behandles.

#### Sverige

*"3 kap. Emittentinstitutets verksamhet Tillåtna krediter i säkerhetsmassan*

*1 § Säkerhetsmassan får bestå av 1. krediter som lämnats mot inteckning i fast egendom som är avsedd för bostads-, jordbruks-, kontors- eller affärsändamål, mot inteckning i tomträtt som är avsedd för bostads-, kontors- eller affärsändamål, mot pant i bostadsrätt eller mot motsvarande utländska säkerheter (hypotekskrediter), förutsatt att krediterna uppfyller de villkor som uppställs i 3-7§§, och*

*2. krediter för vilka låntagare som avses i 3 kap. 1 § första stycket A 2-6 lagen (1994:2004) om kapitaltäckning och stora exponeringar för kreditinstitut och värdepappersbolag svarar eller garanterar (offentliga krediter)."*

#### Tyskland

*"§ 13 Location of the collateral*

*(1) 1 The mortgages must encumber properties, rights equivalent to real property or such rights under a foreign legal system that are comparable with rights equivalent to real property under German law.*

*2 The encumbered properties and the properties in respect of which the encumbered rights exist must be situated in a Member State of the European Union or another Contracting State to the Agreement on the European Economic Area, in Switzerland, in the United States of America, in Canada or in Japan; the total volume of the loans in states not belonging to the European Union for which it is not ensured that the preferential right of the Pfandbrief creditors in accordance with § 30 par. 1 extends to the claims of the Pfandbrief bank deriving from these lendings may not exceed ten percent of the total volume of the loans in the case of which the preferential right is ensured.*

*(2) It shall be permitted to lend on rights limited in time only if the scheduled repayment of the mortgage ends not more than ten years before the right expires and does not last longer than is necessary in accordance with economic principles to write off the building in the books."*

## Irland

"33.—(1) Any mortgage credit asset or substitution asset located within an EEA country may be included in a cover assets pool maintained by a designated mortgage credit institution.

(2) A designated mortgage credit institution may not include in a cover assets pool maintained by the institution a mortgage credit asset or substitution asset that is located within one or more category A countries if, after the inclusion of the asset in the pool, the total prudent market value of all mortgage credit assets and substitution assets comprised in the pool located in all such countries would exceed the prescribed percentage of the total prudent market value of all mortgage credit assets and substitution assets that are then included in the pool. For the purposes of this subsection, the prescribed percentage is 15 per cent or, if the regulations prescribe some other percentage, that percentage.

(3) A designated mortgage credit institution may include in a cover assets pool maintained by the institution mortgage credit assets or substitution assets that are located within a category B country only if—

(a) the country is a country designated by an order made under subsection (4), and

(b) the institution complies with any restrictions specified in the order.

(4) The Minister may, by order notified in *Iris Oifigiúil*, specify a category B country for the purposes of subsection (3). The Minister shall include in such an order restrictions as to the prudent market value of the mortgage credit assets and substitution assets referred to in subsection (3) that a designated mortgage credit institution can include in the cover assets pool as a percentage of the total prudent market value of mortgage credit assets and substitution assets included in the pool.

(5) A designated mortgage credit institution may not include in a cover assets pool a mortgage credit asset that is secured on commercial property if, after inclusion of the asset in the pool, the total prudent market value of all mortgage credit assets so secured would exceed the prescribed percentage of the total prudent market value of all mortgage credit assets and substitution assets then comprised in the pool. For the purposes of this subsection, the prescribed percentage is 10 per cent or, if the regulations prescribe some other percentage, that other percentage.

(6) A designated mortgage credit institution may not include in a cover assets pool a mortgage credit asset if a building related to that mortgage credit asset is being or is to be constructed until the building is ready for occupation as a commercial or residential property."

## Appendiks D: Pantebreve i udvalgte lande

Nedenfor beskrives i oversigtsform panteretlige instrumenter, der benyttes i udvalgte europæiske lande for at opnå prioritetssikret pant i fast ejendom.

### Tyskland

- Pantedokumentet *Hypothek*, der kan sammenlignes med et direkte pantebrev i Danmark, benyttes ikke i praksis.
- I praksis benyttes det elektronisk registrerede pantedokument *Buchgrundschuld* (betegnes også *Brieflose Grundschuld*), som kombineres med en sikringsaftale (*Sicherungsvereinbarung*) og en låneaftale (*Darlehensvertrag*), således at der i alt benyttes tre selvstændige dokumenter.
- Det sikrede gældsforhold fremgår ikke af pantedokumentet, men panthavers navn fremgår.
- Panteret for pantedokumentets hovedstol, som opskrives med en opskrivnings-rente (typisk 18 pct.pct.). Tillige pant for omkostninger på 5 pct. af hovedstolen.
- Sikringsakten for panteretten er tinglysning. Ved elektroniske pantedokumenter skal efterfølgende ændringer, herunder transporter, tinglyses. Ved papirbaserede pantedokumenter skal efterfølgende transporter sikres ved rådighedsberøvelse af det fysiske pantebrev.
- Der er direkte adgang til tvangsfuldbyrdelse på grundlag af eksigibilitetsklausul i pantedokumentet. Da pantedokumentet ikke er et fysisk dokument, er eksigibiliteten formelt knyttet til den af notaren udstedte bekræftelse (*Grundschuldbestellung*).

### Norge

- Pantedokumentet (*pantedokument*) kombineres med et gælds-brev og en standardiseret pantsætningserklæring, således at der udstedes tre selvstændige dokumenter.
- Det sikrede gældsforhold fremgår ikke af pantedokumentet, men panthavers navn fremgår.
- Udover pantebeløbet er der panteret for to års renter.
- Sikringsakten for panteretten er tinglysning i *Grunnboken* kombineret med rådighedsberøvelse af det fysiske pantedokument. Panthaver kan få noteret sit navn i *Grunnboken*, men notering er ikke nødvendig og heller ikke tilstrækkeligt som sikringsakt.

- Gælds brevet giver direkte adgang til tvangsfuldbyrdelse.

### Sverige

- Pantedokumentet (*pantbrev / datapantbrev*) kombineres med et gælds brev (*skuldebrev*) og en pantsætningserklæring (*pantförskrivning*), således at der udstedes tre selvstændige dokumenter.
- Det sikrede gældsforhold fremgår ikke af pantebrevet. Panthavers identitet fremgår heller ikke.
- Panteret for pantbrevets hovedstol.
- Sikringsakten er tinglysning i *Fastighetsregisteret* og registrering af panthaver samme sted eller udlevering af det fysiske pantebrev (rådighedsberøvelse).
- Der kan gennemføres tvangsauktion via *Kronfogdemyndigheten*, men der kræves forudgående bekræftelse af fuldbyrdelsesadgangen (*eksekutionstitel*) fra *Kronfogdemyndigheten* eller dom.

### Spanien

- Pantedokumentet (*Hipoteca*) kombineres med en låneaftale. De to dokumenter kan sammenskrives i ét dokument.
- Ved almindeligt pantebrev (hipoteca) er det sikrede gældsforhold koblet direkte til pantedokumentet, mens der ved pantebrev med maksimeret pantebeløb (*hipoteca de maximo*) ikke nødvendigvis er en sådan kobling. For hipoteca de maximo amortiseres panteretten ikke.
- Panteret for lånets hovedstol (hipoteca) eller et maksimeret beløb (hipoteca de maximo).
- Sikringsakten er tinglysning i *Registro de la propiedad*.
- Eksigibilitet følger direkte af låneaftalen.

## Appendiks E: Balanceprincipper i udvalgte lande

### EU-reguleringen og balanceprincipper for SDO

Om særligt dækkede obligationer hedder det bl.a. i det nye kapitaldækningsdirektiv (Bilag VI til direktivet): "*Ved "dækkede obligationer" [særligt dækkede obligationer] forstås de obligationer, der er defineret i artikel 22, stk. 4 i direktiv 85/611/EØF (UCITS) og sikret ved et af de følgende anerkendte aktiver:*" [Herefter følger kravene til sikkerheder for særligt dækkede obligationer].

I UCITS-direktivets artikel 22, stk. 4 hedder det bl.a.: "*Specielt skal provenuet fra udstedelsen af disse obligationer i henhold til loven investeres i aktiver, som i tilstrækkelig grad i obligationernes samlede løbetid dækker de forpligtelser, der følger heraf, og som ifølge fortrinsret anvendes til tilbagebetaling af hovedstol og betaling af påløbende renter i tilfælde af misligholdelse fra emittentens side.*"

Formuleringen "i tilstrækkelig grad" er temmelig upræcis, og de forskellige medlemslande har da også haft forskellige udformninger af dette balanceprincip. Det er i hvert medlemsland den respektive tilsynsmyndighed, der skal meddele Europa-Kommissionen, hvilke papirer der kan opføres på Kommissionens liste med godkendte særligt dækkede obligationer.

I notat af 18. april fra Finanstilsynet til den lovforberedende arbejdsgruppe om særligt dækkede obligationer hedder det:

*"Udformningen af artikel 22, stk. 4 fandt sted med forbillede i den danske realkreditobligationsregulering, herunder balanceprincippet. .... På baggrund af, at formuleringen i artikel 22, stk. 4 har forbillede i det danske realkreditobligations-balanceprincip, må der antages at gælde et balanceprincip for også særligt dækkede obligationer - udstedelser. Det præcise danske balanceprincip kan næppe indfortolkes som et krav efter artikel 22, stk. 4. Det er dog nærliggende at indfortolke et princip svarende hertil. Det vil sige et princip, som lægger grænser på likviditetsubalancer, renterisici og valutarisici mv."*

### Det danske balanceprincip for realkreditinstitutter

Balanceprincippet for realkreditinstitutter, således som det er udformet i Danmark, skal sikre, at institutterne ikke påtager sig væsentlig anden risiko end kreditrisikoen, dvs. risikoen for at låntagerne ikke opfylder deres betalingsforpligtelser. Kreditrisikoen styres på anden vis, bl.a. ved de maksimale grænser for LTV.

Forskellene mellem de fremtidige udbetalinger (på udstedte realkreditobligationer og andre værdipapirer samt finansielle instrumenter) og de fremtidige indbetalinger (på pantebreve, finansielle instrumenter og placeringer) skal kunne opgøres på daglig akkumuleret tilbagediskonteret basis for alle fremtidige ind- og udbetalinger. I praksis gøres det ved at

summere de tilbagediskonterede værdier af de fremtidige daglige betalingsrækker, opgjort for henholdsvis den første dag, den anden dag, den tredje dag osv.

Balanceprincippet er, som det vil fremgå nedenfor, meget detaljeret udformet med løbende maksimale grænser for likviditetsunderskud, renterisiko og valutakursrisiko:

#### *Likviditetsunderskud*

Et fremtidigt likviditetsunderskud (ikke-tilbagediskonteret) for instituttet, som følge af at udbetalingerne overstiger indbetalingerne, må ikke i forhold til instituttets basiskapital overstige (de enkelte perioder nedenfor regnet fra opgørelsestidspunktet):

- 25 pct. i år 1-3.
- 50 pct. i år 4-10.
- 100 pct. fra og med år 11.

#### *Renterisiko*

Renterisikoen, som instituttet påtager sig som følge af de nævnte betalingsforskelle, må højst udgøre et beløb svarende til 1 pct. af instituttets basiskapital.<sup>15</sup> Renterisikoen skal opgøres som summen af renterisikoen for hver valuta, hvor instituttet har betalingsforskelle. Der kan ikke ske modregning mellem renterisici i de forskellige valutaer. For hver valuta opgøres renterisikoen som det største fald i nutidsværdien af betalingsforskellene opgjort under seks forskellige scenarier, eller stresstest. De seks scenarier er gengivet i appendiks F.

Renterisikoen på et realkreditinstituts fondsbeholdning må ikke overstige 8 pct. af instituttets basiskapital. Ved renterisikoen forstås her ændringen i nutidsværdien ved en ændring på 1 procentpoint i markedsrenten i enten opadgående eller nedadgående retning, alt efter hvad der giver det dårligste resultat for instituttet.

#### *Valutakursrisiko*

Valutakursrisikoen på instituttets aktiver, passiver og ikke-balanceførte poster må maksimalt udgøre 0,1 pct. af instituttets basiskapital. Valutarisikoen opgøres ved brug af den såkaldte valutakursindikator 2, der er et af de autoriserede indberetningsmål til Finanstilsynet.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Betalingsforskelle omfatter ikke betalingsoverskud som følge af, at debitor betaler sine ydelser eller dele heraf på et tidligere tidspunkt end instituttets betalinger til ejerne af de bagvedliggende realkreditobligationer, når kunden ikke har krav på en kompenserende betaling herfor.

<sup>16</sup> Valutaindikator 2 angiver det tab, som instituttet med 99 pct. sandsynlighed maksimalt kan pådrage sig inden for en 10-dages periode på de samlede valutapositioner. Dvs. at såfremt instituttet ikke ændrer valutaposition inden for de kommende 10 døgn, vil der være 1 pct. sandsynlighed for, at instituttet oplever et tab, der er

### *Brugen af finansielle instrumenter – og konsekvensen heraf*

Den tilladte brug af finansielle instrumenter i forbindelse med overholdelse af balanceprincippet er begrænset for visse typer af finansielle instrumenter. Optioner og andre tilsvarende afledte instrumenter med asymmetrisk afkast, der indgår i opgørelserne af fremtidige betalingsforskelle inden for balanceprincippet, må maksimalt have en løbetid på 4 år fra det tidspunkt, hvor låneaftalen indgås med låntageren. Renteswaps er omvendt ikke omfattet af denne 4 års begrænsning, da renteswaps har symmetrisk afkast.

Da realkreditinstitutterne således ikke gives fuld fleksibilitet til systematisk at styre overholdelsen af balanceprincippet ved brug af finansielle instrumenter, er der i praksis ikke andre muligheder end at sælge de risici, der knytter sig til lånene, bortset fra kreditrisici, videre i markedet, dvs. til obligationsinvestorerne. Det gælder f.eks. konverteringsoptionen. De begrænsede muligheder for at anvende finansielle instrumenter er med til at fastholde en meget tæt overensstemmelse mellem låne- og obligationskarakteristika, og de er med til at begrænse realkreditinstitutternes risici på modparter til finansielle instrumenter.

### *Særligt for serier og seriereservefonde*

Realkreditloven giver institutterne flere valg ved udstedelse af realkreditobligationer, herunder om udstedelse skal ske i *serier*, og om der skal være *solidarisk hæftelse* inden for en eller flere serier. Ved udstedelse i serier vil udstedelsen i dag typisk være struktureret således, at serierne indbyrdes hæfter solidarisk for hinanden med en fælles seriereservefond. En sådan strukturering kaldes af realkrediten for et ”kapitalcenter”.

For hver serie med en seriereservefond gælder balanceprincippets bestemmelser vedrørende likviditetsunderskud og renterisiko også inden for serien. Hertil kommer en ekstra begrænsning, nemlig at likviditetsunderskuddet i serier med solidarisk hæftelse maksimalt må svare til 1 pct. af basiskapitalen i serien.

En serie eller en gruppe af serier med seriereservefond kan optage hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital. Seriereservefondes midler skal holdes adskilt fra de øvrige midler i realkreditinstituttet.

Hvis et realkreditinstitut skulle gå konkurs, anvendes seriernes midler først til at betale obligationsinvestorerne i de pågældende serier (dvs. investorerne har en primær fortrinsstilling). Hvis realkreditinstituttet har

---

større end den beregnede værdi. Der tages i valutaindikator 2 højde for valutapositioners samvariation.

For valutaer, der ikke indgår i valutaindikator 2, dvs. valutaer hvor Nationalbanken ikke opgiver valutakurser, må nettopositionen for hver enkelt valuta maksimalt udgøre 5 mio. DKK.

udstedt obligationer i *instituttet* i øvrigt, har disse obligationsejere ligeledes primær fortrinsstilling til aktiver, som maksimalt kan udgøre pantebrevene samt 8 pct. af pantebrevenes risikovægtede værdi. Eventuelle overskydende midler indgår i den almindelige konkursmasse, og selv her har obligationsejerne en fortrinsstilling.

#### *Øvrige kommentarer*

Ratingbureauerne har generelt en meget positiv vurdering af den danske realkreditlovgivning, herunder af balanceprincippet. Der lægges vægt på, at reguleringen er både stram og detaljeret.

Moody's skriver bl.a.: *"The global balance principle ensures the closest possible match between mortgage loan payments and the bonds issued, thus keeping risks down"*.<sup>17</sup>

#### Det tyske balanceprincip

I juli 2005 trådte den nye tyske "Pfandbriefgestz" i kraft, herunder med et nyt balanceprincip.<sup>18</sup> Det nye tyske balanceprincip tjener overordnet det samme formål som det danske balanceprincip, men er i praksis udformet på en noget anden måde, jf. nedenfor. Det består basalt set i, at der løbende skal være en overdækning i den pulje af aktiver (cover-poolen), der stilles til sikkerhed for udstedelser af pfandbriefe/særligt dækkede obligationer.

De to overordnede "ben" i det tyske balanceprincip er:

- Den samlede nominelle værdi af udestående pfandbriefe skal til enhver tid være dækket af aktiver med mindst samme nominelle værdi og renteafkast.<sup>19</sup>
- Der skal være en overdækning beregnet på baggrund af nettonutidsværdier. Derivater (finansielle instrumenter) kan anvendes og indgår i opgørelsen. Til enhver tid skal nettonutidsværdien af aktiverne i en cover pool udgøre mindst 102 pct. af værdien af de pfandbriefe, som den pågældende cover-pool relaterer sig til. Nettonutidsværdierne beregnes dagligt.

Der er således ikke som i de danske regler særskilte grænseværdier for likviditetsrisici, renterisici og valutakursrisici. Disse grænseværdier er i tysk regulering implicit indeholdt i kravet om løbende overdækning på 2 pct. Overdækningen skal vel at mærke også være overholdt i tilfælde af

---

<sup>17</sup> "Danish Mortgage Bonds (Realkreditobligationer): Highly Secure Financial Instruments", Moody's Investor Service, May 2002.

<sup>18</sup> Loven samler de hidtil forskellige love om forskellige pfandbriefe og omfatter således både Öffentliche Pfandbriefe, Hypotheken Pfandbriefe og Schiffshypoteken Pfandbriefe.

<sup>19</sup> Hvis værdien ved indfrielse, som den kendes ved udstedelsestidspunktet, er højere end den nominelle værdi, er det værdien ved indfrielse, der skal være dækket.



visse bevægelser i renter og valutakurser. De udstedende institutter skal derfor løbende foretage stresstest af de beregnede nutidsværdier. Stress-test skal foretages for scenarier med renteændringer og scenarier med valutakursændringer. De konkrete regler for stresstest, herunder hvor meget der skal stresses, er beskrevet i, hvad der svarer til en bekendtgørelse udstedt af den tyske tilsynsmyndighed, BaFin. Der er tale om omfattende og forholdsvist teknisk komplicerede regler, hvis detaljer ikke vil blive gennemgået her. Som udgangspunkt skal der stresstestes med enten et statisk eller et dynamisk stressscenario, hvor man flytter den rentekurve, der anvendes ved beregning af nettonutidsværdierne. Det statiske scenario tager udgangspunkt i parallelle skift på 250 bp. i rentekurven. Det dynamiske scenario baserer sig ligeledes på skift i rentekurven, men her beregnes forskellige skift for forskellige løbetidssegmenter på rentekurven. Beregningerne foretages på baggrund af historisk volatilitet i de forskellige løbetidssegmenter og givne konfidensintervaller.

Overdækningen på baggrund af nettonutidsværdier skal være opfyldt også under de definerede stress-scenarier.

Opstår der fare for, at de 2 pct. overdækning ikke kan overholdes, skal det udstedende institut omgående supplere cover-poolen med flere aktiver.

På samme vis som i Danmark har investorerne sikkerhed i cover pool, dvs. aktiverne heri skal dække obligationsinvestorerens krav, før et eventuelt overskud kan indgå i konkursmassen. Lån, der indgår i cover pool, kan have en LTV på maksimalt 60 pct.

#### *Øvrige kommentarer*

Det tyske balanceprincip er mindre detailregulerende end det danske. De risici, balanceprincippet skal minimere, adresseres under ét i forhold til den samlede portefølje. Man inddrager på den måde i højere grad et eventuelt samspil mellem de forskellige typer af risici. Anvendelsen af stress-tests er også en måde at vurdere og begrænse risici. Balanceprincippet blev i sin tid udformet efter kontakter med de internationale ratingbureauer. Stress-test scenarierne, særligt det dynamiske, blev designet bl.a. på oplæg af "rocket-science matematikere", herunder fra sektoren.

En del af den oprindelige baggrund for at indføre den beskrevne overdækning på 2 pct. var, at man ville sikre sig, at der under eventuel betalingsstandsning/konkurs vil være tilstrækkelige midler til at aflønne administrator/kurator, uden at obligationsinvestorerne risikerer at få reduceret deres tilgodehavende. I praksis overopfylder de tyske Pfandbriefe-udstedere loven og opererer med en ekstra overdækning. Dette gøres bl.a. for at understøtte en triple-A rating, der ikke er en given ting med "kun" 2 pct. overdækning. Ratingbureauerne tillægger det dog sædvanligvis ikke megen vægt, at et individuelt institut forpligter sig til en grænseværdi, der

er anderledes end i reguleringen. De baserer deres vurdering på et samlet indtryk af instituttets soliditet og troværdighed.

Den tyske realkreditregulering er af nyere dato end den danske. Den 19. juli 2005 trådte den nye tyske lov<sup>20</sup> om realkredit/særligt dækkede obligationer i kraft. Hermed ophævede man den tidligere forskellige regulering for udstedelser fra realkreditinstitutter, offentlige banker og skibskreditfinansieringsinstitutter. I dag kan alle tyske banker opnå licens til at udstede Pfandbriefe, forudsat at de opfylder en række reguleringsmæssige krav hertil. Realkreditudstedelser/særligt dækkede obligationer er således ikke længere via reguleringen forbeholdt særlige typer af institutter.

### Det svenske balanceprincip

Det svenske balanceprincip er nedfældet i den nye "Lag om utgivning af säkerställda obligationer" (SFS 2003:1223), der trådte i kraft i juli 2004, og er præciseret i "Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om säkerställda obligationer" (FFFS 2004:11).

På samme måde som det tyske balanceprincip består det svenske balanceprincip grundlæggende i, at der løbende skal være en overdækning i den pulje af aktiver, cover pool, der stilles til sikkerhed for udstedelser af säkerställda obligationer/særligt dækkede obligationer.

De to overordnede "ben" i det svenske balanceprincip er:

- Den samlede værdi af udestående säkerställda obligationer skal til enhver tid være dækket af aktiver med mindst samme nominelle værdi.
- Nettonutidsværdien af de samlede aktiver i cover pool skal til enhver tid være mindst lige så stor som nettonutidsværdien af de samlede forpligtelser i relation til obligationerne. Derivater kan anvendes og indgår i opgørelsen. Betalingsflow på tilgodehaver og forpligtelser skal være således, at det udstedende institut til ethvert tidspunkt skal kunne honorere sine betalingsforpligtelser til ihændehaverne af særligt dækkede obligationer.

Nettonutidsværdierne skal beregnes dagligt. De diskonteringsfaktorer, der anvendes (normalt nulkuponrenter) skal så vidt muligt være udledt af swaprentekurven for den pågældende valuta.

### *Særlige bestemmelser om renterisici*

Kravet om, at nettonutidsværdien af de samlede aktiver i cover-pool til enhver tid skal være mindst lige så stor som nettonutidsværdien af de samlede forpligtelser i relation til obligationerne, skal også gælde under følgende stress-scenarier:

- En pludselig og varig parallelforskydning af swaprentekurven med 1 pct.point opad.

---

<sup>20</sup> Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vom Mai 2005.

- En pludselig og varig parallelforskydning af swaprentekurven med 1 pct.point nedad.
- Herudover skal udstedende institutter løbende foretage andre "for instituttet relevante" stresstest, f.eks. baseret på ændringer i hældningen af swapkurven.

#### *Særlige bestemmelser om valutakursrisici*

I det omfang, der er et ikke-dækket valuta-mismatch mellem cover-pool og udstedte obligationer, skal det gælde, at nettonutidsværdien af cover-pool ved en daglig beregning skal overstige nettonutidsværdien af obligationerne også i tilfælde af en pludselig og varig ændring på 10 pct. i de relevante valutakurser. Værdien af derivater medregnes.

#### *Øvrige kommentarer*

Udformningen af den nye svenske lovgivning om säkerställda obligationer skete i et tæt samarbejde med de internationale rating bureauer, herunder især S&P og Moody's. Der var endvidere et tæt samarbejde med de svenske markedsdeltagere. Udgangspunktet for de svenske myndigheder var i sin tid, at reguleringen skulle skabe et moderne system med de bedst mulige rammer for, at svenske udstedere af særligt dækkede obligationer kunne få højest mulige rating for deres udstedelser. Belært af de dårlige erfaringer fra Finland, hvor der relativt kort tid forinden var lavet regulering, som ratingbureauer og markedsanalytikere senere vurderede som værende utilstrækkelig, brugte man en del tid på at se på, hvad andre lande havde gjort og var ved at gøre - en slags "beauty contest". En del svenske udstedere er ved at forberede nye udstedelser under det nye regelsæt - den egentlige test af markedets reaktion må vente lidt endnu.

#### Det irske balanceprincip

Det irske balanceprincip er nedfældet i "Asset Covered Securities Act" fra december 2001, samt en række "regulations" (svarende til bekendtgørelser) udstedt af Central Bank of Ireland. I Irland opererer loven med to forskellige typer af udstedere af covered bonds alt efter om de underliggende aktiver udgøres af lån til offentlige myndigheder (kan indgå med 100 pct. i cover-pool) eller realkreditlån (kan indgå med en LTV på 60 pct.). Som noget særegent er en del af det irske balanceprincip direkte udtrykt som match af varigheder mellem obligationer og cover-pool:

- Varigheden på de udstedte obligationer må ikke overstige varigheden på den tilsvarende cover-pool.
- Den nominelle markedsværdi af de udstedte obligationer skal til enhver tid være mindre end den nominelle markedsværdi værdi af cover-pool.
- Værdien af rentebetalingerne på de udstedte obligationer må i enhver 12-måneders periode ikke overstige værdien af renteindtægterne fra cover-pool i den tilsvarende periode.
- Udstedte obligationer skal være dækket af en cover-pool i samme valuta som obligationerne.

Finansielle instrumenter kan indgå i cover-pool og medtages over alt i beregningerne af, om balanceprincippet overholdes.

Herudover lægges en begrænsning på den samlede renterisiko, det udstedende kreditinstitut må påtage sig, hvad enten denne risiko relaterer sig til cover-pool, udstedte obligationer eller øvrige rentefølsomme positioner, som ikke indgår i udstederens kapital. Under forskellige stress-scenarier (100 bp. ændring i rentekurven opad, nedad eller definerede "twists", med euro-swap-kurven som basisscenarie) må ændringer i den samlede tilbagediskonterede nutidsværdi ikke overstige 10 pct. af instituttets kapital.

### Sammenligning

Fælles for balanceprincipperne er, at de tilstræber at begrænse risici hos udstedere af særligt dækkede obligationer til kreditrisici.<sup>21</sup>

Det er vanskeligt at sige noget generelt om, hvorvidt det ene eller det andet balanceprincip er strammest. De begrænsninger, et institut måtte opleve som følge af balanceprincippet, vil afhænge dels af de konkrete grænseværdier, der fastlægges for de forskellige risikotyper, og dels af den enkelte udsteders konkrete portefølje.

Det danske balanceprincip betegnes generelt som stramt – men det er dog ikke strammere, end at de danske realkreditinstitutter stort set ikke anvender den indbyggede fleksibilitet. De tager i praksis stort set ingen likviditets-, rente-, eller valutakursrisici. Det danske balanceprincip kan opfattes som stramt i den forstand, at der ved en mindre overskridelse af de relative grænseværdier i forhold til instituttets kapital, altid vil være en stor mængde kapital tilbage i instituttet – mindst 7 pct., da der på forhånd skal være mindst 8 pct., og hvis grænseværdien på 1. pct. for likviditets-, rente- og valutakursrisici nås. Disse grænser gælder også inden for de enkelte kapitalcentre. Der er så at sige stor sikkerhed for, at "pengene er i kassen".

Det samme kan imidlertid siges om de andre balanceprincipper. Her kan man i teorien i ekstreme tilfælde komme ud for situationer med hurtige markedsbevægelser ud over stress-scenariernes grænser, hvor cover-pool viser sig ikke at være tilstrækkelig stor. I de situationer vil institutterne på samme måde som for det danske balanceprincip skulle stille op med egen kapital på mindst 8 pct. af de risikovægtede aktiver. I disse tilfælde bliver spørgsmålet om "stramhed" derfor i højere grad et spørgsmål om den juridiske styrke af obligationsejernes separatiststilling/fortrinsstilling end om den konkrete udformning af de respektive balanceprincipper.

Spørgsmålet om sammenligning af "stramhed" bliver yderligere diffust, når udstedere, som det oftest er tilfældet, konsekvent overopfylder de krav, der fremgår af reguleringen. Det kunne tale for, at spørgsmålet om

---

<sup>21</sup> Der ses her bort fra operationelle og juridiske risici.

et balanceprincips "stramhed" i første række er et spørgsmål om at udforme reguleringen, så den af de internationale ratingbureauer opfattes som værende tilstrækkelig. Det er her væsentligt at holde sig for øje, at et godt balanceprincip er en nødvendig men ikke tilstrækkelig betingelse for, at ratingbureauerne kan tildele de respektive udstedelser en høj rating. Vurderingen af balanceprincippet indgår i ratingbureauerne i et stort kompleks af vurderingskriterier både i relation til det enkelte institut og den regulering, der er gældende i instituttets hjemland. Under alle omstændigheder vurderer ratingbureauerne de reguleringsmæssige rammer case-by-case.

Det tyske, svenske – og i vid udstrækning det irske – balanceprincip ligner på mange måder hinanden i opbygning og tilgang. Der anvendes relative grænseværdier for likviditets-, rente- og valutakursrisici set som forholdet mellem cover-pool og udstedte obligationer. Holdbarheden af de fastlagte grænser for risici testes via stresstest på baggrund af forskellige scenarier for f.eks. rente- og valutakursudvikling. Der foretages også stresstest under det danske balanceprincip, jf. appendiks F.

Det danske balanceprincip for realkreditinstitutter adskiller sig ved at fokusere på grænser for likviditets-, rente- og valutakursrisici set i forhold til det udstedende instituts basiskapital på de samlede ubalancer mellem cover-poolen og obligationerne. Om den ene eller den anden type balanceprincip forekommer strammest vil dog som nævnt stadig afhænge dels af de konkrete grænseværdier, der fastlægges for de forskellige risikotyper, og dels af den enkelte udsteders konkrete portefølje.

En anden forskel er de meget vidtgående muligheder i de tyske, svenske og irske balanceprincipper for at anvende finansielle instrumenter.

Samlet set skal der foretages en afvejning mellem, at på den ene side er det danske balanceprincip kendt og accepteret af markedet og af ratingbureauerne, hvilket i sig selv taler for, at man i forbindelse med indførelse af dansk regulering om særligt dækkede obligationer så vidt muligt bør holde fast i princippet i dets nuværende form. På den anden side tegner der sig i disse år en ny situation, hvor en lang række europæiske lande har gennemført eller er i færd med at gennemføre ny regulering vedrørende særligt dækkede obligationer.

## **Appendiks F: De seks scenarier for beregning af renterisiko under det danske balanceprincip**

Af Finanstilsynets bekendtgørelse 1190 af 17. december 2003 fremgår:

"Renterisiko opgøres for hver valuta, hvor instituttet har betalingsforskelle, som det største fald i nutidsværdien af betalingsforskellene opgjort på følgende 6 måder:

1. Der forudsættes en parallelforskydning af rentestrukturen, hvorved alle renter forøges med ét pct.point.
2. Der forudsættes en parallelforskydning af rentestrukturen, hvorved alle renter formindskes med ét pct.point.
3. For alle betingede ubalancer, jf. § 2, nr. 3, forudsættes en parallel rentestigning på tre pct.point, og ændringer i nutidsværdien af betalingsforskellene divideres med tre. For alle øvrige betalingsforskelle forudsættes en parallel rentestigning på ét pct.point, hvor der ikke foretages division. De to beregnede ændringer i nutidsværdien adderes.
4. For alle betingede ubalancer, jf. § 2, nr. 3, forudsættes et parallelt rentefald på tre pct.point, og ændringer i nutidsværdien af betalingsforskellene divideres med tre. For alle øvrige betalingsforskelle forudsættes et parallelt rentefald på ét pct.point, hvor der ikke foretages division. De to beregnede ændringer i nutidsværdien adderes.
5. Der forudsættes en parallelforskydning af rentestrukturen, hvorved alle renter forøges med ét pct.point op til 3 måneders løbetid, en parallelforskydning af rentestrukturen, hvorved alle renter formindskes med ét pct.point over 10 års løbetid og en kontinuert, proportional ændring i rentestrukturen i intervallet mellem 3 måneder og 10 år.
6. Der forudsættes en parallelforskydning af rentestrukturen, hvorved alle renter formindskes med ét pct.point op til 3 måneders løbetid, en parallelforskydning af rentestrukturen, hvorved alle renter forøges med ét pct.point over 10 års løbetid og en kontinuert, proportional ændring i rentestrukturen i intervallet mellem 3 måneder og 10 år."