
Inkonverterbare lån til andelsboligforeninger

Ib Hansen og Hans Henrik Knudsen, Handelsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den danske realkreditmodel bygger på fleksibilitet og gennemsigthed. Den er blevet verdenskendt for at tilbyde velfungerende finansiering til boligejere på en simpel måde. De seneste år er der sket en kraftig udvikling af nye produkter. De indeholder bl.a. instrumenter, hvis konsekvenser kan være svære at gennemskue. De nye produkter stiller derfor stadig større krav til långivere og låntagere.

Lån til boligfinansiering sker langt overvejende med mulighed for at indfri lånet til kurs 100 (pari) eller til en kurs tæt på pari. Dermed beskyttes låntager mod store kurstab ved rentefald.

Når renten falder, stiger kursen på obligationslån. Lån, der ikke kan indfries til pari – inkonverterbare lån – kan være meget kursfølsomme over for rentefald. For lange inkonverterbare lån kan det betyde, at det kan blive meget byrdefuldt at indfri lånet fx ved flytning. Derfor er disse lån ikke hensigtsmæssige til boligfinansiering.

Nogle, især nye, andelsboligforeninger har optaget ganske risikable inkonverterbare lån med stigende rentebetalinger. De økonomiske konsekvenser, fx af kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger, er svære at gennemskue i sådanne lånekonstruktioner. Det skyldes, at lånene typisk konstrueres som en kombination af et lån og en finansiell aftale – en såkaldt renteswap. Produkternes kompleksitet stiller dermed store krav til, at både långivere og låntagere forstår de risici, der er forbundet med konstruktionen.

INKONVERTERBARE LÅN RISIKERER AT FASTLÅSE BOLIGEJERE

Realkreditsystemet i Danmark er baseret på udstedelse af obligationer med pant i fast ejendom. Et omdrejningspunkt er, at realkreditinstituttet ikke påtager sig risici som følge af udsving i renterne eller i forbindelse med, at låntager konverterer sine lån.

Inkonverterbare lån giver betydelig risiko til låntageren

Hvis låntager ønsker et standard fastforrentet realkreditlån, optages det i form af et konverterbart lån. *Konverteringsretten* betyder, at låntager

er beskyttet mod en kraftig stigning i restgælden ud over kurs pari, hvis renten falder. Låntagers mulighed for at indfri lånet til pari modsvares af, at realkreditinstituttet udsteder obligationer, der også kan indfries til pari. Hvis låntager indfrier sit lån til pari, får obligationsinvestoren udtrykket obligationen til pari. Det betyder, at obligationsinvestoren skal genplacere midlerne til en lavere rente. Med andre ord har *obligationsinvestoren* en konverteringsrisiko.

Obligationsinvestoren skal naturligvis have betaling for at tage denne risiko. Det får han i form af en højere rente. Konverterbare lån har således en højere rente end inkonverterbare lån med samme løbetid. Med andre ord er konverterbare lån dyrere end inkonverterbare lån, men har mindre risiko for store kursstigninger.

I modsætning til *konverterbare* obligationer har *inkonverterbare* obligationer ikke en konverteringsret. Det betyder, at lånet har en lavere ydelse, men til gengæld er låntager ikke beskyttet mod kursstigninger over pari.

Kursstigninger har ikke nødvendigvis den store betydning, hvis lånet holdes til udløb. Hvis boligen skal sælges, kan det imidlertid være et stort problem, hvis kursen på lånet er steget meget. Så skal låntager *realisere* kurstabet. For lange lån kan det betyde, at det kan blive meget byrdefuldt at indfri lånet.

Bred opbakning til beskyttelse af låntager

På grund af risikoen for kursstigninger over pari har det været god latin, at boligfinansiering skulle ske på vilkår, der gav låntager mulighed for at komme ud af sine lån uden at blive fastlåst af uventet stor restgæld. Derfor gives fastforrentede boliglån som konverterbare lån. Låntager kan med andre ord komme ud af lånet ved at betale restgælden.

I forbindelse med loven om lån baseret på særligt dækkede obligationer, SDO, var der opbakning til, at låntager, også her, skulle kunne komme ud til kurs pari. Det omtales som pari-reglen, og der er opbakning til den fra flere sider.

I betænkningen til lovgrundlaget for SDO-lån præciserede forligspartierne, at de forventer, at SDO-lån vil kunne indfries ved opkøb af bagvedliggende obligationer eller ved en kurs, der ikke afviger væsentligt fra pari. Hvis lånet ikke er knyttet til bagvedliggende obligationer, skal det kunne indfries til pari. *Økonomi- og erhvervsministeren* har ved Realkreditforeningens årsmøde 2010 erklæret, at denne regel fastholdes.

Realkreditrådet lægger stor vægt på pari-reglen, jf. rådets høringssvar om SDO-lovgivningen 28. januar 2010:

"Det er afgørende at bevare pari-reglen – også efter en evaluering i 2012. Den politiske opbakning til pari-reglen betyder, at låntagerne også fremover er beskyttet over for væsentlige kurstigninger, og at de hverken behøver at spørge eller forhandle om prisen med kreditinstituttet for en indfrielse af lånet før udløb. Det er også afgørende for stabiliteten i dansk økonomi, at låntagerne altid og uden større omkostninger kan bevæge sig over i de lån, som er bedst og billigst for deres økonomi, og hjemtage de konverteringsgevinster, som der jo opstår fra tid til anden."

Nationalbanken har, senest i sit høringssvar 23. november 2009 vedrørende evalueringen af SDO-lovgivningen, understreget vigtigheden af, at det er obligationsinvestor og ikke låntager, der løbende er eksponeret over for finansielle risici:

"Nationalbanken har forud for evalueringen såvel som ved ovennævnte møde udtrykt ønske om, at den såkaldte pari-regel bibeholdes. Det danske realkreditsystems mangeårige stabilitet bygger på, at det er obligationsinvestor og ikke låntager, der løbende er eksponeret mod finansielle risici. Låntager må selvsagt betale for denne sikkerhed gennem en højere løbende rentebetaling. Historiske eksempler viser, at manglende mulighed for indfrielse til pari senere kan medføre en ugunstig situation for låntageren. Nationalbanken lægger derfor vægt på, at pari-reglen bibeholdes."

Trappelån

De senere år har produktudvikling til boligfinansiering affødt en ny type lån. Låntager betaler en lav ydelse i begyndelsen af lånets løbetid, og herefter stiger den trinvis frem mod lånets udløb. Lån af denne type har fået øgenavnet lokkelån, fordi de "lokker" låntager med en lav rente i begyndelsen. Denne slags lån kendes fra USA, hvor de var en medvirkende årsag til subprime-krisen.

Amerikanske boligejere optog således i stort omfang lån med lokkerenter i årene frem til udbruddet af subprime-krisen. Det viste sig, at hverken boligejere eller realkreditinstitutter var i stand til at vurdere boligejernes økonomi i forhold til denne type lån. Det førte i mange tilfælde til, at boligejerne ikke kunne betale den stigende ydelse. Da boligpriserne begyndte at falde, kunne de ikke omlægge deres lokkelån til nye lån, og subprime-krisen tog sin begyndelse.

I Danmark kaldes den slags lån for trappelån. Lånet tilbydes så vidt vides ikke individuelle boligejere. Men hvis flere boligejere slår sig sammen i andelsboligforeninger, kan de optage et trappelån.

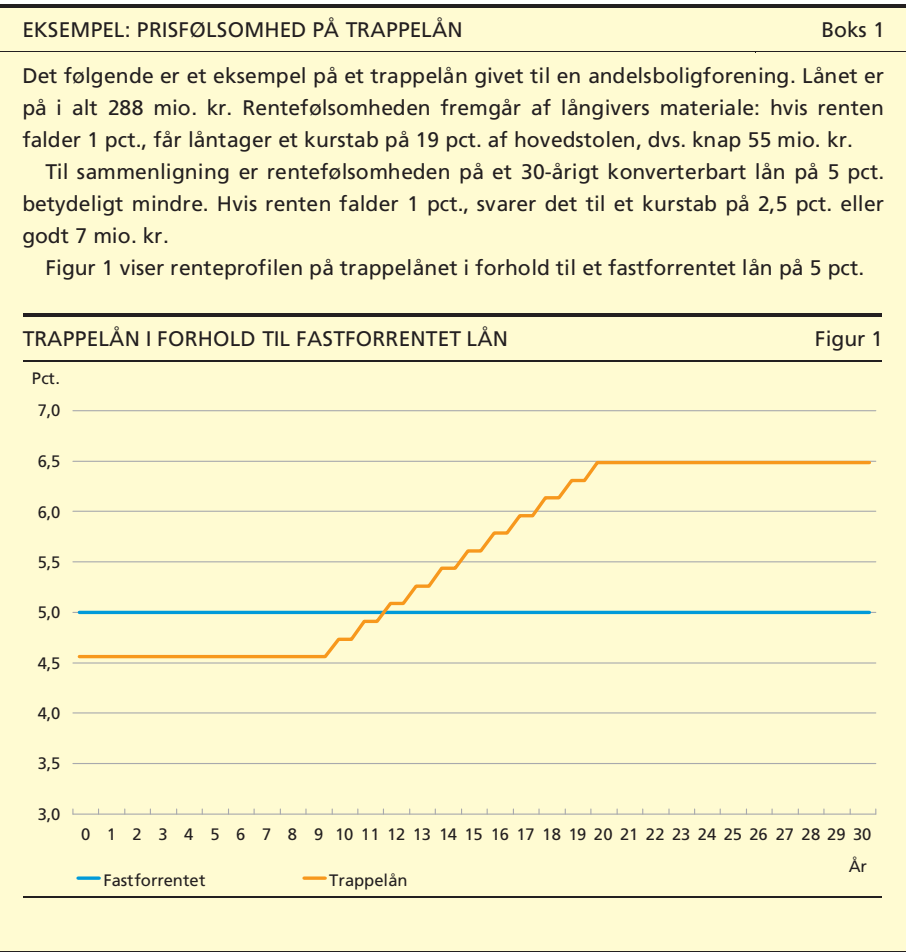
Essensen af lånet er, at låntager udskyder rentebetalingen i forhold til et fastforrentet lån. Med andre ord skubber låntager betalingen foran sig. Hvis et trappelån kombineres med afdragsfrihed, bliver ganske store betalinger skubbet ud i fremtiden.

Der kan naturligvis være hensyn i forbindelse med en virksomhedsdrift, der betyder, at trappelån er hensigtsmæssige. Men konsekvenserne skal analyseres og vurderes grundigt.

Trappelån er inkonverterbare lån med høj risiko

Når inkonverterbare lån ydes som trappelån og evt. kombineres med afdragsfrihed i en lang årrække, bliver lånets kursfølsomhed meget høj. Det betyder, at rentefald udløser ganske betydelige kursstigninger, dvs. kurstab for låntager, se boks 1.

Trappelån er en kombination af inkonverterbare lån, der ikke er hensigtsmæssige til boligfinansiering, og lån med stigende renter, der kan



lokke låntager til at optage for store lån. Sammensætningen af lånet gør det vanskeligt at gennemskue de *økonomiske konsekvenser*, fx potentielle kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger i fremtiden.

Lånets risiko ligger i renteswappen

Det er ikke muligt direkte at optage de omtalte inkonverterbare lån. Der udstedes ikke så lange inkonverterbare obligationer. Derfor er låne-
ne konstrueret ved at kombinere to produkter: et variabelt forrentet *realkreditlån* og en *renteswap*, se boks 2. Mens realkreditlånet optages hos et realkreditinstitut, indgås renteswappen med en bank, der typisk er fra samme koncern.

RENTESWAP I TRAPPELÅN

Boks 2

En renteswap er en aftale mellem to parter om at udveksle rentebetalinger. I et trappelån har låntager et realkreditlån med variabel rente hos et realkreditinstitut, jf. figur 2. Herefter aftaler låntager med en bank, typisk fra samme koncern, at denne betaler låntager en variabel rente mod, at låntager betaler banken en fast, men trinvis stigende rente. Låntager giver så den variable rente videre til realkreditinsti-
tuttet og har på den måde omstruktureret sit variable lån til et inkonverterbart lån.

ILLUSTRATION AF RENTEBETALINGER PÅ TRAPPELÅN

Figur 2

Realkreditlån:

Boligejer

→

Realkreditinstitut

Variabel rente

Variabel rente

Renteswap:

Boligejer

↔

Bank

Fast rente

Den faste rente i en renteswap fastsættes, så nutidsværdien af den variable rente- og den faste rentebetaling er lige store. Ved indgåelse er markedsværdien af kontrakten derfor nul.

Hvis markedsrenten falder, vil kursværdien af swappen stige, hvilket afspejler et kurstab for låntager. Under store rentebevægelser vil markedsværdien af swapaftalen ændre sig markant.

Rentefald kan have stor negativ effekt

Som nævnt kan kursværdien af det lange inkonverterbare lån stige og falde ganske meget. Når lånet konstrueres som en kombination af et variabelt forrentet realkreditlån og en swap, kommer langt den overvejende del af kursudsvingene fra swappen. *Realkreditlånets* kurs er typisk ret stabil. Det skyldes, at det er et variabelt forrentet lån, hvor renten fastsættes relativt ofte. Markedsværdien af *renteswappen* kan imidlertid blive meget negativ for låntager, når renten falder, og meget positiv når renten stiger.

Banken bestemmer prisen på renteswappen

På almindelige realkreditlån kan gælden til enhver tid indfries til en kendt markedspris. Det øger gennemsigtigheden. Hvis låntager ønsker at indfri et trappelån, er det derimod ikke muligt at finde kursværdien i en børsliste. Indfrielseskursen på en renteswap afhænger helt af bankens værdiansættelse.

En aftale om renteswap er, som alle andre finansielle kontrakter, opsigelig mod betaling. Den pris kan vise sig at være ganske anseelig.

AFSLUTTENDE BEMÆRKNINGER

Lån, der ikke kan indfries til pari – inkonverterbare lån – kan være meget kursfølsomme over for rentefald. For lange inkonverterbare lån kan det betyde, at det kan blive meget byrdefuldt at indfri lånet fx ved flytning. Derfor er lange inkonverterbare lån ikke hensigtsmæssige til boligfinansiering.

Nogle, især nye, andelsboligforeninger har optaget ganske risikable inkonverterbare lån med stigende rentebetalinger. De økonomiske konsekvenser, fx af kurstab ved rentefald, og effekten af stigende rente- og afdragsbetalinger, er svære at gennemskue i sådanne lånekonstruktioner. Det skyldes, at lånene typisk konstrueres som en kombination af et lån og en finansiell aftale – en såkaldt renteswap. Produkternes kompleksitet stiller dermed store krav til, at både långivere og låntagere forstår de risici, der er forbundet med konstruktionen.

LITTERATUR

Danmarks Nationalbank (2009), SDO-evaluering – Analyse af forbrugernes boligfinansieringsmuligheder og konkurrenceforholdene, hørings-svar til Økonomi- og Erhvervsministeriet, 23. november.

Erhvervsudvalget (2007), Betænkning over forslag til lov om ændring af lov om finansiell virksomhed og forskellige andre love (Særligt dækkede obligationer), Betænkning, 22. maj.

Realkreditrådet (2010), Realkreditrådet kommenterer rapport om evaluering af SDO-loven, pressemeddelelse, 28. januar.

Økonomi- og erhvervsministeriet (2010), Grundlag for økonomi- og erhvervsminister Brian Mikkelsens tale på Realkreditforeningens årsmøde, 24. marts.