
Dansk realkredit

Poul Gundersen, Handelsafdelingen, Stig Secher Hesselberg og Sean Hove, Kapitalmarkedsafdelingen

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Danske realkreditobligationer har klaret sig godt både under den finansielle krise og gældskrisen. Under gældskrisen har de haft en lavere rente end mange andre sammenlignelige europæiske obligationer, og samtidig er rentespændet mellem danske stats- og realkreditobligationer lavt sammenlignet med det tilsvarende spænd i andre lande. Omsætteligheden af realkreditobligationerne har været bevaret selv i perioden, hvor udstedelsen af sammenlignelige europæiske obligationer faldt væsentligt.

Det afspejler, at dansk økonomi på en række områder fremstår stærkere end i mange andre lande. Danmark har holdbare offentlige finanser og relativt lav offentlig gæld set i forhold til økonomiens størrelse, to forhold som er i markedernes søgelys for øjeblikket. Det har formentlig medvirket til, at danske realkreditobligationer i de seneste måneder har udvist egenskaber, som kendetegner aktiver, der betragtes som sikker havn under finansiell uro.

Denne udvikling ville imidlertid ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver. Lav kreditrisiko og høj likviditet er centrale forudsætninger for at opnå status som sikker havn. En lav kreditrisiko i dansk realkredit er understøttet af en lang række juridiske og institutionelle forhold, som er fastlagt i lovgivningen. Disse forhold omfatter sikkerheden bag lånene, kravene til institutterne og de øvrige juridiske rammer ved fx en låntagers misligholdelse eller et instituts konkurs. Likviditeten understøttes af den direkte sammenhæng mellem de ydede lån og de udstedte obligationer og af, at størstedelen af realkreditobligationerne ligger i store serier.

Realkreditsektoren står samtidig over for udfordringer, som er blevet synliggjort af krisen. En udfordring er knyttet til finansieringen af 30-årige lån med obligationer med en løbetid på ned til 1 år. Renten pålægges låntager fuldt ud ved refinansiering, og instituttet er derfor som udgangspunkt beskyttet mod risici som følge af rentestigninger. Den finansielle krise har imidlertid vist, at markeder kan ophøre med at fungere. Renten kan også stige så meget, at mange låntagere vil have svært ved at servicere gælden med øget kreditrisiko for instituttet til følge. Sandsyn-

ligheden for en sådan hændelse er meget lille, men konsekvenserne kan potentielt være store, hvis mange lån påvirkes samtidig. En anden udfordring er den lovmæssige forpligtelse til at stille supplerende sikkerhed for en stor del af de udstedte obligationer, hvis værdien af sikkerheden bag lånet ikke længere overholder belåningsgrænsen. Finansieringen kan være forholdsvis dyr, og det stiller høje krav til institutternes indtjening. Derudover har kreditvurderingsbureauer i flere tilfælde skærpet betingelserne for at opretholde deres rating af realkreditobligationer.

Sektoren har taget skridt til at adressere disse udfordringer, og der må fortsat forventes at være behov for tilpasning af forretningsmodellerne såvel som institutternes rammebetingelser.

Det følgende afsnit beskriver markedsudviklingen de seneste år. Dernæst beskrives sammensætningen af realkreditmarkedet, herunder størrelsen, obligationstyperne og de forhold, som understøtter likviditeten. Efterfølgende beskrives de særlige regulerings- og forretningsmæssige forhold, som sikrer en lav kreditrisiko i det danske realkreditsystem. Sektorens udfordringer og håndtering af disse er beskrevet i perspektiveringen i den sidste del af artiklen.

DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER UNDER DEN FINANSIELLE KRISE OG GÆLDSKRISEN

Det danske realkreditmarked er et af verdens største og har i mange år tiltrukket internationale investorer. Fra deres perspektiv er det naturligt at sammenligne danske SDO'er¹ og covered bonds fra andre europæiske lande, der ved at overholde fælleseuropæiske regler for kapitaldækning kvalificerer til en lav risikovægt.

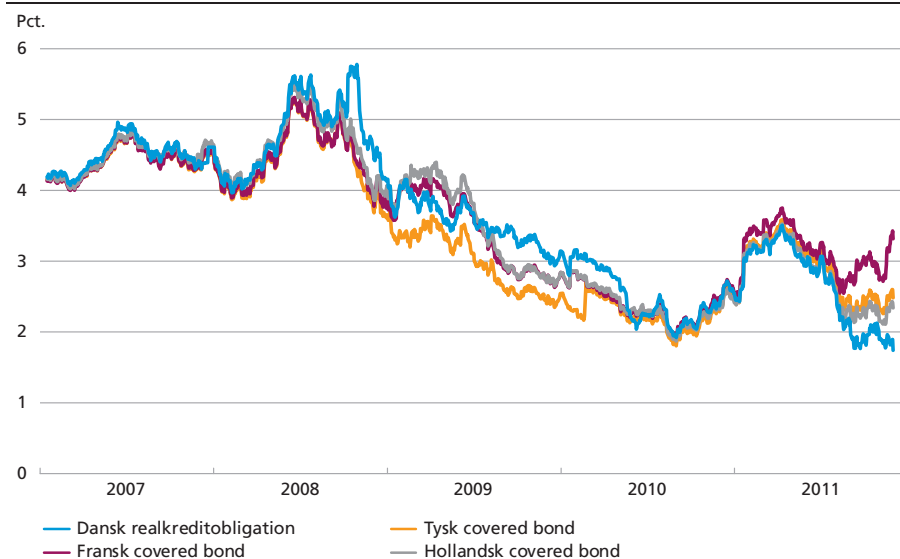
Renteudvikling

Danske realkreditobligationer har de senere år haft en lav rente på niveau med nogle af de mest kreditværdige udstedelser fra andre europæiske lande. Både under den finansielle krise og under den nuværende gældskrise er spredningen på obligationsrenterne steget, jf. figur 1. Siden begyndelsen af 2011, og mest markant siden august 2011, har renten på danske realkreditobligationer generelt været lavere end renten på andre sammenlignelige europæiske obligationer. Renten på obligationer fra nogle af de største franske og tyske udstedere har fx været op til henholdsvis 1,5 og 0,7 pct. højere end renten på tilsvarende danske realkreditobligationer.

¹ I det følgende anvendes SDO'er som en fællesbetegnelse for særligt dækkede obligationer, SDO, og særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO. Desuden anvendes betegnelsen realkreditobligationer som fællesbetegnelse for traditionelle realkreditobligationer uden SDO-status såvel som SDRO og SDO udstedt af realkreditinstitutter, medmindre andet er angivet.

REALKREDITOBLIGATIONERS RENTENIVEAU SAMMENLIGNET MED COVERED BONDS

Figur 1



Anm.: I figuren angives den effektive rente på store, fastforrentede stående lån udstedt af Realkredit Danmark, Eurohypo AG, CIE Financement Foncier og ABN Amro Bank NV. De enkelte tidsserier er sammensat af flere obligationer for at fastholde en løbetid på 4-5 år. Hvor der ikke eksisterer en sammenlignelig obligation med passende restløbetid, er der anvendt lineær interpolation mellem obligationer med omkringliggende restløbetider. Det vurderes, at de valgte obligationer afspejler den generelle udvikling. De danske obligationer er i kroner, mens de øvrige obligationer er i euro.

Kilde: Bloomberg.

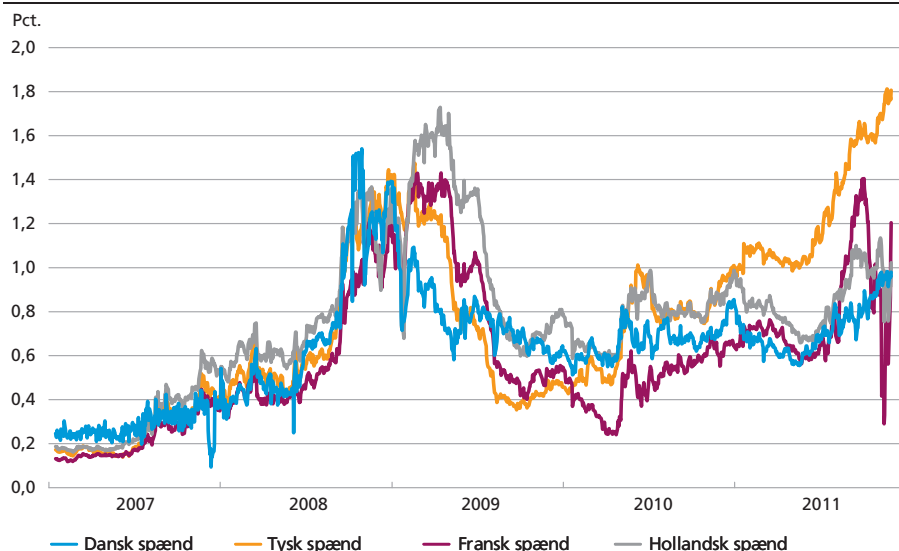
De danske realkreditobligationers spænd til statsobligationer har ligget lavt det seneste år sammenlignet med tilsvarende spænd i Tyskland og Frankrig, jf. figur 2. I lande med høj kreditværdighed er spændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer er en indikation for markedets pris på kreditrisiko, i det omfang statsobligationerne tilnærmelsesvis opfattes som et risikofrit aktiv. Investorer har på det seneste krævet en højere risikopræmie for eksempelvis tyske og franske obligationer end for danske realkreditobligationer. Den seneste spændindsnævring for franske covered bonds skyldes bl.a., at renten på franske statsobligationer i forhold til bl.a. tyske er steget i forbindelse med gældskrisen.

Renten på danske realkreditobligationer med kortere løbetider lå højere end på sammenlignelige europæiske obligationer fra slutningen af 2008 til midten af 2010. Den højere rente på danske realkreditobligationer i perioden skyldtes bl.a. en højere pengepolitisk rente i Danmark end i euroområdet, hvilket også blev afspejlet i renten på korte danske statsobligationer.

Spændet mellem lange danske realkreditobligationer og statsobligationer steg ligeledes kraftigt i oktober 2008. En medvirkende årsag var udenlandske investorers salg af danske realkreditobligationer som følge af, at det danske marked i forhold til andre markeder fortsat var likvidt. Spænd

REALKREDITOBLIGATIONERS OG COVERED BONDS' SPÆND TIL STATSOBLIGATIONER

Figur 2



Anm.: Rentespænd er opgjort som forskellen mellem renterne i figur 1 og renterne på statsobligationer fra samme land og med tilsvarende løbetid. Hvor der ikke eksisterer en sammenlignelig obligation med passende restløbetid, er der anvendt lineær interpolation mellem obligationer med omkringliggende restløbetider.

Kilde: Bloomberg.

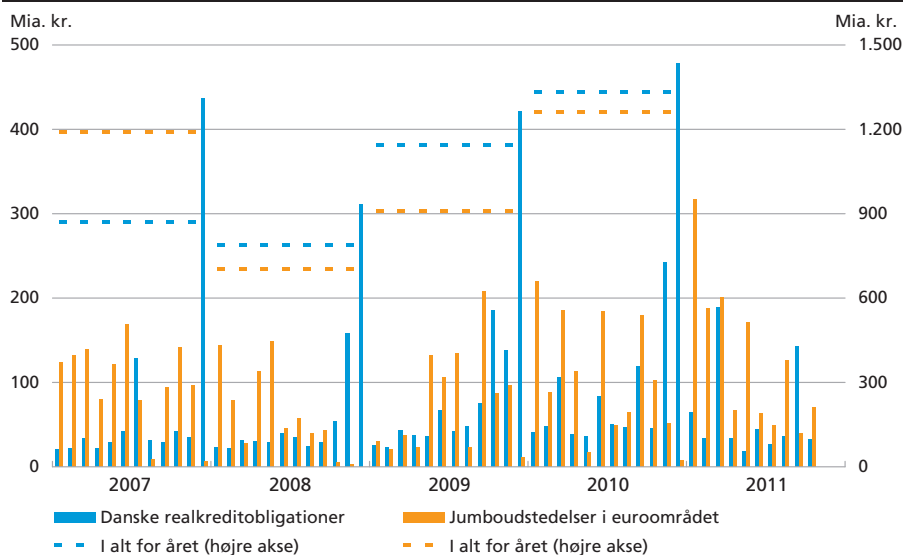
udvidelsen og stigningen i realkreditrenten medførte, at der skete en afkobling mellem realkreditrenten og den rente, der bruges til at beregne værdien af forsikrings- og pensionsselskabernes fremtidige forpligtelser.¹ Afkoblingen betød, at lange realkreditobligationer ikke i så høj grad kunne afdække forsikrings- og pensionsselskabers forpligtelser, og mens markedsværdien af de lange danske realkreditobligationer faldt betydeligt, faldt værdien af de fremtidige forpligtelser ikke tilsvarende. Det betød en fare for, at forsikrings- og pensionssektoren ville afhænde betydelige mængder realkreditobligationer for at undgå denne basisrisiko. Ultimo oktober 2008 blev *Aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet* indgået. Den indebar bl.a., at renten på realkreditobligationer midlertidigt skulle indgå i den rentekurve, som pensionsselskaberne bruger til at beregne deres fremtidige forpligtelser med. Efterfølgende har parterne forlænget og justeret aftalen. Den er ikke tidsbegrænset, da der er enighed om, at den sikrer en hensigtsmæssig overgang til de nye Solvens II-regler på pensionsområdet.

Spændet mellem stats- og realkreditrenter faldt kraftigt i kølvandet på aftalen, og faldet fortsatte i månederne efter. I en del af 2009 var spændet således under det tilsvarende spænd i fx Tyskland, Frankrig og Holland.

¹ Værdien af pensionsselskabernes fremtidige forpligtelser beregnes på baggrund af en rentekurve, som fastsættes af Finanstilsynet, og som afspejler de aktuelle markedsforhold.

UDSTEDELSE AF REALKREDITOBLIGATIONER I DANMARK OG JUMBO COVERED BONDS I EUROOMRÅDET

Figur 3



Anm.: For euroområdet er kun medtaget jumboudstadelser, dvs. udstadelser, som har et udestående på mindst 1 mia. euro, og som opfylder nærmere fastsatte krav til market making og obligationstype. Opgørelsen af jumboudstadelser dækker således ikke alle udstadelser af covered bonds i euroområdet. Særligt dækkede obligationer udstedt af pengeinstitutter og et skibsfinansieringsinstitut indgår ikke.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Credit Suisse First Boston.

Realkreditobligationers omsættelighed

Danske realkreditobligationer bevarede gennem hele den finansielle krise markedsadgangen. I 2. halvår 2008 og 1. halvår 2009 faldt udstedelsesniveauerne for europæiske covered bonds betydeligt, mens der fortsat blev udstedt realkreditobligationer i sædvanligt omfang. Det var mest markant under kulminationen af den finansielle krise i de sidste tre måneder af 2008. I den periode udgjorde udstedelserne af jumbo¹ covered bonds blot 2 pct. af mængden udstedt i samme periode det foregående år, jf. figur 3. Det danske udstedelsesniveau i samme periode (523 mia. kr.) var lidt større end det foregående år (513 mia. kr.).

En væsentlig del af udstedelserne var refinansieringen af rentetilpasningslån på auktioner i november og december, der forløb uden væsentlige problemer. Den Sociale Pensionsfonds køb af korte realkreditobligationer for 27 mia. kr. i december 2008 er blevet nævnt som medvirkende hertil. Den mulige effekt skal ses i forhold til den samlede udstedelse af realkreditobligationer i perioden.

Nationalbanken har analyseret likviditeten i danske realkreditobligationer sammenlignet med danske statsobligationer i perioden fra januar 2005

¹ Se anmærkning til figur 4.

til maj 2010, jf. Buchholst mfl. (2010). Analysen anvender bl.a. det såkaldte Amihud likviditetsmål, som er baseret på prisdannelsen ved gennemførelsen af handler i markedet. Analysen medtager obligationer med en udestående mængde svarende til mere end 1 mia. euro og er baseret på handler på 10 mio. kr. eller mere. Analysen viser, at danske realkreditobligationers likviditet generelt er i samme størrelsesorden som likviditeten i danske statsobligationer i perioder med uro på de finansielle markeder.

Danske realkreditobligationer har de seneste måneder udvist egenskaber, som kendetegner aktiver, der betragtes som sikker havn under finansiell uro. Ved at bevare en stabil værdi og høj omsættelighed, når mange andre aktiver falder i værdi, kan et aktiv opnå denne status. En væsentlig forklaring på den seneste udvikling er formentlig, at Danmark anses for at være et stabilt investeringsland, og at danske obligationer i den nuværende situation opfattes som et attraktivt alternativ for investorer, der ønsker en høj sikkerhed. Det er en udvikling, som har tilgodeset både danske statsobligationer og realkreditobligationer. Udviklingen ville imidlertid ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver. I det følgende beskrives de særlige forhold i det danske realkreditsystem, som understøtter den lave kreditrisiko og den høje likviditet. Det kan bidrage til at forstå, hvorfor danske realkreditobligationer skiller sig positivt ud i international sammenhæng.

ET STORT OG LIKVIDT MARKED

Markedets størrelse og sammensætning

Den samlede udestående mængde danske realkreditobligationer udgjorde ved udgangen af oktober 2011 2.515 mia. kr., jf. tabel 1. Den store udestående mængde afspejler den udbredte brug af realkreditinstitutter til finansiering af fast ejendom. Realkreditudlån udgjorde ved udgangen

UDESTÅENDE REALKREDITOBLIGATIONER, ULTIMO OKTOBER 2011		Tabel 1
Realkreditinstitutter	Udestående til markedsværdi, mia. kr.	Pct.
Nykredit (inkl. Totalkredit)	1.082	43,0
Realkredit Danmark	736	29,3
Nordea Kredit	339	13,5
BRFKredit	209	8,3
DLR Kredit	134	5,3
LR Realkredit	14	0,5
FIH Kredit ¹	0	0,0
I alt	2.515	100,0

Kilde: Danmarks Nationalbank.

¹ FIH's udestående obligationer udgjorde 250 mio. kr. svarende til 0,01 pct. af det samlede udestående.

af oktober 2011 70 pct. af det samlede udlån fra danske penge- og realkreditinstitutter til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder.

Der er i alt syv realkreditinstitutter i Danmark, hvoraf de fem største har udstedt mere end 99 pct. af de udestående realkreditobligationer. De fire største institutter yder lån til både husholdninger og virksomheder, mens de øvrige ikke yder lån til husholdninger.

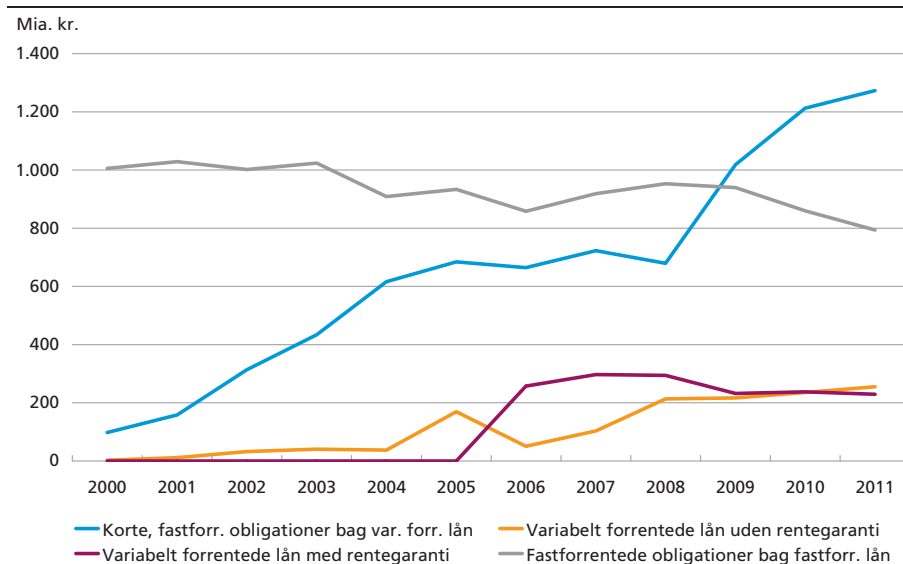
Det er et særkende ved det danske realkreditsystem, at vilkårene på de udstedte obligationer nøje afspejler vilkårene på de ydede lån, jf. senere. Låntagers valg af låntype er derfor afgørende for sammensætningen af de udestående realkreditobligationer.

Fastforrentede konverterbare obligationer er typisk 30-årige og giver låntageren ret til at indfri lånet til kurs 100. Før 2000 udgjorde lange, fastforrentede konverterbare obligationer stort set hele markedet for realkreditobligationer.

I 1996 begyndte realkreditinstitutterne at tilbyde rentetilpasningslån baseret på korte, fastforrentede obligationer, som refinansieres ved hver rentetilpasning, og især siden 2000 er andelen heraf vokset kraftigt, jf. figur 4. De har ved udstedelsen ofte en løbetid på 1 år, men der udstedes også fx 3-årige og 5-årige obligationer. En væsentlig årsag til stigningen i efterspørgslen efter rentetilpasningslån er, at de korte renter har været væsentligt lavere end de lange renter. Låntagerne har opnået

UDESTÅENDE REALKREDITOBLIGATIONER FORDELT PÅ LÅNTYPE

Figur 4



Anm.: Markedsværdi af udestående ultimo august. Før 2006 er variabelt forrentede rentegarantiobligationer medregnet under variabelt forrentede obligationer uden rentegaranti.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

en forholdsvis lav rente, bl.a. fordi investorerne kun binder deres likviditet i en kort periode.

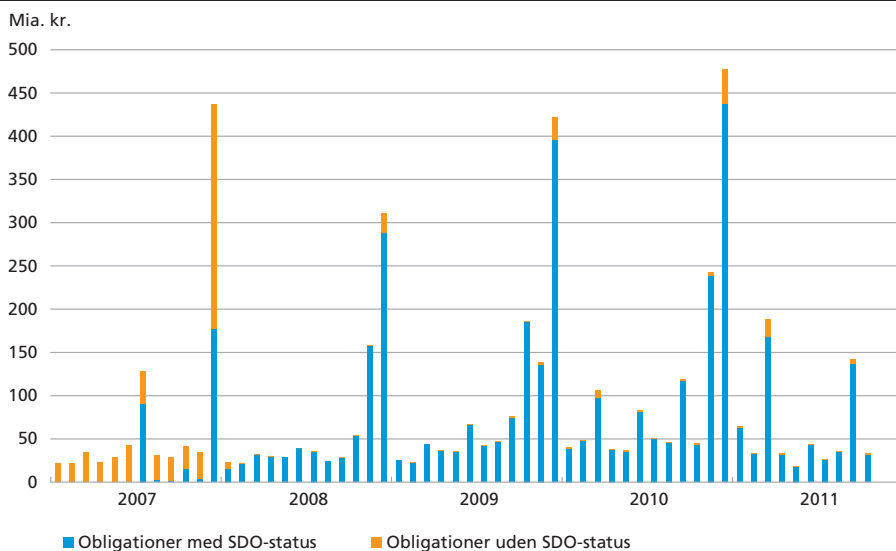
En mindre del af realkreditlånene er desuden finansieret med variabelt forrentede obligationer med op til 30 års løbetid. Renten fastsættes fx halvårligt på baggrund af en referencerente. Obligationerne – og dermed også lånene – eksisterer både med og uden renteloft. Den udestående mængde steg mest i perioden 2004-08, hvorefter nyudstedelserne har været begrænsede. Investorerne's øgede fokus på likviditets- og kreditrisiko efter den finansielle krise har betydet, at de ønsker en højere kompensation for at binde deres midler i op til 30 år, og renten på variabelt forrentede lån finansieret med obligationer med længere løbetid er derfor steget i forhold til rentetilpasningslån. Nogle realkreditinstitutter er begyndt at tilbyde 30-årige lån baseret på 10-årige variabelt forrentede obligationer med renteloft.

Som følge af nye lån, lånomlægninger og refinansiering af lån udstedes der i praksis realkreditobligationer hele året, jf. figur 5. Udstedelsen er dog større op mod årsskiftet, hvor mange rentetilpasningslån refinansieres.

SDO-lovgivningen trådte i kraft i 2007, jf. boks 1. Siden har størstedelen af de nyudstedte obligationer haft SDO-status, jf. figur 5. Deres andel udgør ca. 65 pct. af det samlede udestående og forventes fortsat at stige i de kommende år.

NYUDSTEDELSE AF REALKREDITOBLIGATIONER MED OG UDEN SDO-STATUS

Figur 5



Anm.: Opgjort til markedsværdi ultimo måneden.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

OBLIGATIONER MED SDO-STATUS

Boks 1

Som følge af ændringen i kapitalkravsdirektivet blev der i Danmark indført ny lovgivning i 2007, som har givet realkreditinstitutterne mulighed for at udstede obligationer med SDO-status. Disse obligationer overholder fælleseuropæiske regler og kan kvalificere til en lavere risikovægt i kreditinstitutter, der holder obligationerne, end obligationer uden denne status.

De nye danske regler giver realkreditinstitutterne mulighed for at udstede særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO, og særligt dækkede obligationer, SDO. Når institutterne udsteder denne type obligationer, har de en forpligtelse til at sikre, at der stilles tilstrækkelig supplerende sikkerhed, hvis fx markedsværdien af ejendommene falder, eller markedsværdien af obligationerne stiger så meget, at belåningsgrænsen brydes for det enkelte lån.

Før ændringerne i realkreditlovgivningen i juli 2007 blev alle realkreditinstitutters udlån finansieret ved at udstede realkreditobligationer, hvor institutterne ikke havde pligt til at stille supplerende sikkerhed.

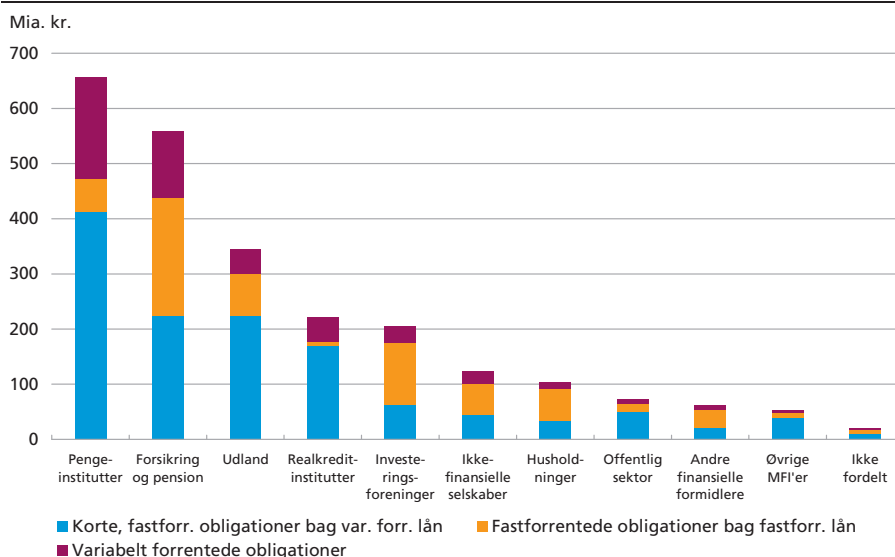
Med lovændringen fik pengeinstitutter og et skibsfinansieringsinstitut også adgang til at udstede SDO. Den udestående mængde svarer til ca. 3 pct. af markedet for obligationer udstedt af realkreditinstitutter.

Investorbase

De to største typer investorer er danske pengeinstitutter og forsikrings- og pensionssektoren, jf. figur 6. Udlændinges beholdning af danske realkreditobligationer udgør 14 pct., og den største efterspørgsel stam-

BEHOLDNING AF REALKREDITOBLIGATIONER EFTER INVESTORTYPE

Figur 6



Anm.: Opgjort til markedsværdi ultimo oktober 2011. Opgørelsen for forsikrings- og pensionssektoren omfatter investeringsforeninger, som administrerer pensionsmidler.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

mer således fra en stor dansk investorbasis. Realkreditobligationerne er en integreret del af det finansielle system i Danmark. Eksempelvis anvender pengeinstitutter i høj grad korte realkreditobligationer i deres likviditetsstyring og holder knap en tredjedel af alle udstedte obligationer bag rentetilpasningslån. Forsikrings- og pensionssektoren samt investeringsforeninger er de to største investorsegmenter for lange, fastforrentede konverterbare obligationer. Pensionsselskaberne anvender i høj grad obligationerne til at afdække varigheden på deres forpligtelser. Den tredjestørste indenlandske investorbasis er realkreditinstitutterne, som i vid udstrækning holder deres egne obligationsudstedelser.

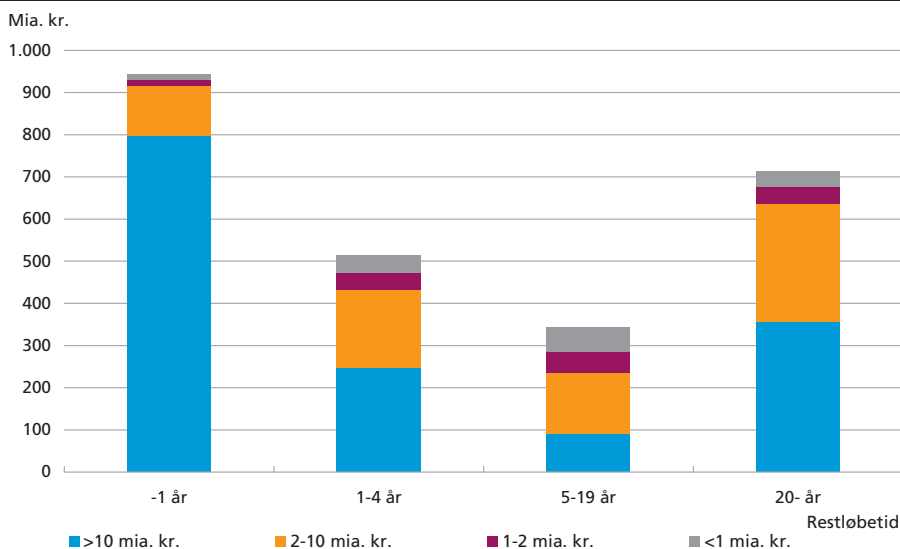
Likviditetsunderstøttende forhold

Likviditeten i det danske realkreditmarked understøttes af, at hovedparten af markedet udgøres af store serier. Obligationer i serier med mere end 10 mia. kr. udgør 59 pct. af det samlede udestående, jf. figur 7. Yderligere 29 pct. af det samlede udestående består af udstedelser på 2-10 mia. kr.

For at opnå store serier tilstræber institutterne at anvende de samme serier som grundlag for mange lån. Ved refinansiering af rentetilpasningslån genbruges eksisterende serier i videst muligt omfang, så fx refinansiering af et 1-årigt rentetilpasningslån sker i den obligation, der året før blev anvendt til refinansiering af 2-årige rentetilpasningslån.

SAMLET UDESTÅENDE FORDELT PÅ RESTLØBETID OG SERIESTØRRELSE

Figur 7



Anm.: Opgjort efter markedsværdi ultimo oktober 2011.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

MARKET MAKING I DET DANSKE REALKREDITMARKED

Boks 2

En aftale om market making mellem markedsdeltagere kan medvirke til at understøtte likviditeten i markedet ved at fastlægge krav til deltagernes prisspænd og handelsstørrelse. Frem til 2008 var market making i det danske realkreditmarked baseret på prisstillelse i obligationer. I forbindelse med finanskrisen i 2008 blev market makerordningen i lange, konverterbare realkreditobligationer suspenderet, mens ordningen i korte realkreditobligationer fortsatte. I takt med at markedet blev normaliseret, valgte market makerne at arbejde for at oprette market making i futures frem for at genoptage market making i lange realkreditobligationer. I oktober 2009 blev en future på lange realkreditobligationer introduceret, og der blev fra begyndelsen etableret market making i futuren. De gode erfaringer fra futuren i lange realkreditobligationer betød, at deltagerne i november 2010 etablerede en future på mellemlange rentetilpasningsobligationer. Der blev ligeledes etableret market making i denne future fra begyndelsen.

Market maker-ordningerne i begge disse futures er fortsat i kraft og supplerer market making i rentetilpasningsobligationer med løbetider op til et år.

Lån baseret på fastforrentede konverterbare obligationer ydes på baggrund af den samme obligation i op til 3 år. Obligationens restløbetid er ca. 33 år, første gang den udstedes, og obligationen er åben i 3 år, indtil restløbetiden er faldet til 30 år.¹

Den gennemsnitlige levetid for realkreditlån er mellem 5 og 10 år, selv om låneaftalerne i udgangspunktet er væsentligt længere. Det skyldes, at der typisk optages nye lån, når en bolig sælges, og at mange låntagere desuden omlægger lån inden udløb. Fastforrentede lån er typisk konverterbare, og låntager kan ved større rentefald opnå en gevinst ved at opsiges lånet og optage et nyt. Låneomlægninger vil tit medføre, at der optages lån i en nyere obligationsserie. Investorerne drager fordel af den markedsaktivitet, som løbende lånoptagelse og gældspleje medfører.

Den store lighed mellem institutternes låneprodukter og dermed mellem obligationer udstedt af forskellige institutter bidrager ligeledes til et mere smidigt realkreditsystem. Der opnås en vis substitutionseffekt mellem i øvrigt ens obligationer fra forskellige institutter. Samtidig kan markedsværdiansættelsen af en meget likvid obligation bidrage til at forenkle værdiansættelsen af en lignende, men mindre udstedelse.

Eksistensen af et relativt nyt futuresmarked underbygger mulighederne for risikoafdækning og dermed omsætteligheden af obligationerne, jf. boks 2. Det er muligt at handle futures på mellemlange, fastforrentede obligationer, som ligger bag rentetilpasningslån, og på lange, konverterbare obligationer.

¹ En obligationsserie er kun åben for lånetilbud, når kursen på obligationen er under 100. Det skyldes, at låntager har mulighed for at indfri lånet til kurs 100.

Der eksisterer desuden et repomarked for danske realkreditobligationer, og anvendelsen af disse obligationer som sikkerhedsstillelse for lån mellem professionelle investorer er udbredt, jf. Mindested mfl. (2011). Ca. en tredjedel af aktiviteten i repomarkedet er desuden baseret på efterspørgsel efter specifikke værdipapirer, der fx giver modtageren mulighed for at sælge en realkreditobligation, som han ikke er indehaver af.

LAV KREDITRISIKO

Betydningen af dansk realkredit indebærer, at der er stor opmærksomhed omkring sektoren, og at alle relevante aspekter af realkreditsystemet er underlagt finansiell regulering. Realkreditinstitutterne er specialiserede institutter med særlig tilladelse, hvis væsentligste aktivitet er udlån mod sikkerhed i fast ejendom, der skal være finansieret ved udstedelse af obligationer. De største danske realkreditinstitutter indgår i koncerner, som omfatter et pengeinstitut. Koncerner er underlagt regler angående koncerninterne engagementer, som skal begrænse smitterisikoen imellem koncernselskaberne.¹ Realkreditinstitutter er ligesom pengeinstitutter underlagt fx kapitalkrav og krav til organisering og ledelse. Herudover er realkreditinstitutterne underlagt en række specifikke regler for bl.a. styring af risici, obligationsudstedelse, værdiansættelse af fast ejendom, registrering af sikkerhed i fast ejendom og hæftelsesforhold.

Der er især fem forhold, som sikrer, at investering i realkreditobligationer er forbundet med en meget lav kreditrisiko, og at husholdninger og erhverv derved får adgang til billig finansiering af fast ejendom. For det første betyder balanceprincippet og den tætte sammenhæng mellem lån og obligationer, at realkreditinstitutterne ikke påtager sig markedsrisici af betydning. For det andet er den kreditrisiko, som institutterne kan påtage sig, begrænset af faste lånegrænser og regler for værdiansættelse af sikkerhederne. For det tredje kan de løbende styrke kapitalbasen ved generelt at øge bidragene fra låntagerne. For det fjerde har de på grund af stærke juridiske rammer sikker adgang til hurtigt at realisere pantet på et misligholdt lån. For det femte kan investorer i realkreditobligationer gøre krav gældende mod realkreditinstituttet og har i en evt. konkurssituation en fortrinsstilling frem for andre investorer på den underliggende sikkerhed. I det følgende ses nærmere på de væsentligste dele af reguleringen.

¹ Nykredit Realkredit og BRFKredit har begge et pengeinstitut som datterselskab, mens Realkredit Danmark og Nordea Kredit er datterselskaber af henholdsvis Danske Bank og Nordea Bank Danmark. Efter reglerne om koncerninterne engagementer må en finansiell virksomhed ikke uden tilladelse fra Finanstilsynet have engagementer med andre selskaber inden for samme koncern bortset fra engagementer med datterselskaber. Det vil sige, at der ikke kan indgås koncerninterne engagementer med en modervirksomhed og dennes datterselskab uden tilladelse fra Finanstilsynet.

Balanceprincippet og match funding

Dansk realkredit er kendetegnet ved, at realkreditinstitutter kun i meget begrænset omfang påtager sig andre risici end kreditrisiko. Det følger af det lovfæstede balanceprincip, der fastlægger grænserne for de finansielle risici, som instituttet kan påtage sig, herunder rente-, options-, likviditets- og valutakursrisiko. Balanceprincippet er fastlagt i en bekendtgørelse, og Finanstilsynet fører tilsyn med, at institutterne overholder det.

Efter ændringen i kapitalkravsdirektivet blev der i 2007 indført ny lovgivning i Danmark, som har givet realkreditinstitutterne mulighed for at udstede obligationer med SDO-status. Disse obligationer overholder fælleseuropæiske regler og kan kvalificere til en lavere risikovægt end obligationer uden denne status.

Som følge af ændringen i lovgivningen blev der indført en ny variant af balanceprincippet, *det overordnede balanceprincip*. Samtidig blev det eksisterende balanceprincip med mindre justeringer videreført som *det specifikke balanceprincip*.

Begge balanceprincipper lægger stramme restriktioner på forholdet mellem betalingsstrømmene på udlånene og finansieringen. Det overordnede balanceprincip tillader en større afvigelse mellem betalingsstrømmene på udlånene og de udstedte obligationer, fordi forskellen kan afdækkes med afledte instrumenter. De to balanceprincipper adskiller sig desuden ved de metoder, der anvendes til at opgøre risikoen. Institutterne skal vælge, om de ønsker at følge enten det specifikke balanceprincip eller det overordnede balanceprincip, og det anvendte balanceprincip skal fremgå af de udstedte obligationers prospekt. Et realkreditinstitut har i princippet mulighed for at anvende forskellige balanceprincipper i forskellige kapitalcentre, men alle har i praksis valgt at anvende ét balanceprincip. Det specifikke balanceprincip anvendes således af fem realkreditinstitutter, mens det overordnede balanceprincip anvendes af to institutter. I praksis styres alle institutter dog inden for rammerne af det specifikke balanceprincip, fordi alle institutterne anvender match funding.

Match funding betyder, at der er direkte sammenhæng mellem realkreditinstitutets udlån og de udstedte obligationer, hvorved rentefastsættelsen og indfrielsesmulighederne på lånet afhænger direkte af de udstedte obligationer, jf. boks 3. Institutternes valg af balanceprincip har derfor ikke praktisk betydning for den markedsrisiko, som de påtager sig ved finansieringen af udlån. Match funding er ikke lovbaseret, men en praksis, som sektoren har udviklet. Denne praksis afspejles i sammenhæng mellem obligationsudstedelserne og de aftaler, som indgås mellem institutterne og låntagerne.

MATCH FUNDING

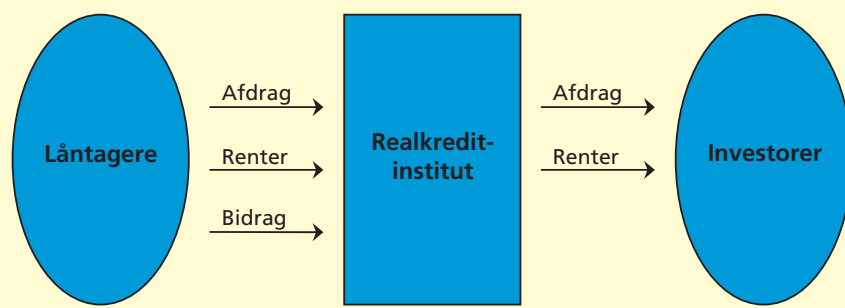
Boks 3

I det danske realkreditsystem er ethvert udlån i princippet finansieret ved, at der udstedes en eller flere specifikke realkreditobligationer, så ydelsesrækkerne (summen af renter og afdrag) på lånet og de udstedte obligationer er identiske, jf. figur 8. Dermed er der i hele lånets løbetid overensstemmelse mellem nettobetalingstrømmen mellem låntageren og realkreditinstituttet på den ene side og mellem realkreditinstituttet og investorerne på den anden side. Derudover betaler låntager et bidrag til instituttet til administration og kapitalopbygning.

Lån, der skal refinansieres, adskiller sig i denne sammenhæng ikke fra lån, som ikke skal refinansieres. I opgørelsen af de fremtidige betalingsstrømme er det antaget, at alle refinansieringer finder sted, og lånerenten for rentetilpasningslån fastsættes som den effektive rente på de solgte obligationer.

ILLUSTRATION AF BETALINGSSTRØMMENE EFTER LÅNETS OPTAGELSE

Figur 8



Generelt gælder, at låntager ifølge låneaftalen til enhver tid kan indfri et lån helt eller delvis til markedskursen ved at indlevere de bagvedliggende obligationer til realkreditinstituttet. I praksis er det oftest instituttet, der køber obligationerne til brug for indfrielse på vegne af låntager. Realkreditobligationer er noteret på Nasdaq OMX, hvilket giver låntager adgang til information om de aktuelle kurser.

Derudover kan et konverterbart lån på låntagers foranledning indfries til konverteringskursen (typisk 100, dog typisk 105 ved variabelt forrentede lån med renteloft). Det sker gennem matematisk udtrækning, der fordeler indfrielsen forholdsmæssigt mellem investorerne.

Alle realkreditlån kan som følge af den direkte sammenhæng indfries til markedskurs ved, at låntager tilbagekøber de bagvedliggende obligationer. Ved at anvende match funding friholdes realkreditinstituttet for to væsentlige risici. For det første bæres renterisikoen af låntageren, da låntagers rente afspejler renten på den obligation, som har finansieret lånet. For det andet bæres risikoen for låntagers udnyttelse af konverteringsmuligheden ved konverterbare lån af investor.

Refinansieringsrisiko ved rentetilpasningslån

Rentetilpasningslån er finansieret med obligationer med løbetider på mellem 1 og 10 år, mens lånets løbetid er op til 30 år. Det betyder, at realkreditinstituttet skal refinansiere rentetilpasningslånet gennem lånets løbetid. Ved refinansieringen udsteder instituttet nye obligationer. Match funding fungerer i dette tilfælde ved, at renten på lånet indtil næste refinansiering er bestemt af renten på de nyudstedte obligationer, dvs. at betalinger på lånet modsvares af betalinger på en serie af korte obligationer.

Match funding sikrer, at realkreditinstituttet som udgangspunkt er beskyttet mod risici i forbindelse med refinansieringen. Den finansielle krise har imidlertid vist eksempler på, at markeder, der normalt er velfungerende, pludselig kan ophøre med at fungere.

Finansiell uro og generel usikkerhed kan også føre til, at renten ved en refinansiering fastsættes på et meget højere niveau. Umiddelbart bæres risikoen af låntagerne, men konsekvensen kan på sigt blive, at de vil have svært ved at servicere gælden med øget kreditrisiko til følge for instituttet.

Hvis disse risici materialiserer sig for mange lån samtidig, er der tale om en hændelse, som kan medføre finansiell ustabilitet. Sandsynligheden herfor er meget lille, men konsekvenserne er potentielt store. Institutternes bestræbelser på at reducere risikoen ved at sprede refinansieringen er nærmere beskrevet sidst i denne artikel.

Realkreditinstitutters kreditrisiko

Balanceprincippet medfører i praksis, at den væsentligste risiko for realkreditinstitutterne er kreditrisikoen på udlånet. Realkreditlånene holdes på institutternes balance, og der foretages kreditvurdering af låntagerne. Kreditvurderingen af kunderne og værdiansættelsen af pantsikkerheden kan foretages af instituttet selv eller på instituttets vegne af eksempelvis koncernforbundne eller samarbejdende institutter efter forudgående instruktion og med efterfølgende løbende kontrol heraf. Der vil ofte blive stillet tabsgaranti eller lignende af det koncernforbundne eller samarbejdende institut. Disse forhold giver institutterne incitament til at sikre, at udlånene har en høj kreditkvalitet.

Udlån kan kun ske med sikkerhed i fast ejendom, og kravene til sikkerheden bag udlån, herunder belåningsgrænser, værdiansættelse mv., er fastsat i lovgivningen. Belåningsgrænserne ligger mellem 40 til 80 pct. af værdien af sikkerheden afhængig af ejendomstype, jf. tabel 2.

Værdiansættelsen af ejendomme må ikke overstige markedsværdien. Den kan således ikke baseres på den seneste handelspris, hvis denne pris ikke vurderes at være en realistisk salgsværdi. Hvis der er handlet mellem uafhængige parter inden for de seneste seks måneder, udgør denne

LÅNEGRÆNSER FOR DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER

Tabel 2

Låneformål	Lånegrænser, pct.
Ejerboliger til helårsbrug mv. ¹	80
Erhvervsejendomme mv. ²	60 ³
Fritidshuse	60
Ubebyggede grunde	40

Kilde: Bekendtgørelse af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v.

¹ Samme lånegrænse gælder for privat boligudlejning og private andelsboliger. Der gælder dog særlige regler for nybyggeri og etablering af almene boliger i eksisterende ejendomme.

² Erhvervsejendomme mv. omfatter kontor- og forretningsejendomme samt industri- og håndværksejendomme. For udlån til landbrugs- og skovbrugsejendomme og gartnerier er den maksimale lånegrænse 70 pct.

³ Lånegrænsen kan forhøjes til 70 pct. på SDO'er, hvis der stilles supplerende sikkerhed for mindst 10 pct. af den del af lånet, der overstiger 60 pct. af ejendommens værdi.

handelspris en øvre grænse for den værdiansættelse, som lægges til grund for lånudmålingen.

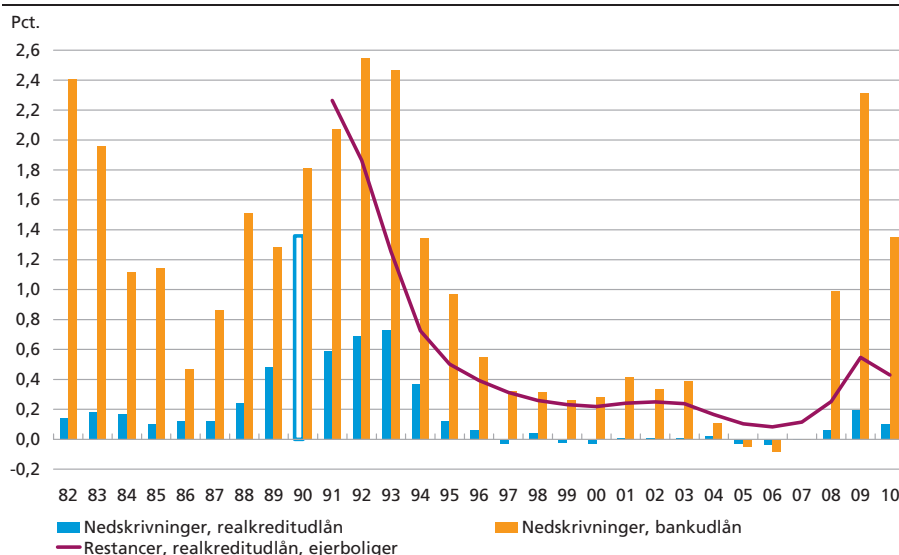
Institutternes pantrettigheder er bl.a. understøttet af, at alle forhold vedrørende ejendoms- og tinglysningsforhold er opført i offentlige registre.¹ Hvis et lån misligholdes, har institutterne en stærk stilling i forhold til at inddrive gælden. Instituttet kan opsiges lånet og sælge sikkerheden for at dække sit tilgodehavende. Perioden fra misligholdelse af et lån, til realkreditinstituttet kan have foretaget salg, er typisk mindre end ni måneder. Det forholdsvis korte tidsrum er med til at begrænse instituttets potentielle tab. Hvis instituttets krav ikke dækkes, opretholder det et krav mod låntager. Der er således i det danske realkreditsystem stærke incitamenter for låntager til at servicere sit lån og undgå tvangssalg.

De regler, som realkreditinstitutterne og låntagerne er underlagt, er formentlig en væsentlig årsag til, at nedskrivningerne på udlån gennem mange år har været på et lavt niveau, jf. figur 9. Reglerne for værdiansættelse af sikkerheder, belåningsgrænser, adgang til hurtig tvangsrealisering ved låntagers misligholdelse og låntagers personlige hæftelse er alle med til at reducere kreditrisikoen. Under den lange lavkonjunktur i begyndelsen af 1990'erne nåede nedskrivningerne op på 0,6-0,8 pct. årligt, men de har siden ligget væsentligt lavere. Det lave renteniveau og den lave ledighed i særligt de seneste år har formentlig bidraget yderligere til lave nedskrivninger. Den øgede udbredelse af variabelt forrentede lån har medvirket til et hurtigt gennemslag af rentefaldet. Under den finansielle krise steg nedskrivningerne og nåede i 2009 et niveau på 0,2 pct., hvorefter de er faldet. De har således ligget på et meget lavt niveau, selv om ejendomspriserne nu er lavere end i 2007, med deraf følgende større risiko for tab ved misligholdelse. Udviklingen i nedskrivningerne på bankud-

¹ Matrikelregisteret under Kort- og Matrikelstyrelsen identificerer enhver grund og bygning i Danmark, og tingbogen indeholder en komplet fortegnelse over ejendomsret og pantrettigheder i relation til fast ejendom.

NEDSKRIVNINGER OG RESTANCER I PROCENT AF UDLÅN

Figur 9



Anm.: Institutternes nedskrivninger er opgjort i procent af udlån og garantier. I 1990 blev principperne for nedskrivninger (tab og hensættelser) i realkreditinstitutter omlagt, så der fremover skulle foretages hensættelser for sandsynligt tab efter et forsigtighedsprincip og ikke bare for sikre tab. En del af hensættelserne i 1990 vedrører derfor principielt set tidligere år. Negative tal for nedskrivninger er udtryk for, at tidligere foretagne nedskrivninger tilbageføres som indtægter. I 2005 omfatter tilbageførslerne for realkredit- og pengeinstitutter bl.a. tilpasninger til nye regnskabsprincipper fra og med 2005.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Realkreditrådet.

lån har fulgt samme mønster, men på et langt højere niveau, hvilket afspejler forskellen i risikoen på udlån i de to typer institutter.

Realkreditinstitutters værn mod tab

Realkreditinstituttets indtægter fra udlån udgøres primært af det løbende bidrag, der lægges oven på lånets ydelser. Hertil kommer kurs-skæringer samt etablerings- og omlægningsgebyrer, når lån oprettes eller ændres. Indtægterne skal dække instituttets omkostninger og sikre tilstrækkelig basiskapital i instituttet. Bidraget beregnes normalt som en fast del af lånets restgæld og opkræves særskilt af instituttet i tillæg til renter og afdrag.

Institutterne kan generelt ændre bidragssatsen for låntagerne. Låne-aftalen skal angive, hvilke forhold der kan udløse en ændring – eksempelvis øgede omkostninger.¹ Bidraget er den primære omkostning, som institutterne pålægger låntagerne, og er derfor en vigtig konkurrence-

¹ Nykredit afgav ved fusionen med Totalkredit en række tilsagn til Konkurrencestyrelsen. Som følge heraf kan Nykredit kun hæve sine bidragssatser for lån til private kunder efter aftale med Konkurrencestyrelsen. Den 30. november 2011 afgjorde Konkurrencerådet, at Nykredit i en periode på fem år fra 1. april 2012 får mulighed for at hæve bidragssatsen fra 50 til 55 basispoint på fastforrentede lån med afdrag og fra 50 til 60 basispoint på øvrige lån (opgjort ved fuld belåning). Nykredit har ikke afgivet tilsagn vedrørende bidragssatser for lån ydet gennem Totalkredit. Nykredit har valgt at bringe spørgsmålet om, hvorvidt tilsagnet er tidsbegrænset, for Sø- og Handelsretten, hvor sagen afventer en afgørelse.

BIDRAGSSATSER

Boks 4

For lån til private offentliggør realkreditinstitutterne bidragssatserne, mens satserne for erhvervslån normalt forhandles individuelt. Satserne for private er differentierede efter graden af belåning og evt. låntype. De laveste bidragssatser opnås ved lav belåning (dvs. typisk mindre end 40 pct. af pantets værdi). Flere institutter har forhøjet bidragssatserne de seneste år, særligt for rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed, og yderligere forhøjelser er annonceret, jf. tabel 3. Med de annoncerede forhøjelser vil det samlede bidrag ved fuld belåning siden begyndelsen af 2010 være hævet med op til 22 basispoint, afhængig af låntypen. Hertil kommer, at flere institutter har indført en kursskæring svarende til ca. 5 basispoint ved refinansiering af rentetilpasningslån. De nye bidragssatser varierer i højere grad efter belåningsgraden. Tidligere betalte låntager ofte samme marginale bidragssats i hele intervallet 40-80 pct., mens de nye satser ofte er forskellige for intervallerne 40-60 og 60-80 pct., jf. tabel 4.

GENNEMSNITLIGE BIDRAGSSATSER FOR EJERBOLIGER EFTER
BELÅNINGSGRAD OG LÅNTYPE

Tabel 3

Gennemsnitlig bidragssats i basispoint efter belånings- grad	Nykredit/ Totalkredit		Realkredit Danmark ¹		Nordea Kredit		BRFKredit	
	0-40	0-80	0-40	0-80	0-40	0-80	0-40	0-80
Satser primo 2010								
Alle lån	30,0	50,0	30,0	57,5	30,0	52,5	37,5	55,0
Seneste udmeldte satser								
Fastforrentet, afdrag	35,0	61,3	37,5	65,0	37,0	59,5	37,5	67,5
RTL, afdrag	40,0	66,3	45,0	72,5	44,4	71,4	42,5	72,5
RTL, uden afdrag	45,0	71,3	47,5	75,0	46,3	74,4	42,5	72,5

Anm.: Tabellen omfatter institutternes udmeldinger til og med november 2011. BRFKredits seneste satser har været gældende fra marts 2011. De nye satser for Realkredit Danmark og Nordea Kredit er gældende fra januar 2012, mens de nye satser for Nykredit/Totalkredit vil gælde fra april 2012. Disse satser vil gælde nye lån optaget gennem Totalkredit. Den 30. november 2011 afgjorde Konkurrencerådet, at Nykredit i en periode på fem år fra 1. april 2012 får mulighed for at hæve bidragssatsen fra 50 til 55 basispoint på fastforrentede lån med afdrag og fra 50 til 60 basispoint på øvrige lån. Realkredit Danmark og Nordea indfører fra 2012 kursskæring på 0,05 kurspoint ved refinansiering af rentetilpasningslån. Ved årlig refinansiering til kurs 100 svarer det til en årlig omkostning på 5 basispoint. De viste bidragssatser afspejler ikke kursskæringer og gebyrer i øvrigt.

Kilde: Nykredit Realkredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFKredit.

¹ Realkredit Danmarks senest udmeldte bidragssatser er 5 basispoint lavere, hvis låntageren indbetaler månedligt i stedet for kvartalsvis. Det gør langt de fleste låntagere i Realkredit Danmark.

parameter. Institutternes valg af bidragssatser vil derfor også være en afvejning mellem behovet for at øge indtægterne og den konkurrence-mæssige ulempe, som en forhøjelse kan medføre. I 2009 hævede flere realkreditinstitutter bidragssatserne for erhvervslån. Siden 2010 har alle institutter med udlån til private desuden forhøjet, eller meddelt at de vil forhøje, bidragssatserne på disse lån som følge af stigende omkostninger, jf. boks 4.

Realkreditinstitutter skal som følge af kapitaldækningsreglerne som minimum holde basiskapital svarende til 8 pct. af de risikovægtede poster, dvs. instituttets aktiver i form af bl.a. udlån og værdipapirer vægtet afhængig af dets risiko. Hertil kommer, at der for hvert institut fastsæt-

BIDRAGSSATSER – FORTSAT

Boks 4

Realkreditinstitutterne har begrundet forhøjelserne med øgede omkostninger og øgede krav til sikkerhed bag lånene. Efter 2007 er nedskrivningerne steget, og boligprisfald har medført, at institutterne har haft behov for at stille en øget mængde supplerende sikkerhed for de lån, hvor den bagvedliggende sikkerhed ikke længere opfylder lånegrænsen.

Derudover har kreditvurderingsbureauer over for de fleste institutter skærpet betingelserne for at opretholde realkreditobligationernes rating. Det har bl.a. givet sig udslag i et større behov for overkapitalisering. Ved overkapitalisering lægges mere sikkerhed for de udstedte obligationer, end lovgivningen kræver. De skærpede betingelser var bl.a. et resultat af, at et af kreditvurderingsbureauerne lagde større vægt på refinansieringsrisikoen ved rentetilpasningslån end tidligere. Herudover blev skærperne begrundet med forventningerne til realkreditinstitutternes fremtidige indtjening og forventning om stigende omkostninger til sikkerhed i kapitalcentrene.

MARGINALE BIDRAGSSATSER FOR EJERBOLIGER EFTER BELÅNINGSGRAD OG LÅNTYPE

Tabel 4

Marginale bidragssatser i basispoint efter belåningsgrad	Nykredit/ Totalkredit		Realkredit Danmark ¹		Nordea Kredit		BRFkredit	
	59-60	79-80	59-60	79-80	59-60	79-80	59-60	79-80
Satser primo 2010								
Alle lån	70,0	70,0	85,0	85,0	90,0	90,0	50,0	95,0
Seneste udmeldte satser								
Fastforrentet, afdrag	75,0	100,0	92,5	92,5	97,0	97,0	80,0	115,0
RTL, afdrag	80,0	105,0	100,0	100,0	116,4	116,4	85,0	120,0
RTL, uden afdrag	85,0	110,0	102,5	102,5	121,3	121,3	85,0	120,0

Anm.: I intervallet fra 0-40 pct. er den gennemsnitlige og den marginale bidragssats sammenfaldende. Se desuden anmærkninger til tabel 3.

Kilde: Nykredit Realkredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit.

¹ Realkredit Danmarks senest udmeldte bidragssatser er 5 basispoint lavere, hvis låntageren betaler månedligt i stedet for kvartalsvis. Det gør langt de fleste låntagere i Realkredit Danmark.

tes et individuelt solvenskrav, som tager højde for instituttets specifikke risici. Hvis et individuelt solvenskrav fastsættes højere end minimumssolvenskravet, udgør det instituttets kapitalkrav, som til enhver tid skal overholdes.

Ultimo juni 2011 udgjorde realkreditinstitutternes basiskapital mellem 12,3 og 34,9 pct. af de risikovægtede poster.¹ I vurderingen af kapitalforholdet bør tages i betragtning, at institutterne kan forhøje bidragssatserne.

¹ Opgjort for Nykredit Realkredit-koncernen (inkl. Totalkredit og Nykredit Bank), Realkredit Danmark, Nordea Kredit, BRFkredit (inkl. BRFkredit Bank) og DLR Kredit. De fire førstnævnte institutter er godkendt til at anvende interne ratingbaserede metoder til opgørelse af de risikovægtede poster, og er omfattet af en overgangsordning, hvorefter de pålægges et forhøjet kapitalkrav. Kapitaloverdækningen er inklusive overgangsordningens krav opgjort til henholdsvis 5,2, 16,0, 2,2, 6,3, 4,3. Institutternes overdækning skal ses i lyset af, at nogle indgår i større finansielle koncerner og derfor kan have adgang til yderligere kapital hos deres moderselskab.

Investors sikkerhed

Investors krav mod instituttet er sikret i instituttets udlån med pant i fast ejendom. Investor har i tilfælde af konkurs en fortrinsstilling i forhold til simple kreditorer i både kapitalcentret og dernæst, hvis det er relevant, i konkursboet. Sikkerheden er knyttet sammen med obligationerne i kapitalcentre, der i tilfælde af en konkurs udskilles fra konkursboet. Hvert enkelt kapitalcenter skal opfylde det lovmæssige kapitalkrav på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Ifølge lovgivningen skal midlerne i det enkelte kapitalcenter ved en konkurs anvendes til dækning af krav fra indehaverne af realkreditobligationer, jf. boks 5.

I tilfælde af en konkurs udskilles realkreditinstituttets kapitalcentre fra konkursboet. Kurator kan drive kapitalcentret videre og er efter loven forpligtet og har vide beføjelser til at opfylde instituttets forpligtelser over for obligationsejere og modparter på finansielle instrumenter. Kura-

KAPITALCENTRE	Boks 5
De rammer, som lovgivningen fastsætter for administration af kapitalcentre, giver obligationsejerne en høj grad af beskyttelse mod tab i tilfælde af udsteders konkurs. Nyudstedelse af realkreditobligationer foregår i dag næsten udelukkende fra kapitalcentre, da det er et lovkrav for realkreditobligationer med SDO-status. I kapitalcentrene er de udstedte obligationer og de ydede lån knyttet sammen, og kapitalcentrene skal desuden holde tilstrækkelig kapital til at opfylde solvenskravet på 8 pct. Realkreditinstituttet skal løbende sikre, at kapitalcentret har tilstrækkelig kapital og skal om nødvendigt øge kapitalen i kapitalcentret. Derudover skal realkreditinstituttet sikre tilstrækkelig supplerende sikkerhed i SDO-kapitalcentrene, hvis fx markedsværdien af ejendommene falder, eller markedsværdien af SDO'erne stiger så meget, at belåningsgrænsen brydes for det enkelte lån. Instituttet kan udstede junior covered bonds til at finansiere supplerende sikkerhed. Instituttet kan også af andre hensyn vælge at lægge yderligere aktiver ind i kapitalcentrene. Formålet kan fx være at opnå en bestemt rating af et kapitalcenter. Realkreditlovgivningens regler for konkurs har aldrig været anvendt. Hvis den situation skulle opstå, hvor der anmeldes betalingsstandsning eller afsiges konkursdekret over et realkreditinstitut, fx hvis solvenskravet ikke er opfyldt, kan der som følge af lovgivningen ikke efterfølgende overføres midler fra kapitalcentrene til instituttet i øvrigt. Ved konkurs anvendes midlerne i det enkelte kapitalcenter – efter udgifter til konkursboets behandling mv. – til dækning af krav fra indehaverne af realkreditobligationer og modparter på finansielle instrumenter anvendt i risikostyringen. Herefter dækkes krav til eventuelle indehavere af junior covered bonds, som instituttet har udstedt i tilknytning til et kapitalcenter for at kunne stille supplerende sikkerhed. Overskydende midler indgår i konkursmassen for hele instituttet. For instituttet i øvrigt fordeles midlerne i samme rækkefølge som for kapitalcentre. Hvis der i et kapitalcenter ikke er midler nok til at opfylde kravene fra indehaverne af realkreditobligationer, har disse en fortrinsstilling i konkursboet frem for de simple kreditorer. Dernæst betales øvrige fordringer i lige forhold.	

tor skal i videst muligt omfang sikre, at kreditorerne betales rettidigt, dog under hensyntagen til, at alle kreditorer skal behandles ens. Da kapitalcentret er under afvikling, vil kurator ikke have mulighed for at foretage nyudlån. Låntagers rettigheder forbliver uændrede, dvs. at lånet fortsat er uopsigeligt fra instituttets/kapitalcentrets side, mens låntager fortsat kan indfri lånet.

For SDO-kapitalcentre er sikkerheden styrket, idet instituttet løbende har skullet stille supplerende sikkerhed for hvert enkelt lån, hvor den maksimale belåningsgrænse måtte være overskredet. Sikkerheden betyder, at obligationerne har en høj kreditkvalitet også efter instituttets konkurs.

Da obligationer og lån er udstedt under match funding-princippet, vil rente- og afdragsbetalinger på lånene svare til rente- og afdragsbetalinger på obligationerne, bortset fra obligationer, som udløber før lånet, og som kurator vil skulle erstatte ved en refinansiering. Det er dog en forudsætning for refinansieringen, at der efter udstedelsen forventes at være tilstrækkelige midler til kreditorerne. Kurator opkræver desuden bidrag og kan ligeledes som følge af lovgivningen hæve bidragssatsen, hvis det er begrundet i hensynet til markedsmæssige vilkår, og der er konstateret behov for yderligere midler til administration af boet. Kapitalcentret kan i yderste fald blive afviklet over fx 30 år, indtil den sidste låneaftale udløber.

Kurator har mulighed for, efter godkendelse fra det beskikkede tilsyn, at sælge dele af kapitalcentret til et andet realkreditinstitut. De vide be-
føjelser til at videreføre kapitalcentret sikrer, at kurator har tid til at afhænde kapitalcentret og ikke er tvunget til hurtigt at realisere aktiverne. Samtidig vil kurator så vidt muligt opfylde obligationsejernes krav. Værdien af de løbende bidragsindtægter på lånene og de øvrige realkreditinstitutters mulighed for at øge deres markedandel øger sandsynligheden for, at et kapitalcenter kan afhændes.

PERSPEKTIVERING

Dansk økonomi er på linje med landene i resten af Europa ramt af afmatningen af de internationale konjunkturer. På en række områder fremstår dansk økonomi dog stærkere end i mange andre lande. Det har formentlig medvirket til, at danske realkreditobligationer i de seneste måneder har udvist stabil værdi og høj omsættelighed. Det er egenskaber, som kendetegner aktiver, der betragtes som sikker havn under generel finansiell uro. Denne udvikling ville ikke have fundet sted, hvis danske realkreditobligationer ikke af investorer opfattes som blandt de mest sikre aktiver med lav kreditrisiko og høj likviditet.

Det er en stor fordel for dansk økonomi, at der er tillid til dansk realkredit. Efter den finansielle krise er kravene til sikre aktiver steget. Baggrunden er, at finanskrisen har synliggjort en række risici, herunder likviditets- og refinansieringsrisiko. Hertil kommer de økonomiske eftervirkninger fra finanskrisen og den usikkerhed, som gældskrisen har skabt generelt.

Nationalbanken har tidligere påpeget både refinansieringsrisikoen ved rentetilpasningslån og risikoen for et stort behov for supplerende sikkerhed ved store boligprisfald, jf. Danmarks Nationalbank (2011). Risiciene skal ses i lyset af, at realkreditsystemet udgør en meget stor del af det finansielle system i Danmark. Selv en beskeden risiko for, at de påpegede risici materialiserer sig, bør derfor adresseres. Realkreditinstitutterne er opmærksomme på risiciene og har taget initiativer, der er rettet mod fortsat at sikre et bæredygtigt system.

I første omgang har institutterne arbejdet på at sprede refinansieringen af rentetilpasningslån over året med henblik på ad den vej at mindske refinansieringsrisikoen. Det har vist sig at tage meget lang tid at sprede auktionerne, da ændring af refinansieringstidspunktet for eksisterende låntagere går meget trægt.

I arbejdet med sikring af et bæredygtigt realkreditsystem indgår også ændringer af institutternes forretningsmodel, herunder indfasning af nye udstedelsesstrukturer med kapitalcentre med forskellig risikoprofil. Nogle institutter vil udskille lån med refinansieringsrisiko, primært rentetilpasningslån, til separate kapitalcentre. Hermed bliver risikoen knyttet til refinansiering i højere grad afspejlet i låneomkostningerne. Differentierede bidragssatser, hvor institutterne fastsætter højere bidrag på lån med større risiko for instituttet, kan ligeledes bidrage til en hensigtsmæssig prisdifferentiering. Ændringerne kan give låntager incitament til at optage lån med mindre refinansieringsrisiko. Et enkelt institut vil indføre tolagsbelåning, hvor udlån mod den inderste del af sikkerheden finansieres ved udstedelse fra et kapitalcenter, der udsteder obligationer med SDO-status, mens den yderste del af udlånet finansieres i et kapitalcenter, der udsteder obligationer uden SDO-status. Tolagsbelåning vil på sigt medføre en reduktion i det potentielle behov for supplerende sikkerhed.

Der bør i det videre arbejde også ses nærmere på sektorens rammebetingelser. Som tidligere nævnt fremstår dansk økonomi på mange områder stærkere end andre lande. De store bruttobalancer i husholdningerne – på passivsiden dækker det især realkreditlån – øger rentefølsomheden. Derfor er lave underskud, holdbare offentlige finanser og robuste overskud på betalingsbalancen afgørende rammevilkår også for husholdningernes økonomi.

Med en mere stabil boligprisudvikling ville økonomien stå endnu stærkere. Nationalbanken har tidligere påpeget, at udsvingene på boligmarkedet kan mindskes ved at genskabe forbindelsen mellem ejendomsværdiskatten og de aktuelle boligpriser og ved at udfase adgangen til afdragsfrie realkreditlån til ejerboliger, jf. Dam mfl. (2011). Et andet middel til at reducere fremtidige udsving på boligmarkedet kunne være at ændre principperne for værdiudmåling af ejendomme eller fastsættelse af belåningsgrænser, så lånemulighederne begrænses ved kraftige boligprisstigninger. Alternativet til et mere stabilt boligmarked kan være at skabe en større, fast sikkerhedsmargin over for udsving i boligpriserne fx lavere maksimal belåningsværdi.

LITTERATUR

Buchholst, Birgitte Vølund, Jacob Gyntelberg og Thomas Sangill (2010), Liquidity of Danish government and covered bonds – before, during and after the financial crisis – preliminary findings, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 70, september.

Dam, Niels Arne, Tina Saaby Hvolbøl, Erik Haller Pedersen, Peter Birch Sørensen og Susanne Hougaard Thamsborg (2011), Boligboblen der briste: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes?, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, Del 1.

Danmarks Nationalbank (2011), Likviditet og finansieringsforhold, *Finansiel stabilitet*.

Mindested, Palle Bach og Lars Risbjerg (2011), Udviklingstendenser på det danske pengemarked, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal, Del 1.