

Kandidatafhandling

# Investors retsstilling i tilfælde af realkreditinstituttets konkurs

---

Copenhagen Business School  
Cand.merc.(jur.)

28. april 2010

**Udarbejdet af:**

Nadia Bottan Pedersen

---

**Vejledere:**

Økonomisk vejleder: Finn Østrup

Juridisk vejleder: Frederik Meding

Antal anslag: 171.542 (75,4 normalsider)

**Executive summary:** Covered bond investor's legal position in case of a bankruptcy of a Danish mortgage credit institute.

This master thesis deals with the situation where a Danish mortgage credit institution has gone bankrupt and focuses on the covered bond investor's legal position in the bankruptcy estate.

A key element in the Danish mortgage credit system is the asset liability management system, known as the balance principle. The principle ensures that all mortgage loans are match funded. The issuance of covered bonds is done through capital centres. The capital centres are considered "on balance" SPVs and are not an integrated part of the estate in bankruptcy – therefore assets are bankruptcy remote. The borrower pays interest, payments and margin to the mortgage credit institute, the institute passes the interest and payment on to the investor – the mortgage institute withholds the credit risk (towards borrower). In relation to the credit rating of borrower the credit scoring is generally done through a cash flow based model. The property valuation and LTV limits is regulated by the Danish Mortgage Credit Loans and Mortgage Credit Bonds etc. Act.

The risk of bankruptcy can be partly read of the spread between Danish covered bonds and Danish government bonds. The spread needs however to be adjusted in order to isolate the risk spread. The main risk origins from exposure to liquidity risk (due to continuous LTV compliance) and credit risk. The adjusted spread indicates that investor takes account of a risk of bankruptcy – it can therefore be concluded that a bankruptcy of a Danish mortgage credit institute is not completely unlikely.

The Danish mortgage credit system is generally considered to be very important to the financial stability in Denmark. It is therefore likely that the Danish government will interfere in case of insolvency in a Danish mortgage credit institute – the subject of this thesis is therefore mostly theoretical important. In case of a bankruptcy a trustee will be appointed. Holders of Danish covered bonds have a primary preferential right to all assets of the capital centre. If the claims are not covered by the capital centre (leaving them uncovered residual claims), they maintain a preferential claim against the assets available for distribution (the general estate in bankruptcy). As a result, Danish covered bond investors have an excellent legal position in case of a bankruptcy of a Danish mortgage credit institute.

## Indholdsfortegnelse

<b>Executive summary</b> .....	1
<b>Kapitel 1: Indledning</b> .....	4
1.1 Problemstilling.....	4
1.2 Problemformulering.....	6
1.3 Arbejdsspørgsmål.....	6
1.4 Afgrænsning.....	6
1.5 Metode .....	8
<b>Kapitel 2: Det danske realkreditsystem</b> .....	10
2.1 Dansk realkredits historie.....	11
2.2 Balanceprincippet.....	13
2.3 Realkreditinstituttets opbygning .....	17
2.4 Sammenfatning .....	25
<b>Kapitel 3: Realkreditsystemet i praksis</b> .....	27
3.1 Kreditpolitik .....	27
3.2 Lånetyper .....	28
3.3 Funding .....	29
3.4 Indfrielse .....	33
3.5 Sammenfatning .....	35
<b>Kapitel 4: Konkurs sandsynlighed</b> .....	37
4.1 Risikotyper .....	38
4.2 Tidligere kriser.....	41
4.3 Risikopræmie .....	45
4.4 Sammenfatning .....	49

<b>Kapitel 5: Konkursprocessen</b> .....	51
5.1 Før konkurs .....	52
5.2 Konkursforløbet .....	60
5.3 Prioritetsstilling i konkursboet .....	64
5.4 Investors retstilling .....	67
5.5 Sammenfatning .....	71
<b>Kapitel 6: Konklusion</b> .....	74
<b>Litteraturliste</b> .....	76

## Kapitel 1: Indledning

### 1.1 Problemstilling

Totalt opbrud i realkreditte! Sådan karakteriserede Nykredit selv udviklingen i dansk realkredit tilbage i 2006 i en artikel i Jyllands Posten. Om hvorvidt der er *totalt* opbrud i realkreditte kan vist diskuteres, men de seneste fem år har under alle omstændigheder været blandt de mest begivenhedsrige i dansk realkredits 200 års lange historie.

De første 200 år har ellers været noget af en succeshistorie, der blandt andet har betydet, at det danske realkreditobligationsmarked er blandt de allerstørste i Europa. Hjørnestenen i systemet, der kan dateres tilbage til genopførelsen af København efter branden i 1795, hvor der opstod et akut behov for et bæredygtigt finansieringssystem, er én-til-én sammenhængen mellem ud- og indlån – i dag kendt som balanceprincippet. Balanceprincippet går i sin enkelthed ud på, at der skal være match imellem lån og obligationer. Derudover er det unikt ved det danske system, at låntager kan indfri sit lån enten til kurs pari eller ved at aflevere den modsvarende obligation.

Det danske realkreditsystem har som følge heraf modtaget anerkendelse i internationale kredse. Tilbage i 2005 indførte den mexicanske regering et boligfinansieringssystem, der efterligner det danske system. De modtog endda dansk konsulentbistand til implementeringen. Og senest er det danske realkreditsystem blevet trukket frem i det internationale rampelys, da finanskrisen kulminerede i USA med realkreditkæmperne Fannie May og Freddie Macs livstruende økonomiske vanskeligheder i 2008. Det foranledigede, at den amerikanske finansguru George Soros agiterede for, at USA skulle droppe sin nuværende boligfinansieringsform og i stedet indføre en kopi af det klassiske danske realkreditsystem. Det er således ikke helt uberettiget, at Realkreditrådets direktør Ane Arnth Jensen har udtalt, at ”*Danmark har verdens bedste realkreditsystem*”.

Der er dog sket et vist opbrud med den klassiske realkreditmodel, idet europæiske fællesregler har betydet markante ændringer i dele af den relevante lovgivning. I den politiske bestræbelse på at skabe et konkurrencedygtigt europæisk kapitalmarked, der kunne modsvare det amerikanske, tog EF i 1977 initiativ til at formulere fælles regler for værdipapirhandel. I første omgang gik projektet ud på at eliminere handelsbarrierer imellem medlemslandene, hvorimod projektet i nyere tid har haft til formål at skabe ét fælles marked. Som led heri formulerede man i 1985 en fælles europæisk

definition af realkreditobligationer – også kaldet covered bonds – i UCITS direktivet. Definitionen fik betydning for Danmark, da EU i 2007 på Basel komiteens anbefaling vedtog CRD direktivet, der stiller specifikke krav til opfyldelsen af en covered bond. Direktivet blev implementeret i dansk lovgivning i 2007. Denne lovændring har haft afgørende betydning for den helt centrale del af dansk realkredit, nemlig balanceprincippet.

Selve lovformuleringen af balanceprincippet blev liberaliseret i form af et alternativ til det oprindelige specifikke balanceprincip, nemlig et overordnet princip, der gav udstedere mulighed for at afvige fra den rigide én-til-én sammenhæng. Mere betydende var dog de specifikke krav til den pantsikkerhed, der kan ligge til grund for realkreditobligationen. Helt specifikt stiller den nye lovgivning krav om løbende LTV (loan-to-value) overholdelse, altså at lånegrænserne skal være overholdt på et hvert givent tidspunkt. Hvis lånegrænserne ikke overholdes, skal udstederen stille supplerende sikkerhed for overskridelsen. Der er altså sket et brud med det klassiske realkreditsystem, idet den supplerende sikkerhedsstilling bryder pass through systemet, der gensidigt viderefører pantets henholdsvis værdistigning eller værditab imellem låntager og investor. De nye krav påfører således udstederen en betydelig likviditetsrisiko i form af afhængighed til et velfungerende pengemarked.

Likviditetsrisikoen blev aktuel kort efter lovgivningens ikrafttræden, da boligprisboblen sprang. Faldende ejendomspriser resulterede i, at udstederne skulle stille betydelige supplerende sikkerheder for den bagvedliggende pant. Situationen gik fra slemt til værre, da finanskrisen udbrød og interbankmarkedet frøs til. Det blev pludseligt vanskeligt for udstedere at rejse kapital i pengemarkederne. Situationen var så alvorlig, at realkreditinstitutterne blev tilbudt at optage hybrid kernekapital gennem staten – og tilbuddet blev udnyttet for nogle institutters vedkommende.

Likviditetsrisikoen blev altså afdækket af staten i denne omgang og den helt store krise blev altså umiddelbart afværget. Forløbet har dog rejst et essentielt spørgsmål omkring det danske realkreditsystem, et spørgsmål der tidligere har været anset som utopisk tankegang, nemlig: Kan et dansk realkreditinstitut gå konkurs og hvordan udspiller konkursen sig i praksis?

Dette har ledt mig frem til følgende problemformulering og dertilhørende arbejdsspørgsmål:

## 1.2 Problemformulering

Hvad er investors retsstilling i tilfælde af realkreditinstituttets konkurs?

## 1.3 Arbejdsspørgsmål

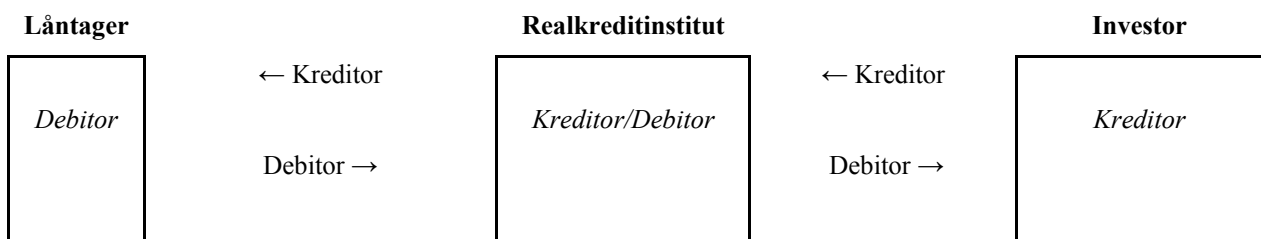
For at kunne besvare ovenstående problemformulering har jeg udarbejdet følgende arbejdsspørgsmål:

1. Hvad er retsgrundlaget bag realkreditobligationsudstedelse?
2. Hvordan er det danske realkreditsystem opbygget?
3. Hvordan fungerer realkreditsystemet i praksis?
4. Er det sandsynligt, at et realkreditinstitut kan gå konkurs?
5. Hvordan udspiller en konkurssituation sig i et realkreditinstitut?

## 1.4 Afgrænsning

Jeg afgrænser mig fra at undersøge de forbrugermæssige forhold i en konkurssituation. Jeg anerkender, at der eksisterer et inter partes forhold imellem realkreditinstitut og låntager, hvorfor en konkurssituation unægteligt vil have omfattende konsekvenser for låntager i forhold til rådgivning, tryghed og muligvis pris. Jeg vil dog ikke forholde mig til, hvorledes en realkreditkonkurs påvirker låntagers retsstilling.

Figur 1<sup>1</sup>



Jeg vil altså udelukkende fokusere på højre side af ovenstående figur, forholdet imellem realkreditinstitut og investor. Med *investor* forstås udelukkende indehavere af realkreditobligationer.

---

<sup>1</sup> Egen udarbejdelse

Derudover vil jeg udelukkende koncentrere mig om realkreditinstitutstederne. De danske pengeinstitutter fik i forbindelse med indførelsen af SDO lovgivningen mulighed for at udstede obligationer med indirekte pant i fast ejendom. Opbygningen i et pengeinstitut adskiller sig dog væsentligt fra opbygningen i et realkreditinstitut. Pengeinstitutterne er blandt andet ikke underlagt samme krav til overkollateral<sup>2</sup> og investors prioritetsstilling i en pengeinstitutkonkurs adskiller sig fra retsstillingen i en realkreditinstitutkonkurs. Derudover er pantsikkerhederne i pengeinstitutter samlet i registre frem for serier/kapitalcentre. Pengeinstitutterne har endvidere mulighed for at udskille enkelte ”syge” aktiver fra registeret. Af hensyn til afhandlingens omfang har jeg således valgt at afgrænse mig fra at undersøge investors retsstilling i tilfælde af en SDO udstedende pengeinstitutkonkurs.

Afhandlingens formål er ikke at komme med løsningsforslag til imødegåelse af konkurs. Afhandlingens primære fokus vil således være at beskrive processen og forholdene omkring en konkurssituation. Konkurssituationen er forholdsvis ubeskrevet i akademisk sammenhæng, så af hensyn til afhandlingens omfang vil jeg afgrænse mig fra at komme med løsningsforslag.

Jeg vil derudover afgrænse mig fra at analysere implementeringen af relevante europæiske direktiver i dansk lovgivning. Der har været kritik – hovedsageligt fra realkreditsektoren – af processen omkring indførelsen af SDO, særligt i forhold til den lovmæssige fortolkning af direktivets krav til løbende LTV overholdelse, der ifølge kritikerne kunne være blevet tilpasset bedre til det eksisterende danske realkreditsystem indenfor direktivets rammer. Jeg vil dog ikke analysere denne problemstilling, men blot undersøge retsstillingen i forhold til gældende ret.

Der er i øjeblikket fremsat et lovforslag som følge af to års evalueringen af SDO loven. Jeg er bekendt med lovforslaget og jeg vil lejlighedsvis referere til indholdet, men mit udgangspunkt vil dog være den nuværende gældende ret. Samme forhold gælder for den igangværende proces omkring en opdatering af Basel komiteens anbefalinger, de såkaldte Basel III regler, samt de forventede afledte ændringer i CRD.

---

<sup>2</sup> Udtryk for overkapitalisering (OC), Henrik Hjortshøj-Nielsen, Nykredit Realkredit A/S



## 1.5 Metode

Afhandlingen vil overordnet set bestå af en økonomisk del og en juridisk del. Afhandlingens genstandsfelt gør dog, at det ikke er muligt at foretage en fuldstændig opdeling baseret på fagområde, idet emnet realkreditkonkurs befinder sig i krydsfeltet mellem økonomi og jura. Det er således, efter min overbevisning, et emne, der passer godt ind under cand.merc.(jur.) studiet.

Selvom afhandlingen altså ikke vil indeholde et klart skel imellem økonomi og jura vil afhandlingens første kapitler have et overvejende økonomisk præg, hvorimod den resterende del i udpræget grad vil vægte mere imod det juridiske fagområde.

Den økonomiske del vil overordnet set beskrive det danske realkreditsystem. Når man vil analysere det gældende retsgrundlag og vurdere processen omkring en konkurs, er det nødvendigt at forstå, hvorledes systemet er opbygget og hvordan det fungerer i praksis, således at jeg kan identificere mulige problemstillinger i forhold til en konkurs.

Omkring systemets opbygning er det nødvendigt at redegøre for hjørnestenene i det danske realkreditsystem, herunder balanceprincip og kapitalcenteropbygning. Der findes et begrænset omfang af faglitteratur på dette område. Beskrivelsen vil derfor hovedsageligt blive baseret på fagartikler, publikationer fra brancheorganisationer samt diverse materiale fra Nykredit. Jeg har i videst muligt omfang forsøgt at underbygge materiale fra realkreditsektoren selv samt fagartikler skrevet af interessenter indenfor sektoren med eksterne, uvildige kilder.

Omkring realkreditsystemets praktiske opbygning er det nødvendigt at redegøre for følgende emner: Låneoptagelse, låne- og obligationstyper, obligationsudstedelse, indfrielsesmuligheder samt lovmæssige rammer og tilsyn. Med hensyn til de obligations- og udlånsteoretiske aspekter vil redegørelsen blive baseret på relevant faglitteratur. Hvad angår de lovmæssige rammer og det løbende tilsyn, vil redegørelsen blive baseret på lovgivning, faglitteratur samt fagartikler og materiale fra brancheorganisationer, i prioriteret rækkefølge.

I forhold til problemformuleringen er det også relevant at analysere forhold omkring konkursrisiko, idet det vil underbygge problemformuleringens relevans og anskueliggøre de sandsynlige omstændigheder omkring en konkurs. Analysen vil dels indeholde en del, der forholder sig til

konkursscenarier, altså hvilke forhold der kan forårsage en konkurs, herunder rente-, valutakurs-, options-, likviditets-, refinansierings- og kreditrisici, samt en del, der vil redegøre for investors vurdering og prisindregning af konkursrisiko i danske realkreditobligationer. Hvad angår den første del, så vil analysen være baseret på henholdsvis den lovmæssige regulering i forhold til risikobegrænsninger og krav, faglitteratur i forhold til risikotyper samt beskrivelsen af realkreditsystemets opbygning og praktiske indretning tidligere i afhandlingen.

I forhold til markedets prisindregning af konkursrisiko vil afhandlingen fokusere på spændet imellem realkreditrenten og den risikofrie rente. I praksis vil jeg sammenligne en realkreditobligation med en statsobligation. Eftersom statsobligationer adskiller sig fra realkreditobligationer, ved at de er inkonverterbare, ofte er af kortere varighed og ydes som stående lån, vil en fuldstændig sammenligning af effektive renter kræve, at der foretages en korrektion i forhold til obligationsspecifikationer. I forhold til det empiriske grundlag vil analysen baseres på offentlige tilgængelige datamateriale. Med hensyn til korrektionsdelen vil baggrund og teori være bygget på relevant finansøkonomisk faglitteratur, hvorimod selve datakorrektionen vil være baseret på udtræk fra Nykredit Markets.

Den juridiske del vil overordnet set beskrive retsgrundlaget bag realkreditobligationsudstedelse samt processen omkring en realkreditkonkurssituation. Jeg vil anvende en retsdogmatisk metode, hvor de retsanalytiske elementer vil blive baseret på fastlæggelse af gældende ret i overensstemmelse med den såkaldte prognoseteori vedrørende offentlige myndigheders forventede handlemåde. I praksis vil jeg kortlægge relevant lovgivning, herunder europæisk indvirkning på dansk lovgivning og naturligvis gældende dansk ret på området. Udover lovforskrifter vil ovenstående være baseret på relevant faglitteratur.

Angående processen omkring en realkreditkonkurs vil jeg, baseret på de foregående afsnit, redegøre for konkursprocessen i kronologisk rækkefølge. I praksis vil jeg altså skitsere konkursforløbet fra det øjeblik realkreditinstituttet overskrider sine beføjelser og konkursprocessen iværksættes ved konkursbegæring til konkursboets afslutning – med et naturligt fokus på investors retsstilling.

## Kapitel 2: Det danske realkreditsystem

I dette kapitel vil jeg kort redegøre for det danske realkreditsystems oprindelse samt skitsere de væsentligste reformer af gældende lovgivning. Derudover vil kapitlet beskrive rygraden i systemet, nemlig balanceprincippet. Jeg vil endvidere skitsere, hvordan et realkreditinstitut er opbygget i forhold til obligationsudstedelse.

Det danske realkreditsystem bygger på en effektiv og billig formidling af finansiering, der er kendetegnet ved, at lånene har sikkerhed i låntagers faste ejendom gennem hele lånets løbetid, der typisk løber 30 år. Gennem lånets løbetid betaler låntager løbende afdrag, renter og bidrag til realkreditinstitutionen, som videreformidler en betaling til investor svarende til afdraget og renterne. Realkreditinstitutionen opkræver altså et bidrag på lånet, til gengæld påtager institutionen sig debitorrisikoen. Realkreditinstitutionen er altså forpligtet til at fortsætte betalingerne til investorerne, selvom låntager misligholder sine forpligtelser.

Nedenstående figur illustrerer betalingsflowet:

Figur 2<sup>3</sup>



Konstruktionen betyder, at den usystematiske risiko, der sædvanligvis er forbundet med udlån, bliver begrænset til et absolut minimum. Investor skal således kun forholde sig til den systematiske risiko og vil som konsekvens heraf kræve en mindre risikopræmie. Ved den usystematiske risiko forstås uforventede begivenheder, der kun påhviler det enkelte lån, hvorimod den systematiske risiko rammer alle lån. Den usystematiske risiko kan elimineres ved hjælp af diversifikation.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Egen udarbejdelse

<sup>4</sup> Bodie m.fl., Investments, 2009, s. 195

## 2.1 Dansk realkredits historie

De første danske realkreditobligationer kan dateres mere end 200 år tilbage. Realkreditsystemet blev opfundet efter Københavns brand i 1795, hvor op mod en fjerdedel af byen brændte ned. Branden efterlod et enormt finansieringsbehov til genoprettelsen af København. Det fundamentale krav til systemet var, at det skulle kunne fungere selvstændigt uden statens indblanding. Samtidig gjorde datidens maksimalrentebestemmelser, at långiverne maksimalt kunne kræve 4 % i rente, hvorfor det væsentligste element for investorerne blev sikkerheden – sikkerheden for at få deres investering igen. Det første realkreditinstitut, Kreditkassen for Husejere i Kjøbenhavn, blev derfor oprettet med solidarisk låntageransvar og gav derved investorerne bedre sikkerhed for samme rente. Lånene var desuden opsigelige for investor.<sup>5</sup>

Siden realkreditsystemets dannelse i 1797 har der været foretaget en lang række større og mindre reformer af lovgivningen bag systemet, hvoraf det er værd at fremhæve følgende:

### *Grundlovens indførelse i 1849*

Som følge af den nyvundne foreningsfrihed blev realkreditsystemet i 1850 liberaliseret, således at der frit kunne oprettes kreditforeninger, dog under tilladelse af indenrigsministeren. Tilladelsen forudsatte, at kreditforeningen overholdte en række krav. Der blev indført krav om pant i den belånte ejendom, solidarisk ansvar over for obligationsejerne, LTV grænse på 60 %, krav om løbende afdragsbetalinger samt overholdelse af et balanceprincip.<sup>6</sup> I 1861 foretog man yderligere en lovændring, der i dag stadig kendetegner det danske realkreditsystem. Først og fremmest blev serieprincippet indført, der muliggjorde en opdeling af serier til selvstændige foreninger. Samtidig blev der indskrevet et krav om en overkollateral, altså en reservefond som en del af sikkerheden for de udstedte obligationer. Derudover blev oprettelsesfriheden indskærpet, således at man ikke frit kunne oprette kreditforeninger. Indskærpelsen fungerede indtil revisionen af realkreditloven i 1989.<sup>7</sup>

### *Implementering af EF-direktiver i 1989*

Den 15. december 1989 vedtog Folketinget en ny reform af realkreditlovgivningen som følge af en lang række EF-direktiver. Det var i øvrigt første gang, at europæisk lovgivning medførte ændringer

---

<sup>5</sup> Meding, Harmonisering og konvergens – på realkreditområdet, s. 50

<sup>6</sup> Meding, Harmonisering og konvergens – på realkreditområdet, s. 52

<sup>7</sup> Meding, Harmonisering og konvergens – på realkreditområdet, s. 52

i dansk realkredit. Den mest betydende ændring bestod i, at adgangen til at oprette kreditinstitutter, i tråd med indførelsen af det frie europæiske fællesmarked, blev liberaliseret, således at også udenlandske kreditinstitutter kunne udøve virksomhed som kreditinstitut i Danmark. Reformen indeholdte også den første regulering af realkreditinstitutters konkurs. Derudover blev der indført krav om, at nyoprettede realkreditinstitutter skulle oprettes som aktieselskaber. Eksisterende realkreditinstitutter, der var foreninger eller fonde, fik samtidig mulighed for, med boligministerens godkendelse, at omdanne sig til aktieselskaber. Formålet med lovændringen var at imødekomme det penge- og kapitalmarkedet, der i stigende grad foretrak aktieselskabskonstruktionen.<sup>8</sup> Udover liberaliseringen og krav til aktieselskabsformen medførte den nye realkreditlov desuden, at de hidtidige krav til reserver blev erstattet af et nyt kapitaldækningskrav. Overkollateral skulle nu udgøre 8 % af de risikovægtede aktiver.<sup>9</sup>

#### *Lovændring i 1991*

I 1991 fortog man endnu en lovændring, der på baggrund af et udvalgsarbejde for første gang forholdte sig til realkreditinstitutternes opbygning i serier/kapitalcentre samt obligationsejernes prioritetsstilling i tilfælde af konkurs.<sup>10</sup>

#### *Konkursbekendtgørelse i 1998*

I 1997 blev der igen foretaget et udvalgsarbejde, der resulterede i udstedelsen af en konkursbekendtgørelse i 1998. Bekendtgørelsen er siden hen ophævet, men flere af bestemmelserne er videreført i gældende lovgivning, heriblandt pligt til at overføre midler til serier/kapitalcentre fra instituttet i øvrigt, prioritetsbestemmelse om betaling af renter før afdrag samt overordnet vejledning i forhold til kurators arbejde.<sup>11</sup>

#### *Reform af lovgrundlag i 2003*

I 2003 blev realkreditlovgivningen opsplittet i to love, lov om realkreditlån og realkreditobligationer<sup>12</sup> (LRR) samt lov om finansiel virksomhed<sup>13</sup> (FIL). De materielle regler omkring betalingsprofil, værdiansættelse og låneudmåling, obligationsudstedelse, balanceprincip og

---

<sup>8</sup> Finanstilsynet, Beretning fra Tilsynet med Realkreditinstitutter 1989, s. 27

<sup>9</sup> Finanstilsynet, Beretning fra Tilsynet med Realkreditinstitutter 1990, s. 63

<sup>10</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra arbejdsgruppen om konkursregler i realkreditloven, 1991

<sup>11</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra udvalget vedrørende udkast til bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter, 1997

<sup>12</sup> Lovbekendtgørelse nr. 898 af 4. september 2008

<sup>13</sup> Lovbekendtgørelse nr. 793 af 20. august 2009

hæftelsesforhold blev flyttet til LRR. Samtidig blev de processuelle regler omkring tilladelser, kapitalforhold og kapitalanbringelse flyttet til FIL.<sup>14</sup> LRR og FIL udgør i dag de væsentligste love i forhold til realkreditvirksomhed. Herudover er der udstedt en lang række bekendtgørelser.

### *Implementering af EUs kapitaldækningsdirektiv i 2007*

I juni 2006 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet et direktiv, der skærpede de gældende kapitaldækningskrav, kaldet CRD<sup>15</sup>. Skærpelsen skete på baggrund af Basels komitéens anbefalinger, de såkaldte Basel II regler. Direktivet fik indflydelse på en lang række lovgivninger med relevans for den finansielle sektor og blev gennemført i dansk realkreditlovgivning i 2007 med virkning fra 1. juli 2007.<sup>16</sup> Den relevante lovændring bliver populært kaldet SDO, en forkortelse for *særligt dækkede obligationer*, der refererer til implementeringen af UCITS direktivets definition af en covered bond, jf. artikel 22, stk. 4<sup>17</sup> i direktiv 85/611/EØF. CRD direktivet stiller specifikke krav til opgørelse af risiko. I forhold til realkreditsystemet var den største ændring kravet til løbende LTV overholdelse, der stiller skærpede krav til vurderingen af bagvedliggende panter samt kontinuerlig overholdelse af lånegrænser.<sup>18</sup> Indførelsen af SDO lovgivningen inkluderede også en lempelse af balanceprincippet i form af et alternativ til den klassiske model. Alternativet giver blandt andet mulighed for adskilt lån og funding. Derudover blev der sideløbende med implementeringen af CRD foretaget en historisk liberalisering af realkreditmarkedet. For første gang siden realkreditsystemets indførelse i 1797 blev der åbnet op for, at pengeinstitutter kunne udstede obligationer med pant i fast ejendom. Realkreditobligationsudstedelse er således ikke længere forbeholdt realkreditinstitutter. Formålet med liberaliseringen var at øge konkurrencen på boligudlånsmarkedet.<sup>19</sup>

## 2.2 Balanceprincippet

Balanceprincippet bliver ofte betegnet som dansk realkredits centrale omdrejningspunkt og det har da også ifølge branchen selv været rygraden i det danske realkreditsystem i mere end 200 år.<sup>20</sup>

---

<sup>14</sup> Realkreditrådet, Realkreditlovgivningen, 2010

<sup>15</sup> Capital Requirements Directive, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv af 14. juni 2006, 2006/48/EF

<sup>16</sup> Lov nr. 577 af 6. juni 2007, Karnov note 1

<sup>17</sup> Indført ved Rådets direktivændring 88/220/EØF af 22. marts 1988

<sup>18</sup> Meding, Harmonisering og konvergens – på realkreditområdet, s. 218

<sup>19</sup> Økonomi- og erhvervsminister Bendt Bendtsens tale ved Realkreditrådets årsmøde, den 26. april 2007

<sup>20</sup> Bomgaard og Laustsen, Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip, Finans/Invest 6/09, s. 5

Derudover har det anerkendte ratingbureau Moody's Investor Service udtalt følgende om det danske balanceprincip:

*"These regulations are the most detailed and restrictive Moody's has seen so far and therefore provide significant support for the Danish mortgage system."*<sup>21</sup>

Men hvad regulerer egentlig balanceprincippet og hvordan fungerer det i praksis?

Balanceprincippet er reguleret i bekendtgørelse om obligationsudstedelse, balanceprincip og risikostyring<sup>22</sup>. Bekendtgørelsen finder udelukkende anvendelse på pengeinstitutter, der udsteder SDO, realkreditinstitutter, der udsteder RO, SDO eller SDRO<sup>23</sup> samt skibsfinansieringsinstitutter, der udsteder lignende værdipapirer, jf. bekendtgørelsens § 1.

Balanceprincippet definerer sammenhængen imellem realkreditinstitutters udlån og deres finansiering af disse. Balanceprincippet begrænser således realkreditinstitutternes muligheder for at tage rente-, valutakurs-, options- og likviditetsrisici.<sup>24</sup> Formålet med balanceprincippet er at pålægge realkreditinstituttet en ultimativ risikobegrænsning, således at den samlede risiko umiddelbart begrænses til debitorrisikoen overfor investor. En anden kreditgiver, der ikke er underlagt balanceprincippet, såsom et pengeinstitut, vil formentlig påtage sig hele eller dele af ovennævnte risici – eksempelvis via traditionel bankforretning, hvor lange forpligtigelser (udlån) sædvanligvis finansieres med korte lån i pengemarkedet – måske endda i en anden valuta. Det er populært sagt, sådan pengeinstitutter tjener sine penge. Den risiko som den forretningsmodel afstedkommer, kan som udgangspunkt afdækkes gennem finansielle instrumenter i derivatmarkedet.<sup>25</sup>

Forretningsmodellen har dog vist sig langt fra risikofri. Den igangværende finanskriser og særligt perioden omkring konkursen af Lehman Brothers i september/oktober 2008 tydeliggjorde dette. Store dele af pengemarkedet, herunder derivatmarkedet, frøs øjeblikkeligt til, idet der opstod udpræget mistillid imellem kreditinstitutterne. Værst var det dog, at der opstod en såkaldt

---

<sup>21</sup> Moody's Investor Service, Rating Methodology, Danish Mortgage Bonds, 2002

<sup>22</sup> Bekendtgørelse nr. 718 af 21. juni 2007

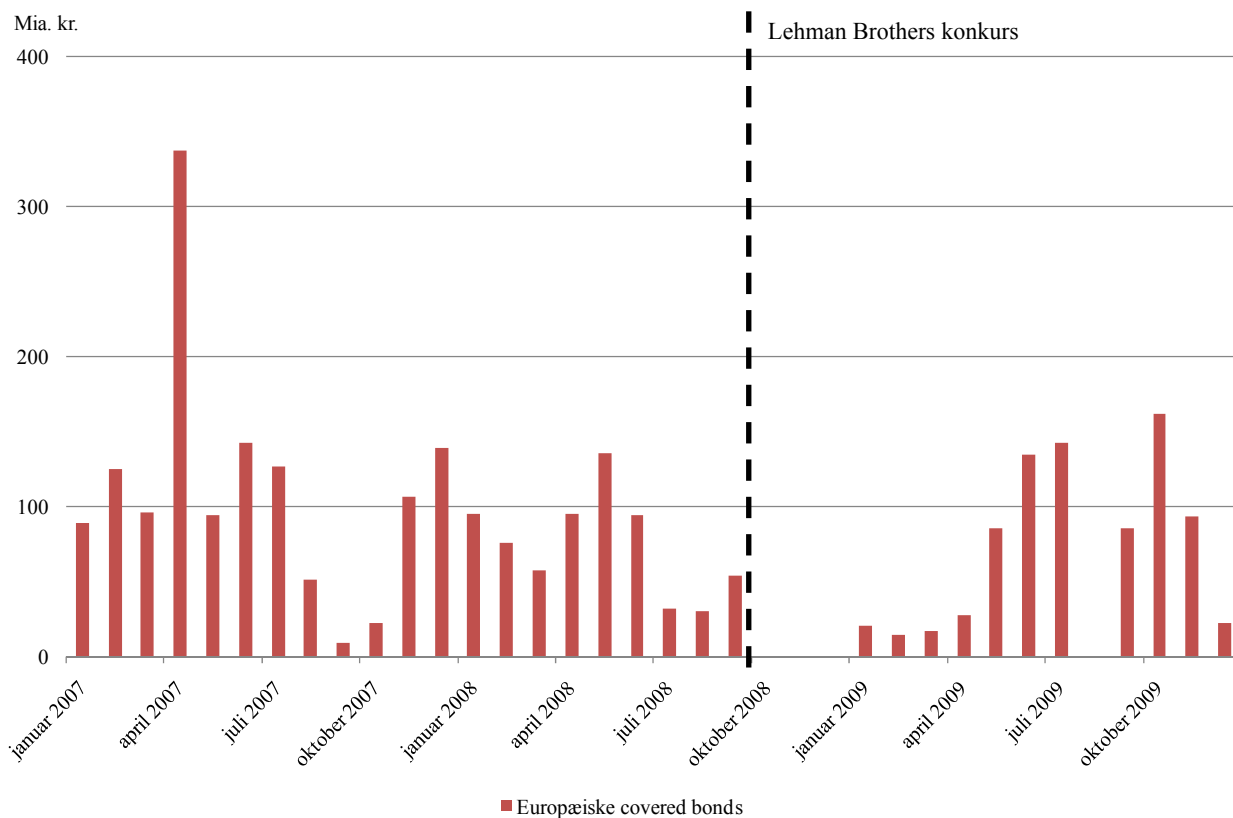
<sup>23</sup> Realkreditobligationer (RO), særligt dækkede obligationer (SDO) og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO)

<sup>24</sup> Finanstilsynet, Ordforklaringer, Balanceprincippet

<sup>25</sup> Bomgaard og Laustsen, Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip, Finans/Invest 6/09, s. 5

likviditetskrise, hvor interbankmarkedet<sup>26</sup> blev inefficient. Kreditinstitutter, der tidligere havde været kreditværdige, oplevede pludselig store problemer med at funde nye udlån og værre blev det at refinansiere eksisterende udlån.

Figur 3<sup>27</sup>



Som det fremgår af ovenstående figur, der viser den månedlige covered bond udstedelse i Europa, medførte Lehman Brothers' konkurs en øjeblikkelig likviditetskrise.

Kreditinstitutternes ubalance kan således ultimativt medføre betalingsstandsning. Modsat vil fuldstændig balancering gøre et kreditinstitut uafhængig af et velfungerende pengemarked.

<sup>26</sup> Marked for indbyrdes transaktioner imellem pengeinstitutter

<sup>27</sup> Nykredit Markets, data er baseret på europæiske Aaa-ratede obligationer med en udestående mængde på over 1 mia. euro



Oprindeligt var balanceprincippet kendetegnet ved en én-til-én sammenhæng, hvor et 30 årigt annuitetslån med kvartårlige terminsydelser med en rente på 5 % blev fundet med en ligeledes 30 årig obligation med kvartårlige kuponbetalinger på 5 %. Øvrige lånkarakteristika skulle ligeledes afspejles i finansieringsformen, herunder konverterbarhed og rentetype (variabel eller fast). De præcise krav til realkreditinstitutternes balancering af udlån og funding er i dag noget mere fleksibel end den traditionelle, rigide form. Bekendtgørelsen definerer således to forskellige balanceprincipper, der hver især tillader grader af ubalance, nemlig det specifikke balanceprincip og det overordnede balanceprincip, jf. bekendtgørelsens § 2.

Det specifikke balanceprincip, der følger af bekendtgørelsens kapitel 3, ligger tættest på det traditionelle beskrevet ovenfor og var også det eneste gældende balanceprincip inden SDO lovgivningen trådte i kraft. Underlagt det specifikke balanceprincip må realkreditinstituttet således ikke finansiere konverterbare lån med inkonverterbare obligationer, jf. § 20, stk. 1. Trods det overordnede krav om én-til-én sammenhæng giver det specifikke balanceprincip mulighed for indfrielse af lån ved opkøb af andre obligationer end de oprindeligt bagvedliggende obligationer, dog kun med obligationer med tilnærmelsesvis samme betalingsrække, som de udlån der indfries, jf. § 21, stk. 3 i bekendtgørelsen. Undtagelsesparagraffen omkring indfrielse med anden obligation begrænser risikoen for indlåsning i en specifik fondskode, hvor investorer lukrerer på illikviditeten i obligationsserien til at opnå en overnormal pris for obligationen i forbindelse med førtidig indfrielse under kurs pari.<sup>28</sup> Undtagelsesbestemmelsen beskytter således låntager mod spekulation.

Det overordnede balanceprincip, der følger af bekendtgørelsens kapitel 2, stiller derimod ikke noget krav til strukturelle ligheder imellem udlån og finansiering, så længe nogle fastsatte rammer bliver overholdt. Det vil altså sige, at så længe det samlede udlån matcher den samlede obligationsudstedelse, så er det overordnede balanceprincip overholdt. Flexibiliteten er dog begrænset af forholdsvis strenge krav til kontinuerlig stresstest af renteniveau og struktur samt formelle begrænsninger til løbende risici. Bekendtgørelsen udspecificerer således følsomheden af blandt andet solvenskravet og overdækning i forbindelse med stresstest af henholdsvis rentestrukturen, valutakurser, optionspriser og likviditeten, jf. §§ 7-12 i bekendtgørelsen.

---

<sup>28</sup> Bomgaard og Laustsen, Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip, Finans/Invest 6/09, s. 5

Realkreditinstituttet er forpligtet til årligt at indberette resultater af stresstestene til Finanstilsynet, jf. bekendtgørelsens § 32, stk. 1. I praksis er der således begrænset handlefrihed ved det overordnede balanceprincip, om end det er et kvantespring i forhold til det traditionelle balanceprincip. Valg af balanceprincip skal fremgå eksplicit af obligationsprospektet, jf. bekendtgørelsens § 2, stk. 2. I prospektet kan realkreditinstitutterne endvidere fastsætte egne (skærpede) grænser for udnyttelsen af balanceprincippet.

Derudover indeholder bekendtgørelsen en lang række finanstekniske krav til likviditet, risiko og garantibegrænsninger, herunder en 15 % grænse i forhold til fordringer mod andre kreditinstitutter. I det hele taget er bekendtgørelsen i udpræget grad teknisk vanskelig at forstå. Det skal hertil bemærkes, at bekendtgørelsen vedrører ganske få interessenter, hovedsagligt dem der beskæftiger sig med kapital- og risikostyring inden for kreditinstitutterne. De enkelte teknikaliteter har dog ingen nævneværdig indflydelse på selve konkurssituationen.

Det skal dog hertil nævnes, at løbende overholdelse af balanceprincippet, herunder ovenstående tekniske specifikationer, er en forudsætning for at drive virksomhed som realkreditinstitut. Undlader et realkreditinstitut at overholde et eller flere krav i bekendtgørelsen, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge daglige eller ugentlige bøder, jf. LRR § 40, stk. 1. Hvis realkreditinstituttet gør sig skyldig i grove eller gentagne overtrædelse af LRR kan Finanstilsynet, jf. FIL § 224, stk. 1 nr. 1, inddrage realkreditinstituttets tilladelse til at drive virksomhed.

Det kan næppe være i realkreditinstituttets interesse, i en hvilken som helst situation, at miste retten til at drive virksomhed. Man må således formode, at fratagelse af tilladelsen alene vil udspille sig i en konkurslignende situation, hvor instituttet ikke længere har tilstrækkelig kapital til at kunne overholde sine forpligtelser i forhold til balanceprincippet.

### 2.3 Realkreditinstituttets opbygning

Opbygningen i et realkreditinstitut består af en række kapitalcentre, der hver især skal overholde et balanceprincip. LRR kræver ikke kapitalcenteropbygning, da udstedelse af obligationer også kan ske direkte fra instituttet i øvrigt, jf. LRR § 22, 1. pkt.<sup>29</sup> I praksis udsteder alle realkreditinstitutter i

---

<sup>29</sup> Lovbekendtgørelse nr. 898 af 4. september 2008, Karnov note 134

dag obligationer via kapitalcentre. Lovgivningen stiller derudover krav til at udstedelse af SDO og SDRO altid skal ske fra særskilte kapitalcentre, jf. LRR § 33 a, stk. 2 og § 33 b, stk. 2.

Lovgivningen benytter ikke begrebet *kapitalcenter* i forbindelse med realkredit, men derimod *serier*. Et kapitalcenter er en gruppe af serier med fælles seriereservefond. Begrebsbruget *kapitalcenter* stammer fra en analyse udarbejdet af Unibørs i 1993, der analyserer sikkerheden i hæftelsesstrukturen for investor.<sup>30</sup> Begrebet *kapitalcenter* indgår stadig ikke i gældende lovgivning relevant for realkreditinstitutter, men bliver flittigt brugt af sektoren selv. Dette fremgår blandt andet af diverse obligationsudstedelsesprospekter samt afgørelse fra Finanstilsynet af 11. marts 2010 vedrørende optagelse af kapital i et kapitalcenter.<sup>31</sup>

Et realkreditinstitut vil foruden instituttet i øvrigt typisk bestå af en række kapitalcentre. Kapitalcenterstrukturen er helt unik, da hvert kapitalcenter (inklusive instituttet i øvrigt) i princippet kan betragtes som selvstændige enheder både regnskabsmæssigt og udlånmæssigt. Instituttet i øvrigt samt hvert kapitalcenter vil således have sin egen balance, der skal overholde et balanceprincip.

Figur 4<sup>32</sup>

	Aktiver	Passiver
RO kapitalcenter	Pantebreve Andre aktiver	RO Reservefond
SDO kapitalcenter	Pantebreve Andre aktiver	SDO JCB Reservefond
	Instituttet i øvrigt	
	Pantebreve Andre aktiver	RO Reservefond Seniorgæld Efterstillet gæld Egenkapital

<sup>30</sup> Unibørs, Danske realkreditobligationer - Hæftelsesforhold, 1993, s. 12

<sup>31</sup> Finanstilsynet, Lov om finansiel virksomhed § 154, stk. 1 - Optagelse af kapital i et kapitalcenter - BRFKredit a/s, 2010

<sup>32</sup> Egen udarbejdelse

Det enkelte kapitalcenter vil have indtægter bestående af renter, indskud, bidrag, gebyrer samt afkast af kapitalcenterets øvrige aktiver og udgifter bestående af renter af obligationer og andre værdipapirer, udbetalinger af reservefondsandele, udgifter til administration og lignende, udgifter forbundet med optagelse af fremmedkapital samt andelen af realkreditinstituttets skat, jf. LRR § 25, stk. 3. Et kapitalcenter kan dog ikke anses for værende en selvstændig juridisk enhed. For det første opfylder et kapitalcenter ikke de sædvanlige karakteristika, som normalt kendetegner en juridisk person, herunder fuldstændig selvstændig dispositionsevne, idet der ikke er en selvstændig ledelse.<sup>33</sup> Det betyder altså, at et kapitalcenter ikke kan erklæres konkurs uafhængigt af instituttet i øvrigt.

Et kapitalcenter har således fællestræk med selskabsformen Special Purpose Vehicle (SPV), bortset fra at moderselskabet (realkreditinstituttet) ikke har begrænset hæftelse i forhold til investorerne i kapitalcenteret. Kapitalcenteret kan således betragtes som et ”på balancen” SPV.

Et SPV er i sin rendyrkede form et finansieringsselskab, der udsteder værdipapirer (såkaldte mortgage backed securities, MBS) med sikkerhed i betalingsstrømmen fra de bagvedliggende boliglån.<sup>34</sup> SPV’et adskiller sig fra et almindeligt datterselskab eller udstedelsesprogram, ved at det fungerer uafhængigt af moderselskabet. Det vil sige, at kreditorerne (køberne af SPV’ets udstedelser) kun har en fordring mod de aktiver, der er registreret i SPV’et, omvendt fremgår SPV’ets aktiver ikke på moderselskabets balance. Formålet med et SPV er at bringe aktivmassen uden for moderselskabets egen regnskabsmæssige balance og dermed isolere risikoen.<sup>35</sup> Isoleringen benævnes også som securitisation.<sup>36</sup> I praksis vil et kreditinstitut lægge en række sikkerheder ind i SPV selskabet for derigennem at udstede værdipapirer.

Et kapitalcenter kan dog, som beskrevet ovenfor, nærmere betragtes som et ”på balancen” SPV, idet kapitalcenterets aktivmasse indgår på realkreditinstituttets balance, således at eventuelle tab bliver afdækket af instituttets egenkapital. Derimod vil et uafhængigt tab i moderselskabet (realkreditinstituttet) ikke give adgang til SPV’ets (kapitalcenterets) aktivmasse. Der er således tale om et asymmetrisk hæftelsesforhold, hvor investorerne har fortrinsret til aktiverne i kapitalcenteret

---

<sup>33</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra arbejdsgruppen om konkursregler i realkreditloven, 1991, s. 12

<sup>34</sup> Grosen, Mere åbenhed om bankernes risikoeksponering, Finans/Invest 1/08, s. 3

<sup>35</sup> Lyng Andersen, Kreditretten, 2005, s. 253

<sup>36</sup> Lyng Andersen, Kreditretten, 2005, s. 60

og samtidig et subsidiært krav mod realkreditinstituttet, modsatrettet hæfter realkreditinstituttet overfor investorerne i kapitalcenteret, men dog uden at have fri adgang til aktivmassen.

Nedenstående figur illustrerer et RO kapitalcenters balance:

Figur 5<sup>37</sup>

RO kapitalcenter balance	
Aktiver	Passiver
Realkredit udlån: 100 mia. kr.	Udestående obligationsmængde: 100 mia. kr.
Lovpligtig overkollateral (8 %): 5 mia. kr.	Egenkapital: 5 mia. kr.
<b>105 mia. kr.</b>	<b>105 mia. kr.</b>

I det ovenstående eksempel har man ydet realkreditlån for 100 mia. kr., derudover ligger der en lovpligtig overkollateral i form af værdipapirer, der typisk vil være statsobligationer eller andre guldrandede papirer<sup>38</sup> (skal udgøre mindst 60 %, jf. FIL § 153). Idet kapitalcenteret teknisk set kan anses som værende et selvstændigt finansielt institut, er det underlagt FIL, herunder solvenskravet, der følger af § 124, stk. 2.

Solvenskravet er 8 % af de *risikovægtede* aktiver, jf. FIL § 124, stk. 2, nr. 1. Risikovægtningen blev tidligere udført på et overordnet niveau, hvor erhvervsjendomme typisk vægtede 100 % og private ejerboliger vægtede ca. 50 %. I dag foretages risikovægtningen individuelt på lånene ud fra en model under Basel II og kan variere fra 0 % (hvis debitor er staten) til 1250 % (hvis debitor er særdeles nødlidende).<sup>39</sup>

<sup>37</sup> Egen udarbejdelse

<sup>38</sup> Meget sikre investeringsobjekter

<sup>39</sup> Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF af 14. juni 2006, CRD, bilag IX, del 4

Det betyder altså, at hvis der er ydet et lån på 1 mio. kr. og Basel II-modellen angiver en risikovægtning på 10 %, så skal kreditinstituttet supplere udlånet med en overkollateral på 8.000 kr. ( $1.000.000 \text{ kr.} * 10 \% * 8 \% = 8.000 \text{ kr.}$ ), et nødlidende selskab (der risikovægtes 1250 %) kræver derimod en overkollateral svarende til hele udlånet ( $1.000.000 \text{ kr.} * 1250 \% * 8 \% = 1.000.000 \text{ kr.}$ ).

Passivsiden består af en udestående mængde realkreditobligationer, der matcher udlånet på aktivsiden og en egenkapitalandel, der matcher overkollateralen.

Der bliver skelnet imellem tre forskellige typer af realkreditobligationer, der adskiller sig fra hinanden i forhold til aktivmassens sammensætning, belåningsgrænser og naturligvis overholdelse af CRD, herunder kravet til løbende LTV overholdelse. Den klassiske realkreditobligation betegnes RO og den nye særligt dækkede obligation betegnes SDO. Hertil kommer der en tredje variant, særligt dækkede realkreditobligationer, SDRO, der i hovedtræk er magen til en SDO, men er forbeholdt udstedelser fra realkreditinstitutter. Herudover tillades der færre aktivtyper bag en SDRO, jf. LRR § 33 a, stk. 3.<sup>40</sup> Forskellene mellem SDO og SDRO har dog ingen betydning med hensyn til kapitalcenteropbygning og de vil således blive behandlet som en samlet enhed under SDO.

Balancen i et SDO kapitalcenter er som udgangspunkt identisk med et RO kapitalcenter, bortset fra kravet om løbende LTV overholdelse, der kan medføre, at der skal stilles supplerende sikkerhed for udlånet. I et teoretisk scenarie, hvor dette er tilfældet, vil balancen se således ud:

---

<sup>40</sup> Lovbekendtgørelse nr. 898 af 4. september 2008, Karnov note 184

Figur 6<sup>41</sup>

SDO kapitalcenter balance

	<b>Aktiver</b>	<b>Passiver</b>
	Realkredit udlån: 100 mia. kr.	Udestående obligationsmængde: 100 mia. kr.
Andre aktiver	Supplerende sikkerhed: 5 mia. kr.	
	Lovpligtig overkollateral (8 %): 5 mia. kr.	Egenkapital: 10 mia. kr.
	<b>110 mia. kr.</b>	<b>110 mia. kr.</b>

Igen er der ydet realkreditlån for 100 mia. kr. og en lovpligtig overkollateral på 8 %, derudover har husprisfald medført, at LTV niveauet for en række bagvedliggende panter har oversteget LTV grænsen. Dette har medført et krav om supplerende sikkerhed på i alt 10 mia. kr.

Midlerne til opfyldelse af solvenskravet kan anvendes til opfyldelse af kravet om løbende overholdelse af LTV. Solvenskravet (jf. FIL § 124) og kravet om løbende overholdelse af LTV (jf. LRR § 33 d) er to sammenhængende opgørelsesmetoder, som er sideordnede med nøjagtig samme formål for øje – nemlig at sikre at realkreditinstituttet kan modstå kredittab og således sikre betalingerne til obligationsejerne. Der er således tale om to sider af samme sag. Det er således ligegyldigt om statsobligationer indgår i balancen i forhold til kravet om løbende LTV overholdelse (for dermed at undgå senere tab for obligationsejerne), eller om statsobligationerne anvendes på et senere tidspunkt, hvor tab konstateres. Dette fremgår af LRR § 33 d, stk. 1<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> Egen udarbejdelse

<sup>42</sup> Lovbekendtgørelse nr. 898 af 4. september 2008, Karnov note 217

*”Seriens reservefondsmidler (fondsbeholdning) kan anvendes som supplerende sikkerhed, når blot aktiverne er en type som nævnt i § 152 c, stk. 1, nr. 1 og 3-7, i lov om finansiel virksomhed.”*

Den første del af kravet om supplerende sikkerhedsstillelse (10 mia. kr.) kan således modregnes i overkollaterallen, således at der ”kun” skal stilles yderligere sikkerhed på 5 mia. kr. som følge af faldende huspriser. Man kan derfor ikke skelne den lovpligtige overkollateral på de 8 % fra den supplerende sikkerhedsstillelse, hvorfor den samlede aktivmasse udover selve udlånet kan betragtes som én samlet andel, betegnet *andre aktiver*.

På ovenstående figur er den udestående mængde af realkreditobligationer på passivsiden identisk med den tidligere RO balance. Til gengæld har kravet om supplerende sikkerhed bundet yderligere 5 mia. kr. af egenkapitalen i kapitalcenteret.

I det omfang at realkreditinstituttets samlede egenkapital ikke er tilstrækkelig, kan instituttet forsøge at hente yderligere kapital i pengemarkedet, eksempelvis ved udstedelse af seniorgæld eller efterstillet gæld. Realkreditinstituttet har pligt til at fremskaffe denne kapital og indlægge i kapitalcenteret. Hvis realkreditinstituttet ikke er i stand til at opfylde dette krav, så vil obligationerne miste deres status som særligt dækkede, jf. LRR § 33 d, stk. 2, 1. pkt.

Som lovgivningen er i øjeblikket vil SDRO’er (10 % risikovægtning) automatisk falde tilbage til RO status (20 % risikovægtning), hvorimod SDO’er (ligeledes 10 % risikovægtning) vil blive *almindelige obligationer* med 20 % risikovægtning<sup>43</sup>. Finansielle institutioner vil på grund af de lovgivningsmæssige fastsatte placeringsregler i UCITS foretrække RO frem for almindelige obligationer, trods ens risikovægtning, da RO fortsat vil anses for værende guldrandede papirer. Der foregår imidlertid en evalueringsproces af SDO lovgivningen med henblik på justeringer af gældende ret. Der er heri åbnet op for en model, hvor SDO’er også bliver omfattet af tilbagefaldsprivilegiet til RO.<sup>44</sup> Formålet med tilbagefaldsmodellen er at forhindre et tvangssalg hos finansielle institutioner på grund af placeringsreglerne.<sup>45</sup> Derudover sikrer modellen

---

<sup>43</sup> Alle danske kreditinstitutter med tilladelse efter FIL kan henføres til kreditkvalitetstrin 1, jf. CRD, bilag VI, del 6, hvorfor engagementer med institutterne risikovægtes med 20 %

<sup>44</sup> Økonomi- og erhvervsministeriet, Evaluering af SDO-loven, 2009, s. 25

<sup>45</sup> Finanstilsynet, Høringsnotat vedrørende lovforslag på det finansielle område af 22. marts 2010, s. 26



reakreditinstitutterne en alternativ fundingadgang, hvis kravet om løbende LTV overholdelse ikke kan overholdes.

Lovgivningens tilbagefaldsmodel til RO er dog betinget af, at obligationen, der mister betegnelsen SDRO, skal opfylde kravene til en RO, således at lånegrænser, løbetider osv., der fremgår af §§ 3-5 i LRR, er overholdt på reklassificeringstidspunktet, jf. LRR § 33 d, stk. 2, 2. pkt.<sup>46</sup> Det vil altså sige, at hvis realkreditinstituttet udnyttede de udvidede produktmuligheder under sin SDO licens, eksempelvis ved at tilbyde afdragsfrihed på mere end 10 år, varighed på mere end 30 år eller 70 % belåning af erhvervsejendomme (mod 60 % under RO), så vil det diskvalificere et muligt tilbagefald til RO status. Man må dog formode, at hvis denne situation opstår, så vil staten forholde sig pragmatisk til problemet og eventuelt dispensere for overskridelserne mod ekstra sikkerhedsstillelse (der alt andet end lige må antages at være mindre end den oprindelige). Det seneste lovforslag vedrørende ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. (L 175)<sup>47</sup>, giver endvidere Finanstilsynet tilladelse til at dispensere fra hovedreglen og tillade at der kan ske reklassificering til RO, uanset om obligationerne ikke opfylder alle krav.<sup>48</sup> Der lægges i lovforslaget op til at den supplerende sikkerhed, som et instituttet måtte have stillet frem til tidspunktet for reklassifikation, skal forblive i kapitalcenteret.<sup>49</sup> Såfremt lovforslaget bliver vedtaget, kan det antages, at realkreditinstituttet vil spekulere i, hvornår det er mest forsvarligt at undlade at stille supplerende sikkerhed, idet midlerne risikerer at blive bundet i kapitalcenteret ved tilbagefald til RO.

Som lovgivningen er i øjeblikket, gælder tilbagefaldsmodellen dog kun SDRO. Hvis et SDO kapitalcenter ikke kan opretholde sin SDO status vil obligationerne, som tidligere nævnt, blive karakteriseret som almindelige obligationer med 20 % risikovægtning. Udover at efterspørgslen og dermed obligationskursen vil falde drastisk vil realkreditinstituttet også have mistet sin fundingkilde og dermed forretningsgrundlag. Det vurderes dermed at være stærkt usikkert, om hvorvidt et SDO udstedende realkreditinstitut frivilligt vil undlade at stille supplerende sikkerhed. Med andre ord er

---

<sup>46</sup> Lovbekendtgørelse nr. 898 af 4. september 2008, Karnov note 220

<sup>47</sup> Lovforslag nr. L 175, Folketinget 2009/10, fremsat den 26. marts 2010

<sup>48</sup> Lovforslag nr. L 175, Folketinget 2009/10, fremsat den 26. marts 2010, afsnit 2.10.3.3

<sup>49</sup> Lovforslag nr. L 175, Folketinget 2009/10, fremsat den 26. marts 2010, afsnit 2.10.3.3

et realkreditinstitut, der udsteder SDO, afhængig af et særdeles stærkt kapitalgrundlag – selv i nedgangstider – eller adgang til et velfungerende pengemarked.<sup>50</sup>

Indførelsen af SDO og særligt kravet om løbende LTV overholdelse har dermed introduceret en ny og betydelig likviditetsrisiko for kreditinstitutterne.<sup>51</sup> Samtidig kan man fra en politisk vinkel konstatere, at man – ironisk nok sideløbende med en liberaliseringsproces, der skulle bryde et monopol – har udviklet et nyt system, der tilsidesætter mindre kreditinstitutter med utilstrækkelig kapitalgrundlag og funding adgang.

## 2.4 Sammenfatning

Det danske realkreditsystem er mere end 200 år gammelt og bygger på en lovgivningsbestemt én-til-én sammenhæng, det såkaldte balanceprincip. Lovgivningen er blevet ændret en del gange, hvoraf følgende har haft væsentlig betydning for systemet i dag: Grundlovens indførelse i 1849 skabte grundlag for en liberalisering af realkreditmarkedet og indførte serieopdeling.

Implementeringen af EF-direktiver i 1989, der blandt andet indførte nye kapitaldækningskrav samt henholdsvis krav og mulighed til aktieselskabsform for nye og eksisterende realkreditinstitutter. Herudover fik udenlandske kreditinstitutter mulighed for at udøve virksomhed som realkreditinstitut i Danmark. Lovændring i 1991, der for første gang forholdte sig til realkreditinstitutternes serieopbygning og investorernes prioritetsstilling i tilfælde af konkurs. Udstedelse af konkursbekendtgørelse i 1998, der indførte pligt til at overføre midler til kapitalcenteret samt overordnet vejledning i forhold til kurators arbejde. Lovreform i 2003, der opdelte lovgivningen i en materiel- og en processuel del. Implementering af SDO lovgivningen i 2007, der indførte et alternativ til det klassiske balanceprincip og skærpede kapitaldækningskrav, herunder løbende LTV overholdelse. Derudover blev realkreditmarkedet yderligere liberaliseret, således at pengeinstitutter også fik mulighed for at udstede obligationer med pant i fast ejendom.

Det danske realkreditsystem er opbygget omkring et balanceprincip, der definerer sammenhængen imellem realkreditinstitutters udlån og finansiering af disse. Lovgivningen indeholder mulighed for valg imellem to forskellige balanceprincipper, det specifikke og det overordnede. Det specifikke balanceprincip stiller krav til en fuldstændig én-til-én sammenhæng, hvorimod det overordnede

---

<sup>50</sup> Laustsen, Realkreditfinansiering og SDO-lovgivningens krav om løbende overholdelse af lånegrænsen, Finans/Invest 7/09, s.18

<sup>51</sup> Nationalbanken, Finansiell stabilitet 1. halvår 2009, s. 61

balanceprincip tillader adskillelse af lån og funding indenfor lovbestemte rammer. Hvis et realkreditinstitut ikke overholder det valgte balanceprincip, kan Finanstilsynet pålægge daglige eller ugentlige bøder og i tilfælde af grove eller gentagne overtrædelser kan Finanstilsynet inddrage realkreditinstitutets tilladelse til at drive virksomhed.

Opbygningen i et realkreditinstitut består af en række kapitalcentre, der hver især skal overholde et balanceprincip. Et kapitalcenter er en gruppe af serier med fælles seriereservefond. Kapitalcenteret kan ikke anses for værende en selvstændig juridisk enhed og kan således betragtes som et ”på balancen” SPV. Der er tale om et asymmetrisk hæftelsesforhold, hvor investorerne har fortrinsret til pantet i kapitalcenteret og samtidig et subsidiært krav mod realkreditinstitutionen. Modsatrettet kan kapitalcenteret (teoretisk set) fortsætte upåvirket af konkurs i institutionen i øvrigt. Udover pant skal realkreditinstitutionen indeholde en overkollateral, der svarer til 8 % af de risikovægtede aktiver. SDO kapitalcentre er derudover underlagt krav om løbende LTV overholdelse, realkreditinstitutionen skal således indskyde supplerende kapital i kapitalcenteret i tilfælde af boligprisfald over LTV grænser. Midler til opfyldelse af solvenskravet kan anvendes til opfyldelse af kravet til løbende overholdelse af LTV. Kravet udgør en væsentlig forøgelse af realkreditinstitutionens likviditetsrisiko. Såfremt et realkreditinstitut ikke kan stille tilstrækkelig supplerende sikkerhed, vil obligationerne miste deres status som særligt dækkede. SDRO er omfattet af en tilbagefaldsmodel i lovgivningen, der sikrer betinget tilbagefald til RO, hvorimod SDO overgår til almindelige obligationer. Dog er der fremsat lovforslag, der inkluderer SDO i tilbagefaldsmodellen.

### **Kapitel 3: Realkreditsystemet i praksis**

Det danske realkreditsystem udgør en ikke ubetydelig del af den samlede udlånsvirksomhed i Danmark. I 2009 var bruttoudlånet på 476 mia. kr. og den samlede obligationsrestgæld på 2.292 mia. kr.<sup>52</sup> – det svarer til ca. 140 % af Danmarks bruttonationalprodukt.<sup>53</sup> Derudover udgør omsætning af danske realkreditobligationer 2/3 af al handel på Københavns fondsbørs, NASDAQ OMX Copenhagen A/S. I dette kapitel vil jeg redegøre for praktiske forhold omkring realkreditsystemet, idet en grundlæggende forståelse af systemets indretning er en forudsætning for at kunne identificere potentielle problemstillinger i tilfælde af en konkurs.

#### 3.1 Kreditpolitik

Et realkreditinstitut har typisk flere distributionskanaler i forhold til udlånskunder. Hovedparten af lånekunder henvender sig via deres pengeinstitut i forbindelse med et boligkøb, mens færre henvender sig gennem mæglere, advokater eller direkte til realkreditinstituttet. Uanset indgangsvinklen foretager realkreditinstituttet en vurdering og beslutter på baggrund heraf, hvorvidt de vil bevilge det ønskede lån.

Historisk set blev vurderingen foretaget på baggrund af købsprisen og lånegrænser. Det vil sige, at realkreditinstitutter som udgangspunkt ydede 80 % belåning af ejerboliger – uanset boligens reelle markedsværdi eller låntagers kreditkvalitet. Store tab på udlån i slutningen af 80'erne og starten af 90'erne betød dog, at realkreditinstitutterne ændrede strategi i forhold til udlånspolitik. I dag består den samlede vurdering af to elementer, en estimeret værdi af boligen samt en kreditvurdering af låntager.<sup>54</sup>

I forhold til værdiansættelsen af boligen skal den foretages af en vurderingssagkyndig ansat i instituttet, der har de nødvendige kvalifikationer og relevant vurderingserfaring med den pågældende ejendomskategori og markedsforshold og som er uafhængig af instituttets kreditbevillingsproces, jf. bekendtgørelse om værdiansættelse af pant og lån i fast ejendom som stilles til sikkerhed for udstedelse af særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer<sup>55</sup> § 3, stk. 1. Den sagkyndige skal i forhold til ejerboliger fastsætte ejendommens

---

<sup>52</sup> Realkreditrådets udlånsstatistik, 4. kvartal 2009

<sup>53</sup> Finanstilsynet og Nationalbanken, Memorandum af 7. april 2010, s. 1

<sup>54</sup> Realkreditrådet, Kreditvurdering, 2010

<sup>55</sup> Bekendtgørelse nr. 687 af 20. juni 2007

rimelige kontante handelsværdi, uanset om ejendommen netop er handlet til et højere beløb. Vurderingen sker i praksis ud fra en handelsværdi opnået inden for en salgsperiode på seks måneder. Til gengæld må vurderingen ikke overstige kontantprisen, jf. bekendtgørelsens § 4, stk. 1, medmindre der er handlet mellem afhængige parter, således at salgsprisen ikke er et udtryk for markedsprisen, jf. bekendtgørelsens § 4, stk. 2. Ved værdiansættelse af kontor- og forretningsejendomme skal der derimod foretages en rentabilitetsberegning, der baseres på en vurdering af ejendommens årlige nettoleje, jf. § 5, stk. 1.

I forhold til vurderingen af låntagers kreditværdighed foretager realkreditinstituttet en sofistikeret vurdering af låntagers finansielle forhold. Udgangspunktet er en cash flow baseret model, hvorfra der vurderes om låntager vil kunne betale afdrag, renter og bidrag fremadrettet. Det er almindelig praksis, at realkreditinstituttet vurderer låntagers betalingsevne i forhold til et langt fastforrentet lån med afdrag, selvom der ansøges om et variabelt fastforrentet lån uden afdrag med lavere ydelse.

### 3.2 Lånetyper

Realkreditinstituttet finansierer udlån ved at udstede obligationer med indirekte pant i låntagers belånte ejendom. Som udgangspunkt kan lånetyperne inddeles i tre hovedgrupper: Fastforrentet lån, rentetilpasningslån samt variabelt forrentet lån. Derudover eksisterer der underordnede lånespecifikationer i form af afdragsprofil, løbetid, renteloft samt valuta.

Det fastforrentede lån betragtes som det klassiske realkreditlån. Lånet ydes normalt som et annuitetslån, således at lånets ydelse er fast gennem hele lånets løbetid.<sup>56</sup> Lånets løbetid vil typisk være 30 år og der vil være mulighed for afdragsfrihed. Et rentetilpasningslån er kendetegnet ved, at renten tilpasses med en på forhånd defineret frekvens, typisk 1, 3, 5 eller 10 år, hvorefter lånet refinansieres med en ny rentesats.<sup>57</sup> Lånets løbetid vil typisk være 30 år og der vil være mulighed for afdragsfrihed. Et variabelt forrentet lån er kendetegnet ved, at renten er baseret på en 3 eller 6 måneders interbank rente, oftest CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate), + et tillæg.<sup>58</sup> Lånetypen benyttes hovedsagligt til erhvervsudlån og løbetiden vil ofte være af kortere varighed, typisk 10 år. Der vil derudover være mulighed for et renteloft, der angiver lånets maksimale renteniveau. Herudover eksisterer der andre, mindre udbredte, låntyper såsom indeksslån, hvor der

---

<sup>56</sup> Aqraou, Finansieringsteori, 1997, s. 258

<sup>57</sup> Realkreditrådet, Den klassiske danske realkreditmodel, 2009, s.13

<sup>58</sup> Realkreditrådet, Den klassiske danske realkreditmodel, 2009, s.13

korrigeres for inflation, serielån, hvor afdragene er konstante og ydelsen er faldende, stesolidlån, hvor ydelsen er fast mens renten og løbetiden er variable, samt rentedyklån, hvor renten kan falde, men ikke stige.

Valg af lånetypen vil afhænge af låntagers risikoprofil. Et fastforrentet lån er typisk det dyreste – rent rentemæssigt – ved optagelsestidspunktet, men samtidig det sikreste, idet ydelsen er kendt gennem hele lånets løbetid. Rentetilpasningslån og variabelt forrentet lån er derimod som udgangspunkt billigere, men også mere risikable, idet ydelsen kan variere med markedskonjunkturer. Realkreditinstituttet er forpligtet til at informere låntager om relevante produkttyper på markedet og om fordele og ulemper ved disse, jf. bekendtgørelse om god skik<sup>59</sup> § 14, stk. 1. Derudover gælder der skærpede krav til rådgivning ved lån finansieret med SDO eller SDRO, herunder oplysningspligt om sammenhæng mellem lån og obligationsudstedelse, jf. bekendtgørelsens § 14, stk. 3. Låntager skal bekræfte at have modtaget relevant rådgivning ved udfyldelse af tjekskema, jf. bekendtgørelsens § 15, stk. 1.

### 3.3 Funding

Realkreditinstituttet finansierer, som tidligere nævnt, udlånet ved at udstede obligationer med indirekte pant i den belånte ejendom. Det overordnede balanceprincip tillader adskilt lån og funding, det vil sige, at udlånet kan finansieres med en obligation, der adskiller sig væsentligt fra udlånet. Selvom flere realkreditinstitutter formelt set benytter sig af det overordnede balanceprincip, så agerer institutterne stadig efter det specifikke balanceprincip. Mulighederne for adskilt lån og funding ved anvendelse af det overordnede balanceprincip bliver således ikke udnyttet.<sup>60</sup> Valget af det overordnede balanceprincip må således være begrundet i, at de pågældende realkreditinstitutter vil have en teoretisk mulighed for at adskille lån og funding.

Det fastforrentede lån finansieres typisk med en fastforrentet konverterbar obligation. Det variabelt forrentede lån finansieres ligeledes med en variabelt forrentet obligation, der rentefixes hver 3. eller 6. måned. Rentetilpasningslånet, der fra låntagers vinkel fremstår som et variabelt forrentet lån, finansieres med fastforrentede obligationer. Obligationerne vil typisk være inkonverterbar og stående, således at hele hovedstolen afdrages ved den sidste kuponbetaling. Varigheden vil svare til refinansieringsfrekvensen på udlånet, det vil sige 1, 3, 5 eller 10 år. Teknisk set er der således tale

<sup>59</sup> Bekendtgørelse nr. 965 af 30. september 2009

<sup>60</sup> Realkreditrådet, Den klassiske danske realkreditmodel, 2009, s. 10

om adskilt lån og funding, idet et langt variabelt forrentet lån finansieres med korte fastforrentede obligationer, men eftersom renterisikoen ved refinansiering påhviler låntager, påtager realkreditinstituttet sig ikke nogen egentlig risiko. Finansieringsformen er derfor tilladt både under det overordnede balanceprincip samt det specifikke balanceprincip.

Indekslånet finansieres med en obligation, hvori der i udstedelsesprospektet er indskrevet vilkår for korrektion af prisudviklingen. Lånet blev især anvendt i perioden inden fastkurspolitikken i 1982, hvor inflationsrisikoen udgjorde en væsentlig del af den samlede risiko ved obligationsinvesteringen.<sup>61</sup>

Serielånet finansieres med en fuldstændig modsvarende serieobligation, hvor afdragsbetalingerne er konstante i obligationens løbetid.<sup>62</sup> Lånet blev anvendt under kartoffelkuren, hvor serieprofilen ved lov skulle anvendes til 40 % af det enkelte udlån, for at tvinge låntager til at afdrage forholdsvist meget i lånets indledende fase og dermed at lægge en dæmper på det private forbrug.<sup>63</sup> De øvrige 60 % af udlånet bestod af et almindeligt fastforrentet annuitetslån. Produktsammensætningen blev benævnt mixlån.<sup>64</sup>

Ved alle låntyperne kan der tilknyttes afdragsfrihed, det vil sige henstand i forhold til afdragsbetalingerne. I forhold til RO kan der maksimalt tilknyttes 10 års afdragsfrihed på et lån der maksimalt kan løbe 30 år, jf. LRR § 3 og § 4. Ved SDO kan afdragsfriheden løbe ubegrænset på et lån, der tilsvarende kan løbe ubegrænset, forudsat at LTV er under 75 % af ejerboligens værdi, jf. LRR § 33 c. Der findes SDO'er med hybrid amortiseringsprofil, således at obligationsserien indeholder lån både med og uden afdrag, ligesom der også tilbydes lån med 30 års afdragsfrihed samt lån med 50 års løbetid.<sup>65</sup>

Udover ovenstående udbudte produkter bliver mulighederne under SDO, eller for så vidt det overordnede balanceprincip, altså ikke udnyttet til fulde. Teoretisk set vil det være muligt, at finansiere lange udlån med korte obligationer eller fastforrentede lån med variabelt forrentede obligationer, forudsat at risikorammerne overholdes. Eftersom flere realkreditinstitutter har valgt at

---

<sup>61</sup> Andersen m.fl., Beskrivende dansk økonomi, 2008, s. 203

<sup>62</sup> Aqraou, Finansieringsteori, 1997, s. 258

<sup>63</sup> Den Store Danske, Kartoffelkuren, 2010

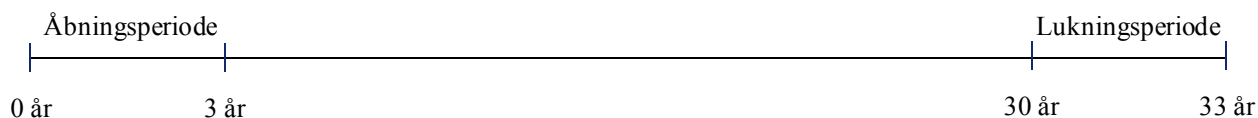
<sup>64</sup> Den Store Danske, Kartoffelkuren, 2010

<sup>65</sup> Gregersen, Nyt lån med 30 år uden afdrag, Bolius, 2007

udstede SDO'er under det overordnede balanceprincip, er det sandsynligt, at disse produktmuligheder vil blive udnyttet i større grad fremadrettet, eksempelvis under en højkonjunktur, hvor realkreditinstitutterne antageligt vil være mere risikovillige, idet man må formode, at det potentielle afkast vil være højere.

Når der skal udstedes en obligation, sker det fra en åben fondskode i kapitalcenteret. Fondskoder til fastforrentede annuitetslån og variabelt forrentede lån vil typisk have en åbningsperiode på 3 år, hvorfra der løbende kan tapudstedes. Fondskoder til rentetilpasningslån vil typisk have en åbningsperiode på 1 til 3 måneder før obligationens udløb.<sup>66</sup> Fondskodens åbningsperiode har til hensigt at sikre en tilstrækkelig høj likviditet i serien. Den fondskode der benyttes til et 30-årigt lån vil således – forudsat der udstedes i hele åbningsperioden – i realiteten løbe i 33 år, jf. illustration nedenfor:

Figur 7<sup>67</sup>



Obligationerne er noteret til handel på Københavns fondsbørs, NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Obligationerne er registrerede ihændeavgældsbreve, registreringen foretages anonymt i depoter hos Værdipapircentralen A/S. Selve udstedelsen foregår fra realkreditinstituttet selv, men kunne teoretisk set også foregå gennem et syndikat via et udstedelsesprogram, et såkaldt EMTN program ("European Medium Term Note" programme).<sup>68</sup>

Obligationsudstedelsen sker ved enten tap-, auktion- eller blokudstedelse.<sup>69</sup> Tapudstedelsen er den klassiske form, hvor obligationsudstedelsen sker på baggrund af dagens låneaftaler. Der skelnes mellem kontantlån og obligationslån. Kontantlån er kendetegnet ved, at låntager på forhånd kun kender sit provenue, hvorimod ydelsen først fastsættes efter realkreditinstituttet har solgt obligationen på markedet. Ved et obligationslån kender låntager på forhånd sin ydelse, hvorimod

<sup>66</sup> BRFkredit, BRFkredit realkreditobligationer – første introduktion, 2010

<sup>67</sup> Egen udarbejdelse

<sup>68</sup> Nykredit, Danish covered bonds, 2008, s. 8

<sup>69</sup> Nykredit, Danish covered bonds, 2009, s. 6



provenuet afhænger af salgskursen.<sup>70</sup> Auktionsudstedelse bruges ved rentetilpasning af rentetilpasningslån. Udstedelsen foregår ved, at realkreditinstituttet udbyder en mængde obligationer svarende til den udstående mængde af lån, der skal refinansieres. Der vil således udbydes obligationer med 1, 3, 5 eller 10 års varighed. På baggrund af den kurs der opnås ved auktionssalget får låntager oplyst en ny rente for den næstkommende periode. Det skal hertil nævnes, at rentetilpasningslånet formelt set kun kan ydes som kontantlån, idet refinansieringen af et obligationslån alt andet lige vil påvirke pantebrevets restgæld negativt.<sup>71</sup>

Realkreditinstituttet kan endvidere udstede obligationer via blokudstedelse. Det vil sige, at realkreditinstituttet kan udstede en mængde obligationer uden modsvarende indgåede udlånsaftaler. Blokudstedelsen er dog betinget af en række krav. Udstedelsesmængden skal først og fremmest ske på baggrund af den skønnede udlånsaktivitet henover de næste seks måneder, jf. bekendtgørelse om obligationsudstedelse, balanceprincip og risikostyring § 14. Derudover må blokemissioner ikke have en længere løbetid end 6 måneder, hvorefter der skal ske annullering af eventuelle overskydende obligationer, jf. bekendtgørelsens § 14, stk. 2, 2. pkt. I praksis vil realkreditinstituttet altså udstede en mængde obligationer til brug for fremtidige udlån inden for en periode på seks måneder. Udstedelsesformen vil typisk blive benyttet, når instituttet vurderer, at kursen er særdeles fordelagtig for låntager.

Tapudstedelsesformen, hvor der udstedes løbende i serierne efterhånden som der ydes lån, er ganske unik for det danske realkreditsystem. I andre realkreditmarkeder vil man typisk udstede obligationer i en form, der minder mere om blokudstedelsesformen. Den danske tapudstedelse var blandt andet medvirkende til, at det danske realkreditmarked ikke blev ramt nær så hårdt som øvrige europæiske realkreditobligationsmarkeder under finanskrisen, idet de danske realkreditudstedere ikke var tvunget til at sælge store mængder af obligationer på enkeltdage.<sup>72</sup>

Nedenstående figur viser igen europæisk covered bond udstedelse, men denne gang også med danske realkreditobligationsudstedelser:

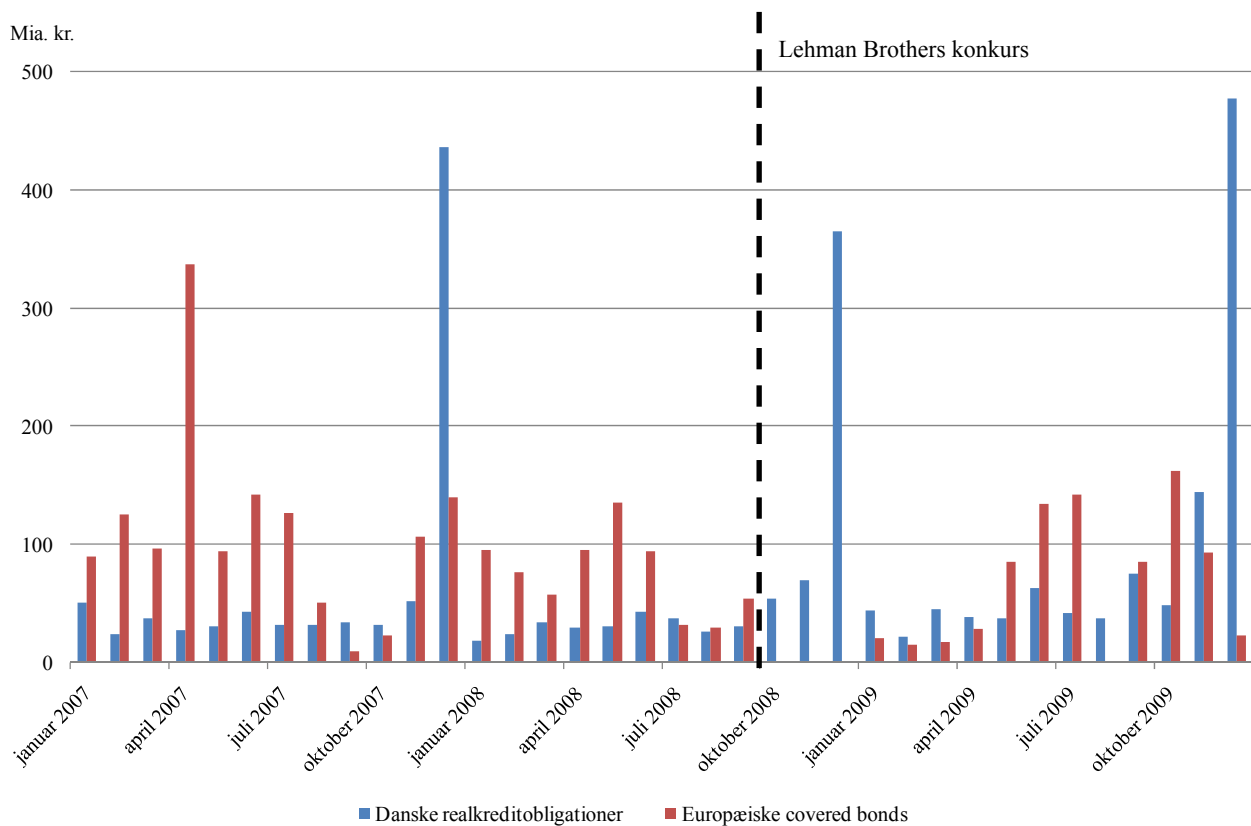
---

<sup>70</sup> Nykredit, Forskellen mellem obligationslån og kontantlån, 2010

<sup>71</sup> Nielsen, Tinglysning af de populære rentetilpasningslån, UfR.2001B.42, s. 2

<sup>72</sup> Nykredit, Danish covered bonds, 2009, s. 5

Figur 8<sup>73</sup>



Som det fremgår af ovenstående figur, så aftog den europæiske obligationsudstedelse kraftigt efter faldet af Lehman Brothers, hvorimod den danske obligationsudstedelse tilsyneladende fortsatte upåvirket.

### 3.4 Indfrielse

Realkreditinstituttet vil som udgangspunkt forsøge at udstede obligationer under, men så tæt på kurs 100 som muligt. Det betyder altså, at hvis den pålydende rente på en obligation overstiger markedsrenten og dermed bliver handlet i en kurs over 100, så vil man ikke udstede yderligere i serien, men åbne en ny obligationsserie med lavere kuponrente. Omvendt vil en pålydende rente betydeligt under markedsrenten betyde, at obligationen bliver handlet langt under kurs 100. Realkreditinstituttet vil i dette tilfælde ligeledes næppe udstede yderligere i serien, men i stedet

<sup>73</sup> Nykredit Markets, data er baseret på europæiske Aaa-ratede obligationer med en udestående mængde på over 1 mia. euro

åbne en ny serie med en højere kuponrente tættere på markedsrenten. Handlemåden skyldes følgende to elementer omkring låneindfrielse:

For så vidt angår undladelsen af udstedelser over kurs 100 skyldes det hensynstagen til pariaftalen. Tidligere var det ikke tilladt realkreditinstitutterne at udstede obligationer til kurser over 100, eftersom låntager altid har ret til at indfri til kurs 100, men ved en lovændring i 1995 blev forbuddet ophævet. Ophævelsen var dog ikke hensigtsmæssig i forhold til investorerne, idet navnlig større låntagere kunne spekulere i muligheden for at optage lån over kurs 100 for derefter at udnytte indfrielsesretten til kurs 100 og dermed score kursgevinsten. Ophævelsen af parireglen medførte således en øget konverteringsrisiko til skade for de mindre spekulative låntagere. Realkreditinstitutterne besluttede som følge heraf at indgå en fælles aftale, hvori de fralagde sig retten til at udstede obligationer til over kurs 100, den såkaldte *pari-aftale*.<sup>74</sup>

Låntagers førtidige indfrielsesret til kurs 100 bevirker samtidig, at det ikke vil være i låntagers interesse at finansiere udlån med obligationer udstedt til en kurs væsentlig under kurs 100. Låntager vil dermed have et dårligt udgangspunkt i forhold til indfrielse. Indfrielsesretten betyder samtidig, at obligationskursen aldrig overstiger kurs 100 betydeligt. Det kan dog forekomme, at kursen ligger en smule over kurs 100, idet investor spekulerer i konverteringsraten.<sup>75</sup>

Et bærende element i dansk realkredit er i det hele taget indfrielsesmuligheden. Udover indfrielse til kurs 100 kan låntager også indfri sit lån ved at købe den modsvarende obligation i markedet og levere den tilbage til realkreditinstituttet.<sup>76</sup> Obligationens fondskode fremgår af pantebrevet, så låntager kan løbende følge lånets markedsværdi gennem kurslisten. Låntagers tilbagekøb af den modsvarende obligation foretages som oftest af realkreditinstituttet på vegne af låntager. Låntager har altså mulighed for at indfri sit lån til markedskurs og dermed skære en del af restgælden væk. Omvendt kan låntager udnytte sin indfrielsesret til kurs 100 ved kursstigning og dermed omkonvertere sit lån for at opnå en lavere rente og dermed lavere ydelse. Låntagers adfærdsmønster i forbindelse med indfrielse kan illustreres således:

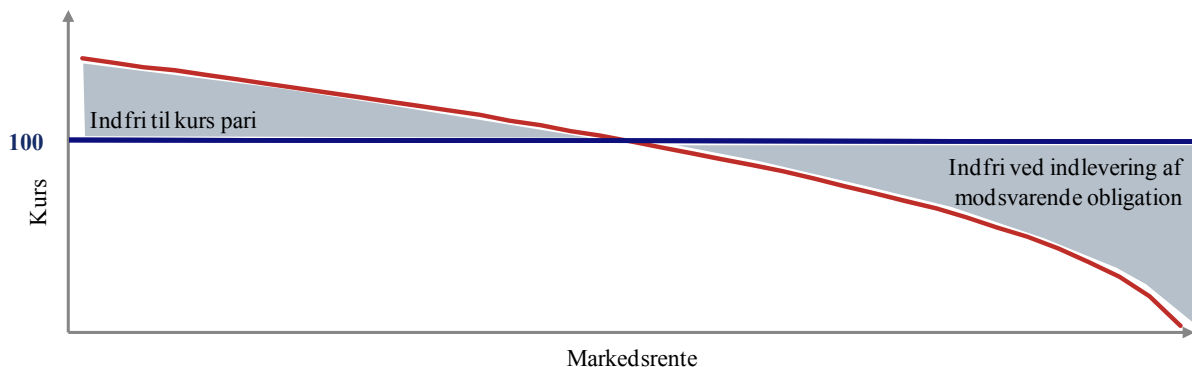
---

<sup>74</sup> Realkreditrådet, *Pari-aftalen*, 2006

<sup>75</sup> Christensen, *Obligationsinvestering*, 2009, s. 210

<sup>76</sup> Realkreditrådet, *Den klassiske realkreditmodel*, 2009, s. 14

Figur 9<sup>77</sup>



Obligationerne er modsat uopsigelige for investor. Selv i en situation hvor der er afsagt konkursdekret over realkreditinstituttet kan indehavere af RO, SDO eller SDRO ikke kræve førtidig indfrielse af betalingsforpligtelserne, det vil sige straksbetaling af obligationens hovedstol, jf. LRR § 28, stk. 1.

Realkreditinstituttet har pligt til løbende at oplyse markedet om ændringer, der kan være prispåvirkende på de udstedte obligationer, herunder *debitormassens sammensætning*, altså hvor store lån der ligger bag ved udstedelsen, *udtrækninger* (ekstraordinære indfrielse), der viser hvor mange låntagere der har indfriet til kurs 100, samt *ydelsesrækker*, der viser hvordan henholdsvis afdrag og renter fordeler sig gennem obligationens løbetid.<sup>78</sup>

### 3.5 Sammenfatning

Ved optagelse af et dansk realkreditlån bliver låntager kreditvurderet ud fra en cash flow baseret model. Derudover bliver den belånte ejendom værdiansat af en vurderingssagkyndig på baggrund af markedspriser. Der må ikke ydes realkreditlån, der overstiger de i lovgivningen fastsatte lånegrænser i forhold til værdiansættelsen. Lånet må ligeledes ikke overstige kontantprisen.

Realkreditinstituttet finansierer udlånet ved at udstede obligationer med indirekte pant i låntagers belånte ejendom. Der skelnes mellem tre overordnede lånetyper: Fastforrentede lån, rentetilpasningslån samt variabelt forrentede lån. Valg af lånetypen vil afhænge af låntagers

<sup>77</sup> Nykredit Realkredit A/S

<sup>78</sup> NASDAQ OMX Copenhagen A/S, Regler for udstedere af obligationer, 2008, s. 15

risikoprofil. Realkreditinstituttet finansierer udlånet med stort set modsvarende obligationer og udnytter dermed ikke mulighederne under det overordnede balanceprincip.

Obligationsudstedelsen sker fra en åben serie i kapitalcenteret. Serierne har typisk en åbningsperiode på tre år for at opnå en høj likviditet. Obligationerne er noteret til handel på Københavns fondsbørs, NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Udstedelserne kan ske ved enten tap-, auktion- eller blokudstedelse.

Indfrielse af lån kan ske enten til kurs pari eller ved indlevering af en modsvarende obligation til realkreditinstituttet. Realkreditinstitutterne har afskåret sig fra at udstede obligationer med kurs over 100 for at beskytte investor mod spekulativ adfærd blandt låntagere. Obligationerne er modsat uopsigelige for investor – selv i en konkurssituation.

#### **Kapitel 4: Konkursandsynlighed**

Danske realkreditobligationer bliver ofte betragtet som konservative, kedelige og måske endda sikre investeringer, men hvorfor så overhovedet overveje en konkurs i et realkreditinstitut?

Der er grundlæggende tre risici ved køb af realkreditobligationer: Kursrisiko, konverteringsrisiko og kreditrisiko.<sup>79</sup>

*Kursrisikoen* er den risiko investor løber i forhold til renteutvikling. Ved køb af en obligation binder investor kapital i hele obligationens løbetid mod i stedet at modtage fastlagte betalingsstrømme. Investor beregner værdien af obligationen ved at tilbagediskontere betalingsstrømmene med en diskonteringsrente svarende til markedsrenten på købstidspunktet. Hvis markedsrenten efterfølgende stiger, så vil værdien af de fremtidige betalingsstrømme blive relativt mindre værd. Kursen på obligationen vil således falde og medføre et værditab for investor. Derudover vil der være en kursrisiko i forhold til illikviditet i serien. Hvis serien har en lille handelsvolumen vil obligationen muligvis fluktuere mere end tilsvarende obligationer med stor handelsvolumen, således at obligationen handles med en lavere intern rentefod end markedsrenten.<sup>80</sup>

*Konverteringsrisikoen* knytter sig alene til konverterbare obligationer. Risikoen opstår når markedsrenten falder i forhold til obligationens pålydende rente. I dette tilfælde vil obligationens teoretiske kurs overstige kurs 100, men idet låntager har ret til at indfri sit lån til kurs 100, jf. pariaftalen, risikerer investor, at der foretages ekstraordinære udtrækninger i serien til kurs 100. Den ekstraordinære udtrækning til kurs 100 giver anledning til et teoretisk kurstab i forhold til markedsrenten.<sup>81</sup>

Hvad angår både kursrisiko og konverteringsrisiko, så er realkreditmarkedet indrettet således, at de to risikoformer bliver indregnet i obligationskurserne ved hjælp af matematiske modeller. Investor vil altså på baggrund af omfattende historisk data forsøge at forudsige låntagernes konverteringsadfærd. På grund af transaktionsomkostninger, skat og opsigelsesvarsel vil låntager ikke nødvendigvis konvertere sit lån øjeblikkeligt, når kursen overstiger kurs 100, men først når

---

<sup>79</sup> Nationalbanken, Rente og risiko, 2005, s. 31

<sup>80</sup> Nationalbanken, Rente og risiko, 2005, s. 34

<sup>81</sup> Nationalbanken, Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer, 1992, s. 20

konverteringen er rentabel for låntager. Det er denne adfærd, som investor vil forsøge at spekulere i.<sup>82</sup>

*Kreditrisikoen* er den risiko investor påtager sig i forhold til udstederen. Det vil sige, risikoen for at udstederen ikke overholder sine forpligtelser overfor investor.<sup>83</sup> Selvom låntager misligholder sine forpligtelser overfor realkreditinstituttet, så er instituttet forpligtet til at fortsætte betalingerne til investor. Investors kreditrisiko er derfor direkte knyttet til realkreditinstituttets konkurssandsynlighed. Det er derfor yderst relevant, set fra investors side, at overveje forhold omkring en konkurs i et realkreditinstitut.

#### 4.1 Risikotyper

Investor skal altså forholde sig til tre grundlæggende risici, hvoraf kreditrisikoen er den mest komplicerede. Kreditrisikoen afhænger af konkrete risikoeksponeringer i realkreditinstituttet, der kan opdeles i følgende risikotyper: Rente-, valutakurs-, options-, likviditets-, refinansierings- og kreditrisici.<sup>84</sup> Rente-, valutakurs- og optionsrisici er relevante i forhold til det overordnede balanceprincip, hvorimod likviditets-, refinansierings- og kreditrisici gælder for begge balanceprincipper. Den samlede risikoeksponering kan illustreres således:

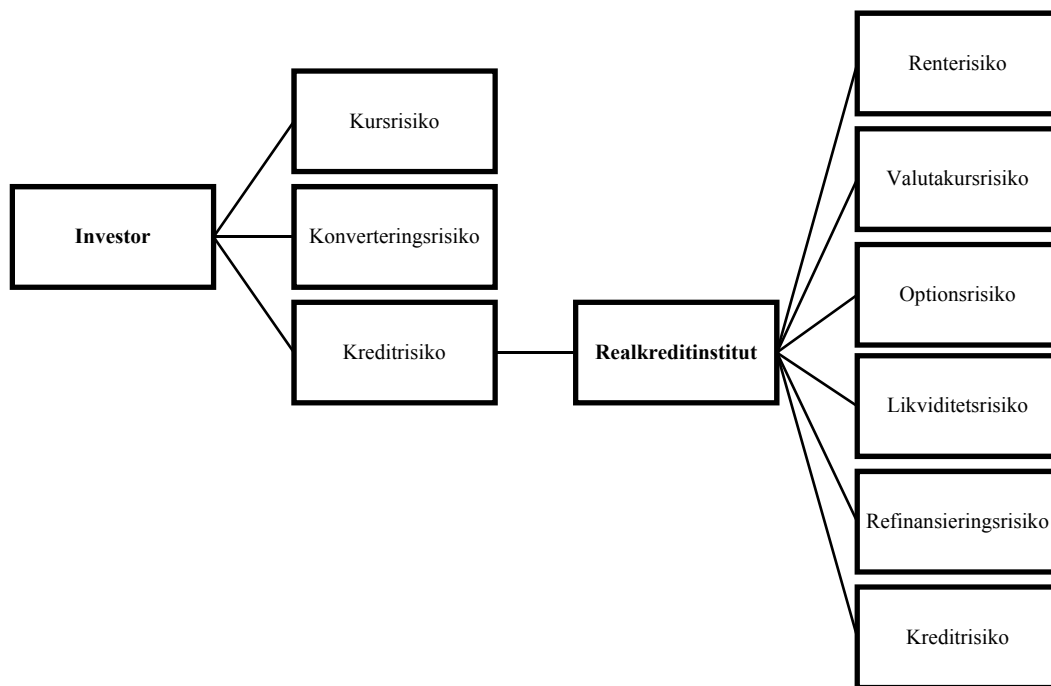
---

<sup>82</sup> Christensen, Obligationsinvestering, 2009, s. 210

<sup>83</sup> Nationalbanken, Rente og risiko, 2005, s. 32

<sup>84</sup> Nationalbanken, Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, 1993, s. 47

Figur 10<sup>85</sup>



*Renterisikoen* refererer til den risiko, der opstår som følge af forskelle i rente på udlån og obligationer. Det vil altså sige, hvis realkreditinstituttet har lånt penge ud til låntager til en rente, men finansieret udlånet med en obligation med en anden rente.

Bekendtgørelsen om obligationsudstedelse, balanceprincip og risikostyring § 7 begrænser ved hjælp af stresstests realkreditinstituttets potentielle risikoeksponering overfor renteudsving. Det er en fordel for realkreditinstituttet, at bekendtgørelsen begrænser renterisikoen ved hjælp af stresstests frem for kvantitative krav, idet det muliggør at realkreditinstituttet selv kan udligne risikoen, eksempelvis med renteswaps eller ved at immunisere den samlede obligationsportefølje overfor renteændringer.<sup>86</sup> Hvis man i stedet fra lovgivers side havde valgt kvantitative krav til renterisiko, så havde realkreditinstituttet haft mindre bevægelsesfrihed, men ikke nødvendigvis lavere risiko.

<sup>85</sup> Egen udarbejdelse

<sup>86</sup> Christensen, Obligationsinvestering, 2009, s. 117



*Valutakursrisikoen* refererer til den risiko, der opstår som følge af forskelle i valuta på udlån og obligationer.<sup>87</sup> Dette forhold er også begrænset af bekendtgørelsens § 9. Stresstestmetoden gør det muligt for realkreditinstituttet at afdække denne risiko ved hjælp af valutaswaps.

*Optionsrisikoen* refererer til den risiko, der opstår som følge af forskelle i betinget betalinger på udlån og obligationer.<sup>88</sup> Det vil altså sige, hvis realkreditinstituttet har foretaget udlån med et renteloft, men finansieret udlånet med en variabel obligation uden renteloft. Optionsrisikoen er reguleret i bekendtgørelsens § 10.

*Likviditetsrisikoen* er et udtryk for den risiko realkreditinstituttet påtager sig overfor investor i forhold til rettidig kuponbetaling. Det følger af bekendtgørelsens § 11, at renteindbetalinger til kapitalcenteret skal være højere end renteudbetalinger ud af kapitalcenteret. Derudover er der som tidligere beskrevet en likviditetsrisiko i forhold til overkollateral og kravet om løbende LTV overholdelse, idet konjunkturfølsom sikkerhedsstillelse gør realkreditinstituttet afhængig af et velfungerende pengemarked.

*Refinansieringsrisikoen* er den risiko der opstår som følge af klassisk bankforretning, hvor lange forpligtelser (overfor låntagere) bliver finansieret med korte obligationer. Risikoelementet i den konstruktion ligger i afhængigheden af at kunne sælge korte obligationer gennem hele lånets løbetid til en tilfredsstillende rente, det vil sige minimum en rente under udlånsrenten. Konstruktionen kendes i forhold til realkreditfinansiering fra rentetilpasningslån, hvor finansieringen foretages flere gange igennem lånets løbetid. Realkreditinstituttet påtager sig dog, som tidligere beskrevet, ikke nogen egentlig refinansieringsrisiko, idet refinansieringselementet afspejler sig i lånevilkårene. Den rente som instituttet opnår via salg af nye obligationer, går således videre til låntager og det er dermed låntagers ”problem”, hvis refinansieringsvaskeligheder resulterer i en markant rentestigning. Rentestigninger er dog ikke i realkreditinstituttets interesse, idet de kan forøge kreditrisikoen.

*Kreditrisiko* henviser til realkreditinstituttets risiko overfor låntager. Realkreditinstituttet er forpligtet til at fortsætte betalinger til investor, jf. LRR § 32, selvom låntager måtte misligholde sit lån – eksempelvis som følge af en rentestigning. Låntagers misligholdelse vil således påføre

---

<sup>87</sup> Bomgaard og Laustsen, Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip, Finans/Invest 6/09, s. 5

<sup>88</sup> Bomgaard og Laustsen, Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip, Finans/Invest 6/09, s. 5

reakreditinstituttet et tab. Risikoen bliver dog begrænset af flere forhold. For det første foretager instituttet, som tidligere beskrevet, en omfattende kreditvurdering af låntager og for det andet har realkreditinstituttet pant i låntagers faste ejendom og kan ved tvangsauktion (muligvis) blive fyldestgjort for hele tabet. Kreditrisikoen reduceres derfor ved lavere belåningsgrader (LTV). Det betyder, at et ældre kapitalcenter med mange lukkede serier vil have en lavere kreditrisikoeksponering end et nyere kapitalcenter med forholdsvis mange yngre lån, det vil sige jo lavere LTV desto lavere kreditrisiko. Introduktionen af afdragsfrihed betyder samtidig, at det gennemsnitlige LTV niveau forbliver højere end tidligere, idet der ikke afdrages på alle lån. Afdragsfrihed øger dermed isoleret set også kreditrisikoen.

Overordnet set er størstedelen af de teoretiske risikoformer begrænset af lovregulering, dog begrænser bekendtgørelsen ikke likviditets- og kreditrisici fuldstændigt, hvorfor disse to udgør de væsentligste risici for et realkreditinstituts konkurs.

#### 4.2 Tidligere kriser

*”Ingen obligationsejere i realkreditens 200-årige historie har lidt tab som følge af et realkreditinstituts manglende betalingsevne.”*

Sådan udtalte Realkreditrådets daværende direktør Torben Gjede i 2005.<sup>89</sup> Om Torben Gjede har været ubekendt med dansk realkredits historie skal være usagt, men udsagnet er faktisk ikke helt korrekt. Da Danmark i slutningen af 1920'erne og starten af 1930'erne var ramt af den globale recession, foretog Jydsk Land-Hypotekforening en række uheldige dispositioner, der førte til, at realkreditselskabet i 1931 var nødsaget til at overlade administrationen af foreningen til Indenrigsministeriet. To år efter opnåede foreningen, efter vedtagelse af en særlov herom, en tvangsakkordordning. Saneringen medførte store tab, hvoraf låntagerne dækkede en mindre del mens den udestående obligationsmængde blev nedskrevet med op til 10 %. Foreningen blev herefter rekonstrueret og videreført under navnet Ny Jydsk Land-Hypotekforening.<sup>90</sup>

Siden krisen i 30'erne, der altså særligt ramte Jydsk Land-Hypotekforening, har realkreditsektoren været ramt af to markante kriser, der populært kan kaldes kartoffelkurskrisen og finanskrisen.

---

<sup>89</sup> Realkreditrådet, Realkreditfinansiering i Danmark, 2005, s. 5

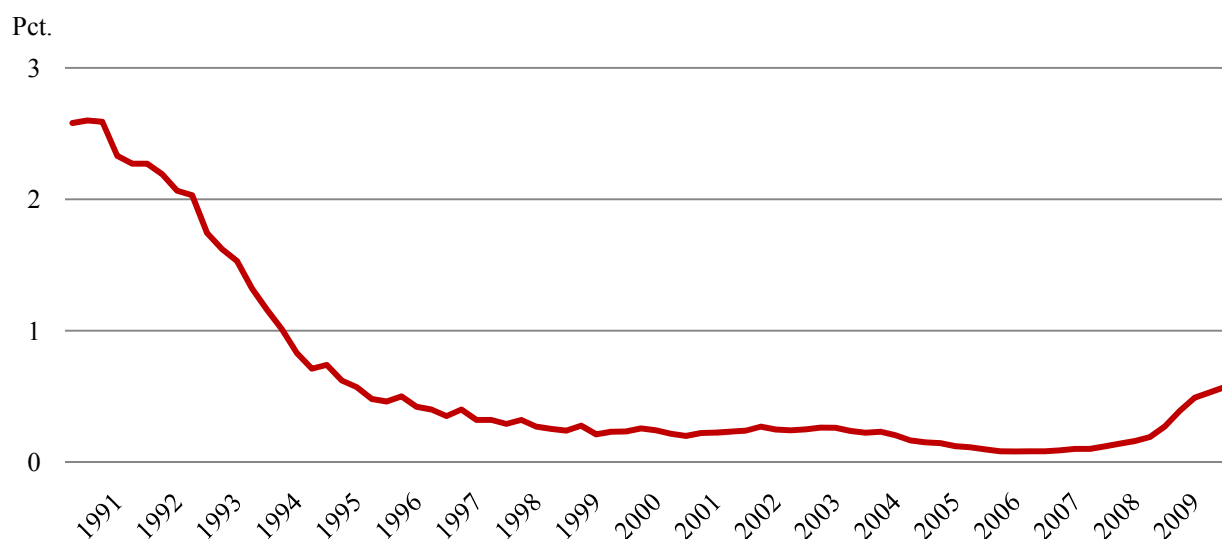
<sup>90</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra arbejdsgruppen om konkursregler i realkreditloven, 1991, s. 2

### *Kartoffelkurskrisen*

Op gennem 1970'erne havde Danmark gennemgået en enorm vækstperiode med et historisk højt privat- og offentligt forbrug. Da forbruget udviklede sig til overophedning i form af blandt andet massiv gældssætning, greb den daværende regering ind med en finanspolitisk pakke, der skulle få vidtrækkende konsekvenser for realkreditsektoren.

Pakken, der fik navnet Kartoffelkuren, indeholdte blandt andet et krav til boligfinansiering, nemlig at lånet skulle ydes som et mixlån, det vil sige 60 % annuitetslån og 40 % serielån.<sup>91</sup> Lånetyper har højere førstegangsydelse og tvinger dermed låntager til at afdrage hurtigere på lånet. Idet finansieringen blev dyrere, medførte indgrebet enorme husprisfald. De øvrige elementer i Kartoffelkuren, herunder 20 % afgift på renter af forbrugslån og lånetidsnedsættelse fra 30 år til 20 år, skabte samtidig en stor recession i samfundet generelt.<sup>92</sup> Op gennem 1980'erne steg arbejdsløsheden voldsomt og låntagerne fik sværere og sværere ved at betale deres ydelser. I starten af 1990'erne oplevede realkreditinstitutterne som følge heraf store problemer med rettidige betalinger, jf. Realkreditrådets og Realkreditforeningens restanceoversigt, der viser hvor stor en del af de samlede terminsydelser, der ikke er betalt 90 dage efter termin:

**Figur 11**<sup>93</sup>



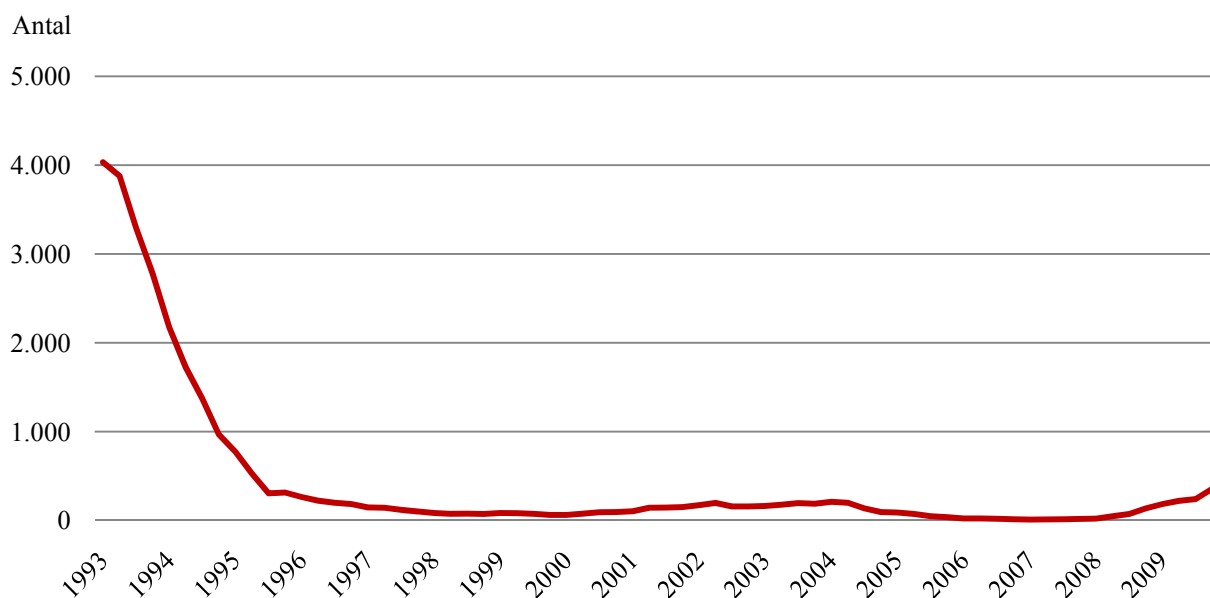
<sup>91</sup> Den Store Danske, Kartoffelkuren, 2010

<sup>92</sup> Den Store Danske, Kartoffelkuren, 2010

<sup>93</sup> Realkreditrådet og Realkreditforeningen, Restancer, 2010

De rekordhøje restanceprocenter betød at realkreditinstitutterne udnyttede deres sidste udvej, nemlig tvangsauktionen. De lovgivningsmæssige rammer for tvangsauktion følger af retsplejelovens<sup>94</sup> kapitel 51. Antallet af overtagne ejendomme var ligeledes historisk højt i perioden, jf. Realkreditrådet og Realkreditforeningen:

Figur 11<sup>95</sup>



Som det fremgår af ovenstående figur overtog realkreditinstitutterne mange ejendomme i starten af 1990'erne – faktisk hørte realkreditinstitutterne til nogle af de største ejendomsbesiddere i landet i denne periode. De store husprisfald op gennem 1980'erne betød dog, at realkreditinstitutterne ikke blev fyldestgjorte for alle deres tab på låntagere gennem tvangsauktion. Selvom låntager hæfter både med det pantsatte og personligt over for realkreditinstituttet, jf. LRR § 23, stk. 1, så medførte krisen alligevel væsentlige tab hos realkreditinstitutterne. Danmarks største realkreditinstitut på daværende tidspunkt Kreditforeningen Danmark (senere Realkredit Danmark) havde i 1990 røde tal på bundlinjen og i 1991 lykkedes det kun med nød og næppe at overholde solvensgrænsen med en overdækning på kun 8 mio. kr.<sup>96</sup>

<sup>94</sup> Lovbekendtgørelse nr. 1053 af 29. oktober 2009

<sup>95</sup> Realkreditrådet og Realkreditforeningen, Overtagne ejendomme, 2010

<sup>96</sup> Østrup, Finansielle kriser, 2008, s. 97

På baggrund af udviklingen i realkreditsektoren besluttede den daværende boligminister, at iværksætte en grundig undersøgelse af realkreditinstitutternes hensættelser til imødegåelse af tab. For samtidig at få et mere retvisende billede af realkreditinstitutternes overholdelse af lånereglerne, blev det besluttet, at undersøgelsen skulle foretages af revisionsfirmaet Ernst & Young A/S på Finanstilsynets vegne.<sup>97</sup> Resultatet af undersøgelsen viste blandt andet, at realkreditinstitutterne i flere tilfælde havde overbelånt ejendomme.<sup>98</sup>

Kartoffelkurskrisen udsprang således af realkreditinstitutternes kreditrisiko. Dels blev realkreditinstitutterne ramt af en hård makroøkonomisk opbremsning, der medførte høj arbejdsløshed, og dels resultatet af flere års sløset kreditvurdering, herunder vurderingen af ejendommens reelle værdi.

### *Finanskrisen*

Da den amerikanske boligprisboble sprang i 2007 med subprimelånene som den udløsende faktor, indledte den en global finansiell krise præget af indbyrdes mistillid, hvor interbankmarkedet frøs til, det såkaldte credit crunch. Da boligpriserne i Danmark samtidig også faldt, udløste det et ubelejligt behov for finansiering af supplerende sikkerhed. I det omfang realkreditinstituttet ikke havde tilstrækkelig kapital, blev instituttet tvunget ud på det tilfrosne interbankmarked. Dette resulterede i, at den danske stat måtte træde til med en kreditfacilitet, den såkaldte bankpakke II.

Finanskrisen adskiller sig fra kartoffelkurskrisen ved, at krisens udløsende faktorer ikke var kreditrisikoen, faktisk har tabene i perioden været moderate set i forhold til udviklingen i samfundet. Finanskrisen blev i stedet første eksempel på, at der er introduceret en ny risiko i dansk realkredit i form af likviditetsrisikoen. Endvidere skal det bemærkes, at introduktionen af løbende LTV overholdelse har skabt et procyklisk (konjunkturmedløbende) element<sup>99</sup>, det vil sige, at realkreditinstituttet ikke selv kan afdække risikoen – medmindre realkreditinstitutterne oparbejder en væsentlig større kapital eller begrænser udlånet. Dette følger også af Nationalbankens anbefalinger i Finansiell stabilitet, 1. halvår, 2009.

---

<sup>97</sup> Finanstilsynet, Beretning fra Tilsynet med Realkreditinstitutter 1990, s. 67

<sup>98</sup> Østrup, Finansielle kriser, 2008, s. 97

<sup>99</sup> Nationalbanken, Finansiell stabilitet, 1. halvår, 2009, s. 71

Eftersom realkreditinstitutterne håndterer kreditrisikoen bedre i dag, idet de foretager en grundigere kreditvurdering forud for udlån, er likviditetsrisikoen i dag den mest alvorlige risikofaktor for et dansk realkreditinstitut. Det er således mest sandsynligt, at et realkreditinstituts konkurs forårsages af instituttets eksponering overfor likviditetsrisiko.

#### 4.3 Risikopræmie

Ud fra forudsætningen om at investor er risikoavers, det vil sige, vil kræve en betaling for at løbe en risiko, så kan man indirekte aflæse risikoen i realkreditobligationens pris. Det formodes altså, at hvis to investeringer har samme risiko, vil investor vælge investeringen med det højeste forventede afkast.<sup>100</sup> Det kan derfor videre antages, at prisforskellen mellem to aktiver er et udtryk for forskelle i risiko. Det betyder, at hvis man sammenligner prisen på et risikofyldt aktiv med prisen på et risikofrit aktiv, så kan man isolere risikopræmien.<sup>101</sup>

I forhold til at identificere et risikofrit aktiv til brug for sammenligning med danske realkreditobligationer benyttes danske statsobligationer. Det kan diskuteres, hvorvidt en statsobligation er fuldstændig risikofri, men de risikoelementer den måtte indeholde, herunder inflationsrisiko og risiko for statsbankerot, vil implicit også indgå i en realkreditobligation. Risikospændet mellem en dansk realkreditobligation og en dansk statsobligation er således et udtryk for risikoen ved danske realkreditobligationer. Ved rentespændet mellem danske realkreditobligationer og danske statsobligationer forstås forskellen i deres effektive renter.<sup>102</sup>

Den konkrete sammenligning vil typisk foregå ved, at man sammenligner effektive renteniveauer for to toneangivende obligationer – i praksis en 30 årig konverterbar annuitetsrealkreditobligation og en 10 årig inkonverterbar stående statsobligation.<sup>103</sup> Rentespændet er illustreret nedenfor:

---

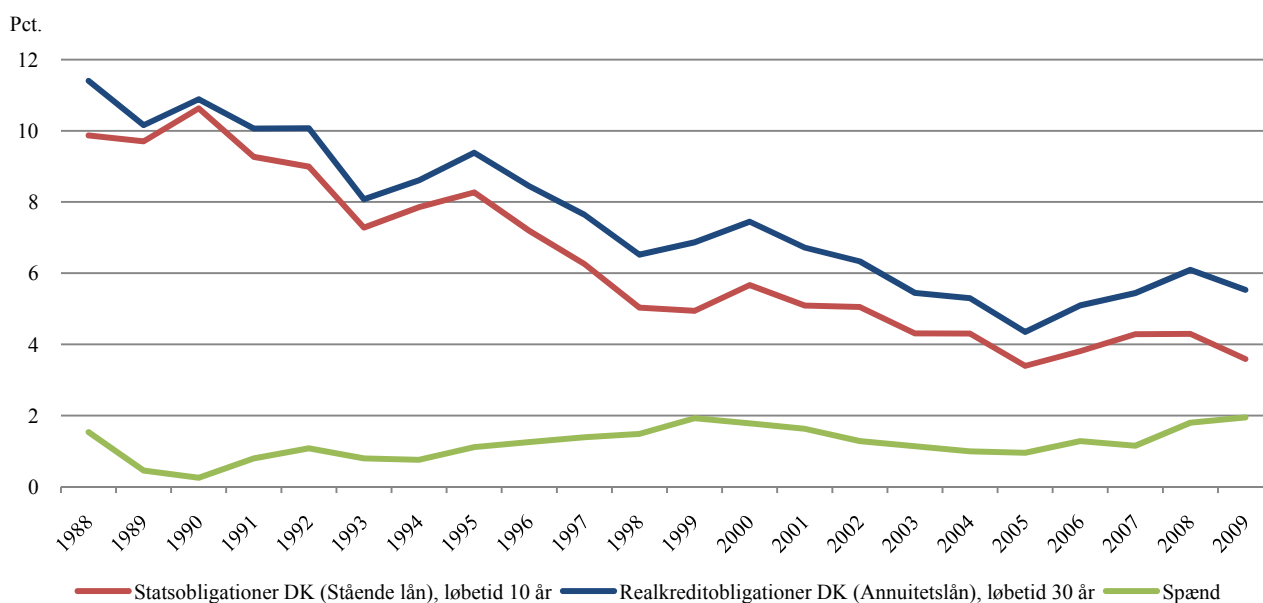
<sup>100</sup> Bodie m.fl., Investments, 2009, s. 1001

<sup>101</sup> Nationalbanken, Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer, 1992, s. 18

<sup>102</sup> Nationalbanken, Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer, 1992, s. 18

<sup>103</sup> Nationalbanken, Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, 1997, s. 47

Figur 12<sup>104</sup>



Som udgangspunkt er rentespændet og særligt udviklingen noget overraskende, i forhold til hvad man kunne forvente med hensyn til risikoen på danske realkreditobligationer. Som det fremgår af figuren, var spændet lavest i starten af halvfemserne, hvor realkreditinstitutterne led store tab, hvorimod det stiger hen imod sluthalvfemserne, hvor realkreditsektoren var forholdsvis velkonsolideret. Det uforventede rentespænd skyldes primært forskelle i betalingsprofil, herunder løbetid, konverteringsegenskab samt forskelle i kreditrisiko.<sup>105</sup> Hvis man skal sammenligne de to obligationer, skal der altså foretages en korrektion af renteniveauerne.

Med hensyn til betalingsprofilen kan forskellen korrigeres ved hjælp af en simpel tilbagediskontering af betalingsstrømmene, der for realkreditobligationens vedkommende falder løbende i gennem hele perioden og for statsobligationens vedkommende falder ved udløb af perioden.<sup>106</sup> Korrektionen vil alt andet lige udvide spændet, idet investor vil foretrække at modtage betalinger så tidligt som muligt af hensynet til tidsværdien af penge.

<sup>104</sup> Nationalbankens Statistikbank, Rentesaetser og aktieindeks, 2010

<sup>105</sup> Nationalbanken, Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, 1997, s. 47

<sup>106</sup> Nationalbanken, Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer, 1992, s. 20

Konverteringselementet er til gengæld væsentlig mere kompliceret at korrigere for. For investor udgør konverteringsdelen en solgt call option, hvor modparten er låntager.<sup>107</sup> Investor vil derfor forsøge at forudse låntagers adfærd i forhold til konvertering. Låntagers adfærd i forhold til konvertering kan afhænge af en række forhold, herunder restgældens størrelse, transaktionsomkostninger, skat og individuelle præferencer. Investor vil derfor ved hjælp af modeller analysere informationer vedrørende udtrækninger, ydelsesrækker, debitorrens sammensætning og rentestruktur og dermed spekulere i, hvornår låntager vil indfri sit lån til kurs pari.<sup>108</sup>

De matematiske beregninger bag modellen bygger på et stort historisk datamateriale og er i det hele taget meget avanceret. En markeds afdeling<sup>109</sup> vil typisk have udviklet sin egen model og ud fra den anbefale investorer i forhold til prissætning af konverterbare obligationer. Modellen betegnes som OAS – Option Adjusted Spread.<sup>110</sup> Korrektionen vil indsnævre rentespændet, idet investor vil kræve kompensation for optionselementet.

Når der er foretaget korrektion for henholdsvis betalingsprofil og konvertering, så vil der være en residual i rentespændet. Residualen indeholder blandt andet realkreditobligationens kreditrisiko, det vil sige obligationens egentlige risikopræmie. Det er dog ikke på forhånd rimeligt at antage, at hele eller størstedelen af residualen udgøres af kreditrisikoelementet.<sup>111</sup>

Ideen med systematisk at korrigere danske realkreditobligationer for betalingsprofil og konverteringsrisiko opstod i midten af 1990'erne. Det er således ikke muligt at fremskaffe data fra starten af 1990'erne. Derudover kan der forekomme huller i datamaterialet, når man vil fremvise OAS over en længere periode, hvilket primært skyldes udvælgelsen af den mest retvisende realkreditobligation.

---

<sup>107</sup> Nationalbanken, Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, 1997, s. 51

<sup>108</sup> Nationalbanken, Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer, 1992, s. 21

<sup>109</sup> Et pengeinstituts handelsafdeling

<sup>110</sup> Dahl m.fl., Hvordan fordamper OAS?, Finans/Invest 6/09, s. 10

<sup>111</sup> Nationalbanken, Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, 1993, s. 55



Den mest anvendte fremgangsmåde er en såkaldt ”kurs 98” fremgangsmåde, hvor man dagligt vælger den største obligation med en kurs på 98 (+/- 1 kurspoint). Det sker dog, at der ikke er en obligation i intervallet, hvilket afstedkommer et hul i kurven.<sup>112</sup> OAS er illustreret nedenfor:

Figur 13<sup>113</sup>



Der kan, som beskrevet ovenfor, ikke fremskaffes OAS data for starten af 90'erne. Tal for denne periode kunne ellers have akademisk interesse i forhold til spændudviklingen omkring 1991, hvor Kreditforeningen Danmark kæmpede med overholdelse af solvensgrænsen. Man må formode, at vanskelighederne heromkring afspejlede sig i spændet. Kurven fra 1997 til 2010 stemmer udmærket overens med, hvad man kunne forvente. Mest iøjnefaldende er henholdsvis lavpunktet omkring 2005 og højdepunktet omkring 2008. I forhold til 2005 er det nærliggende at begrunde det lave spænd med de stigende danske boligpriser. Stigende ejendomsværdier er lig med lave LTV niveauer og dermed større pantsikkerhed, hvilket betyder lav kreditrisiko overfor låntagerne.

I forhold til 2008 skyldes det historisk høje spænd antageligt den verserende finanskrisen. Den eksplosive udvikling indikerer dog ikke omvendt kausalitet i forhold til det lave niveau i 2005. Det store spænd kunne således tyde på, at investorerne indregnede realkreditinstitutternes likviditetsrisiko i prissætningen. Det er dog sandsynligt, at også andre faktorer bidrager til det høje

<sup>112</sup> Nykredit Markets

<sup>113</sup> Nykredit Markets, OAS (Kurs 98)

spænd. Særligt interne forhold i andre kreditinstitutter samt i pensions- og forsikringssektoren gjorde, at der blev foretaget et større tilbagesalg af danske realkreditobligationer.<sup>114</sup>

I forhold til sidstnævnte sektor betød den daværende lovgivning omkring risikoberegning, at spændudvidelsen skabte en procyklisk effekt, hvor blandt andet de store pensionskasser, der traditionelt set ejer en forholdsmæssig stor mængde realkreditobligationer, systematisk frasolgte deres realkreditobligationsbeholdning. Økonomi- og Erhvervsministeriet greb dog ind med en aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet, der ændrede selskabernes risikoberegningsmetodik.<sup>115</sup>

Derudover kan forhold omkring risikovægtning og markedsforhold i udenlandske markeder forårsage en aftagende efterspørgsel og dermed bidrage til en spændudvidelse. Der er således tale om et multikausalt forhold. Ud fra præmissen omkring risikoaversion iblandt investorer er det dog rimeligt at antage, at en betydelig del af OAS er afledt af investors syn på kreditrisiko (overfor realkreditinstituttet). Ud fra den betragtning tyder det på, at henholdsvis kreditrisiko (overfor låntagere) og introduktionen af likviditetsrisiko kan aflæses i risikopræmien. Det kan hermed konkluderes, at investor forholder sig til en egentlig konkursrisiko.

#### 4.4 Sammenfatning

Investor skal forholde sig til tre overordnede risici: Kursrisiko, konverteringsrisiko og kreditrisiko. Kurs- og konverteringsrisici er selvregulerende gennem markeds kræfter. Kreditrisiko, det vil sige risikoen overfor realkreditinstituttet, afhænger af de risici, realkreditinstituttet påtager sig, herunder rente-, valutakurs-, options-, likviditets-, refinansierings- og kreditrisici. Overordnet set er størstedelen af de teoretiske risikoformer begrænset af lovregulering, dog begrænser lovreguleringen ikke likviditets- og kreditrisici fuldstændigt, hvorfor disse to må antages at udgøre de væsentligste risici for et realkreditinstituts konkurs.

Der har formelt set aldrig været en konkurs i realkreditsektoren, men der har ved et enkelt tilfælde været foretaget tvangsnedskrivning af en obligationsmængde. Derudover har der været to markante kriser i nyere tid, kartoffelkurskrisen og finanskrisen. Kartoffelkurskrisen var afledt af kreditrisikoen overfor låntagerne, hvorimod finanskrisen primært var forårsaget af likviditetsrisikoen. Eftersom realkreditinstitutterne håndterer kreditrisikoen bedre i dag, idet de

<sup>114</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet, Aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet, 2008

<sup>115</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet, Aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet, 2008

foretager en grundigere kreditvurdering forud for udlån, er likviditetsrisikoen i dag den mest alvorlige risikofaktor for et dansk realkreditinstitut. Det er således mest sandsynligt, at et realkreditinstituts konkurs forårsages af instituttets eksponering overfor likviditetsrisiko.

Risikoen på en realkreditobligation kan aflæses i spændet til en statsobligation. Der skal dog foretages en korrektion af renteniveauerne i forhold til betalingsprofil og konverteringsrisiko. Man kan ved hjælp af omfattende modeller dekomponere rentespændet til en residual, der blandt andet afspejler kreditrisikoen, der er afledt af risikoen for konkurs. Det justerede spænd betegnes OAS.

OAS for perioden 1997 til 2010 indikerer, at henholdsvis kreditrisiko (overfor låntagere) og introduktionen af likviditetsrisiko afspejler sig i risikopræmien på danske realkreditobligationer. Det kan dermed konkluderes, at investor forholder sig til en egentlig konkursrisiko. Det er således – ud fra en almindelig markedsbetragtning – ikke fuldstændigt usandsynligt at et dansk realkreditinstitut kan gå konkurs.

## Kapitel 5: Konkursprocessen

Den teoretiske konkurransandsynlighed for et realkreditinstitut vil dog være større end den reelle risiko. Forskellen skyldes, at visse virksomheder af en vis størrelse eller med en vis funktion nyder en politisk fordel i forhold til øvrige virksomheder. Fordelen består i, at man ud fra et samfundsmæssigt skøn vurderer, at en given virksomhed indtager en så betydningsfuld rolle, at det vil være skadeligt for samfundet at lade selskabet gå konkurs.

Forholdet betegnes ”to big to fail” og benyttes særligt i forhold til kreditinstitutter, hvis konkurs historisk set forårsager negative procykliske effekter i samfundet. Det vil således være i det offentlige interesse at afværge en egentlig konkurs, eksempelvis gennem et afviklingsselskab, såsom Finansiell Stabilitet. Selskaber der falder under betegnelsen ”to big to fail”, vil således have en implicit statsgaranti. Dette forhold vil i øvrigt også indgå i investors prissætning.<sup>116</sup>

Der er sandsynligt, at alle danske realkreditinstitutter vil falde ind under ”to big to fail” betegnelsen. Alene sektorens mængde af udestående obligationer, hvoraf 49 % (1.176 mia. kr.) ejes af øvrige finansielle selskaber og 3 % (65 mia. kr.) ejes af lønmodtagere og pensionister<sup>117</sup>, betyder, at det vil få omfattende konsekvenser at lade selskabet gå konkurs. Dertil kommer realkreditinstitutternes rolle som udlånsvirksomhed i Danmark, hvor realkreditudlån til indlændinge (eksklusiv MFI sektoren<sup>118</sup>) udgør 63 % af det samlede kreditinstitutudlån.<sup>119</sup> Realkreditinstitutvirksomhed udgør således en væsentlig del af det danske lånemarked og idet et velfungerende udlånsmarked er i det offentlige interesse, vil realkreditsektoren således herigennem indtage en essentiel position i samfundet.

Realkreditinstitutternes formodentlige ”to big to fail” status er blevet yderligere synliggjort under den finansielle krise, hvor den danske stat har stillet en kreditfacilitet samt mulighed for individuel statsgaranti for udstedelser til rådighed for de danske realkreditinstitutter, jf. Bankpakke II af 18. januar 2009.<sup>120</sup> Derudover er Økonomi- og Erhvervsministeriet og Nationalbanken løbende kommet med tilkendegivelser i forhold til realkreditinstitutternes betydning for den samfundsmæssige

---

<sup>116</sup> Nationalbanken, Realkredit i USA og Danmark, 2004, s. 116

<sup>117</sup> Nationalbankens Statistikbank, VP-registrerede papirer, særligt om realkredit, februar 2010

<sup>118</sup> Monetære finansielle institutioner

<sup>119</sup> Nationalbankens Statistikbank, Pengeinstitutternes indenlandske ud- og indlån og Realkreditinstitutters indenlandske udlån, februar 2010

<sup>120</sup> Økonomi- og Erhvervsministeriet, Bankpakke II, 2009

stabilitet. Senest gennem Finanstilsynets og Nationalbankens fælles høringsnotat til Baselkomiteen og EU-Kommissionen af 7. april 2010:

*“The Danish mortgage-credit system is of major significance to the entire Danish financial sector and thus also to financial stability in Denmark.”<sup>121</sup>*

Når investorer alligevel indregner en konkurssandsynlighed i prissætningen af danske realkreditobligationer, skyldes det dels spekulation om den statslige indblanding – vil investorerne få deres krav fuldstændig dækket? – og dels ”to big to fail” betegnelsens direkte antitese ”to big to save”. Begrebet ”to big to save” bruges om situationer, hvor et nødlidende selskab på grund af sin størrelse ikke kan reddes af det offentlige. Det bedste eksempel på forholdet er Island, hvor nationalisering af de tre store banker Kaupthing, Landsbanki og Glitnir sendte staten på afgrundens rand.<sup>122</sup>

Det kan ikke afvises, at et nødlidende dansk realkreditinstitut vil falde ind under ”to big to save” betegnelsen. Alene den danske realkreditsektors store udlånsandel og udestående obligationsmasse på mere end 140 % af Danmarks bruttonationalprodukt besværliggør en decideret redning. Endvidere skal det bemærkes, at en konkurssituation – som tidligere beskrevet – sandsynligvis vil udspille sig under stor økonomisk recession og muligvis under et ikke-fungerende interbankmarked. Det er således sandsynligt, at staten ikke vil være i stand til at bryde ind, hvilket i sidste ende kan resultere i realkreditinstitutets konkurs.

### 5.1 Før konkurs

Som tidligere beskrevet vil et realkreditinstituts finansielle vanskeligheder sandsynligvis udspringe af en likviditetsrisiko og/eller kreditrisiko (overfor låntager). Idet realkreditinstituttet er forpligtet til at fortsætte betalingerne til investor, vil instituttet være nødsaget til at dække de øgede kapitalkrav og tab på udlån med træk på egenkapitalen. Betalinger til investorerne kan dog ikke fortsætte indtil egenkapitalen slipper op, idet kreditinstitutter – som tidligere beskrevet – er underlagt et minimums solvenskrav.

---

<sup>121</sup> Finanstilsynet og Nationalbanken, Memorandum af 7. april 2010, s. 1

<sup>122</sup> Børsen, Islandske krone i totalt kollaps, 29. september 2008

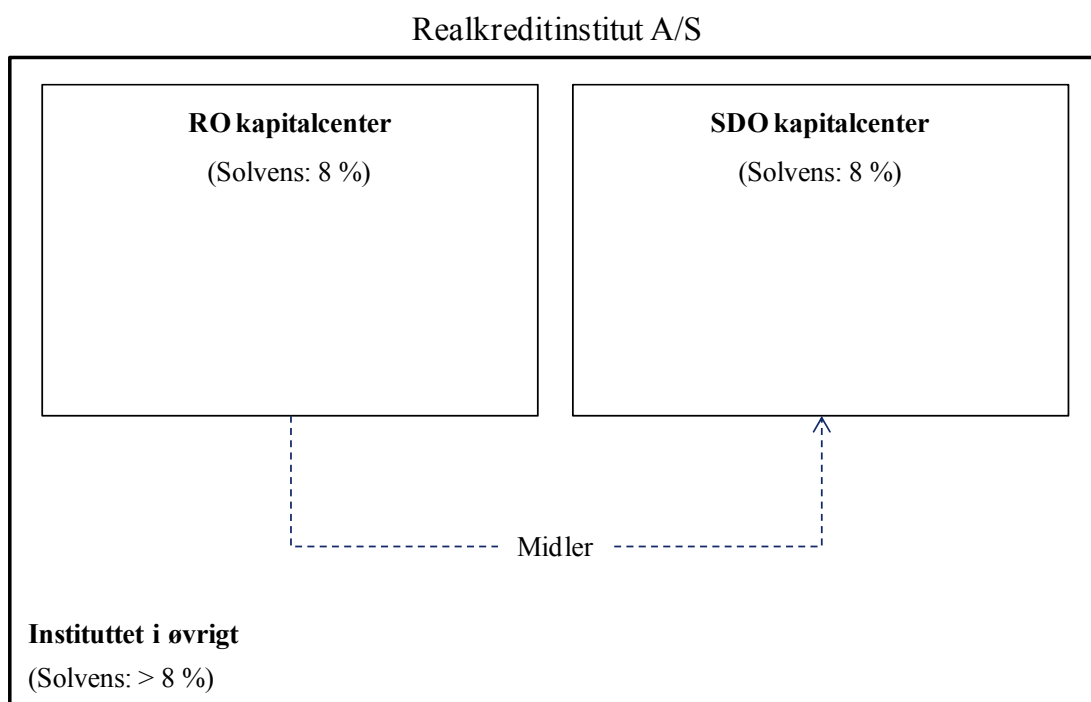
Som udgangspunkt skal alle kreditinstitutters bestyrelse og direktion sikre, at instituttet har tilstrækkelig basiskapital, jf. FIL § 124, stk. 1. Basiskapitalen skal som minimum udgøre 8 % af de risikovægtede poster og nominelt 5 mio. euro jf. henholdsvis FIL § 124, stk. 2, nr. 1 og nr. 2. Udover minimumskravene skal kreditinstituttet selv opføre et individuelt solvensbehov. Det individuelle solvensbehov fastsættes ud fra regler i bekendtgørelse om kapitaldækning<sup>123</sup>. Fastsættelsen sker ud fra en risikovægtning af aktivmassen, således at instituttet normalt vil fremkomme med et solvensbehov højere end solvenskravet. Fremgangsmåden betyder, at der er et procyklisk element i sikkerhedsstillelsen, idet perioder med lavkonjunktur medfører et progressivt stigende solvensbehov.

Finanstilsynet fører løbende tilsyn med kreditinstitutternes solvensopgørelse og kan fastsætte højere individuelle solvenskrav end minimumskravene, jf. FIL § 124, stk. 5. Som beskrevet tidligere skal realkreditinstitutterne overholde solvenskravet i kapitalcentrene såvel som i instituttet i øvrigt, jf. FIL § 124, stk. 8. Realkreditinstituttet er forpligtet til at flytte midler fra instituttet i øvrigt til kapitalcentrene, forudsat at instituttet i øvrigt fortsat vil kunne opfylde solvenskravet, jf. LRR § 26, stk. 2. Det vil altså sige, at realkreditinstituttet kan fordele midler fra instituttet i øvrigt til kapitalcentrene, således at de overholder de individuelle solvenskrav. Derudover kan realkreditinstituttet i vedtægterne eller lånevilkårene fastsætte, at der skal overføres overskydende midler fra et kapitalcenter til instituttet i øvrigt, jf. LRR § 26, stk. 3. I praksis vil realkreditinstituttet benytte muligheden til at fordele midlerne optimalt. Forud for en konkurs vil realkreditinstituttet således overføre midler fra velkonsoliderede kapitalcentre med en overskydende solvens til nødlidende kapitalcentre via instituttet i øvrigt. I tilfælde af en konkurs vil der dermed sjældent være overskydende midler, der overstiger solvenskravet i nogle af kapitalcentrene, herunder også instituttet i øvrigt. Overførslen af midler kan illustreres således:

---

<sup>123</sup> Bekendtgørelse nr. 1470 af 17. december 2009

Figur 14<sup>124</sup>



Realkreditinstituttet har løbende mulighed for at rejse kapital gennem udstedelse af forskellige værdipapirer til diverse formål. Rejsning af fremmedkapital er en almindelig del af realkreditinstituttets drift og kapitalstruktur – det må dog antages, at realkreditinstituttet i særlig grad vil udnytte mulighederne for ekstern kapitalindsydelse i forløbet op til en konkurs.

I forhold til løbende LTV overholdelse må realkreditinstituttet optage lån til brug for den supplerende sikkerhedsstillelse, jf. LRR § 33 e, stk. 1. Det skal fremgå af låneaftalen, hvilket kapitalcenter lånemidlerne kan henføres til, jf. LRR § 33 e, stk. 2. Lånemidlerne skal placeres i aktivtyper efter FIL § 152 c, stk. 1, nr. 1 og 3-7 (guldrandede aktiver) og placeres på særskilt konto, hvorfra de overføres til kapitalcenteret, efterhånden som de anvendes som supplerende sikkerhed, jf. LRR § 33 e, stk. 3. Udstedelsen vil teknisk set være seniorgæld med prioriteret stilling i kapitalcentreret. Normalt vil seniorgæld være usikret ikke efterstillet gæld, hvorfor udstedelse gennem kapitalcentre til brug for supplerende sikkerhedsstillelse i praksis betegnes *junior covered bonds* (JCB).<sup>125</sup>

<sup>124</sup> Egen udarbejdelse

<sup>125</sup> Finanstilsynets afgørelse af 27. august 2009, Lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. § 33e - Senior gæld

Derudover kan realkreditinstituttet optage fremmedgæld til andre kapitalbehov ved udstedelse af almindelig seniorgæld (usikret ikke efterstillet gæld). Som udgangspunkt kan optagelsen kun ske gennem instituttet i øvrigt, hvorefter midlerne skal fordeles pro rata til alle af realkreditinstituttets kapitalcentre jf. bekendtgørelse om serieregnskaber i realkreditinstitutter<sup>126</sup> § 3, stk. 1. Optagelsen har således kun begrænset indflydelse på solvensniveauet i de enkelte kapitalcentre. Dog kan Finanstilsynet dispensere for pro rata fordelingen med hjemmel i bekendtgørelsens § 3, stk. 3, således at midlerne kan henføres til et specifikt kapitalcenter. Derudover har Finanstilsynet i en afgørelse<sup>127</sup> overfor for et realkreditinstitut fortolket lovgivningen således, at der kan optages seniorgæld direkte i kapitalcenteret, jf. en analog fortolkning af FIL § 154, stk. 1, dog uden prioritet stilling i kapitalcenteret. Indehavere af almindelig seniorgæld udstedt fra et kapitalcenter har således alene et simpelt krav mod konkursmassen.

Realkreditinstituttet kan desuden optage lån gennem udstedelse af *ansvarlig lånekapital*. Lånet optages typisk til brug for styrkelse af solvensniveauet. Ansvarlig lånekapital skal være efterstillet al anden ikke efterstillet gæld, jf. FIL § 136, stk. 1, nr. 1. Udstedelsen vil typisk have en løbetid på minimum fem år, jf. FIL § 136, stk. 1, nr. a. I forhold til solvensberegningen skal udstedelsen saldoafskrives med 25 % pro anno tre år før udløb, jf. FIL § 136, stk. 4, således at et gradvist mindre beløb kan benyttes i forhold til solvensberegningen. Udstedelsen vil af samme årsag typisk blive førtidsindfriet tre år før udløb.<sup>128</sup>

Derudover kan realkreditinstituttet optage *hybrid kernekapital*. Hybrid kernekapital har fået sit navn, fordi det er en mellemtning mellem aktiekapital og lånekapital.<sup>129</sup> Udstedelsen skal overholde en række krav, der fremgår af FIL § 132, herunder kan særligt fremhæves kravet i stk. 1, nr. 2 om uendelig løbetid samt stk. 1, nr. 5, der definerer, at långivers krav skal være efterstillet al anden ikke efterstillet gæld samt ansvarlig lånekapital. Indfrielse kan kun ske tidligst efter fem år og kun med Finanstilsynets tilladelse, jf. stk. 1, nr. 4. De forskellige udstedelser kan rangordnes således:

---

<sup>126</sup> Bekendtgørelse nr. 872 af 20. november 1995

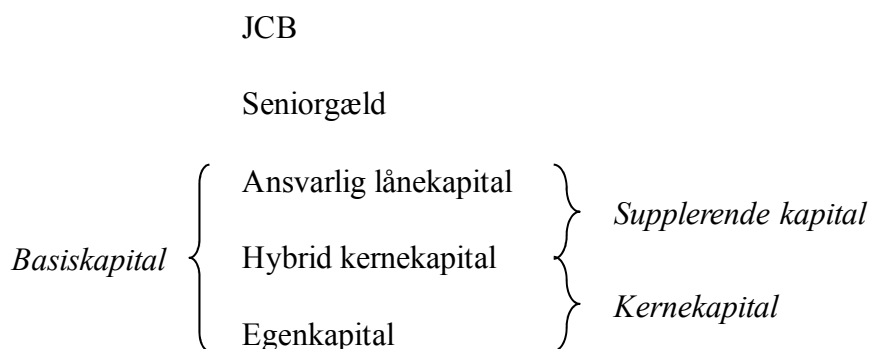
<sup>127</sup> Finanstilsynets afgørelse af 11. marts 2010, Lov om finansiel virksomhed § 154, stk. 1 - Optagelse af kapital i et kapitalcenter - BRFKredit a/s

<sup>128</sup> Bentow, Egenkapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital, Business.dk 2009

<sup>129</sup> Finanstilsynet, Ordforklaring, Hybrid kernekapital, 2010



Figur 15<sup>130</sup>



*Basiskapital* består af egenkapital, hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital, jf. FIL § 128.

*Basiskapitalen* er den kapital, hvorfra realkreditinstituttet beregner sin solvens. *Kernekapital*, der består af realkreditinstituttets egenkapital og hybrid kernekapital, skal minimum udgøre 50 % af *basiskapitalen*, jf. FIL § 135, stk. 3, Karnov note 712, herunder må hybrid kernekapital kun udgøre 50 % af *kernekapitalen*, jf. FIL § 129, stk. 2, forudsat at alle krav til hybrid kernekapital, der følger af FIL § 132 er opfyldt – hvis ikke alle krav er opfyldt, må hybrid kernekapital maksimalt udgøre 35 % af *kernekapitalen*, jf. FIL § 129, stk. 3. *Supplerende kapital* består af ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital, der ikke medregnes i *kernekapitalen* på grund af ovenstående begrænsninger, jf. FIL § 135, stk. 1, nr. 3. *Supplerende kapital* kan af indlysende årsager maksimalt udgøre 50 % af *basiskapitalen*.

Udstedelse af seniorsgæld og JCB vil umiddelbart have en reducerende effekt på realkreditinstituttets samlede solvensniveau – forudsat midlerne ikke placeres i fuldstændig risikofrie aktiver, hvorimod de øvrige udstedelser indgår i *basiskapitalen* og derfor vil bidrage positivt til realkreditinstituttets solvens. Det kan derfor antages, at et nødlidende realkreditinstitut vil forsøge at udstede ansvarlig lånekapital samt hybrid kernekapital op til en konkurs – i det omfang udstedelserne kan afsættes i pengemarkedet. Det vil formentligt blive gradvist sværere (og dermed dyrere i forhold til betaling af renter) at afsætte værdipapirerne i markedet, efterhånden som realkreditinstituttet nærmer sig en konkurs, da långiverne i kraft af deres efterstillede krav påtager sig en forholdsvis stor risiko overfor realkreditinstituttet. Derudover betyder en forholdsvis stor andel af fremmedkapital i

<sup>130</sup> Egen udarbejdelse

basiskapitalen, at realkreditinstituttet bliver særdeles sårbare overfor underskud. Dette skyldes, at realkreditinstituttet ikke kan undlade betalinger på fremmedkapital, som det kan i forhold til egenkapital, hvor aktionærene nødvendigvis må acceptere ikke at få afkast.

I det omfang realkreditinstituttet ikke længere kan rejse kapital til supplerende sikkerhedsstillelse eller realkreditinstituttet strategisk vurderer, at man grundet finansielle vanskeligheder ikke vil kunne rejse den fornødne kapital fremadrettet, vil realkreditinstituttet undlade at stille supplerende sikkerhed, idet man som tidligere beskrevet, risikerer at midlerne bliver bundet i kapitalcenteret. Realkreditinstituttet vil altså undlade at stille supplerende sikkerhed for at bibeholde handlefrihed over den resterende overskudskapital.

Såfremt lovforslaget vedrørende ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. (L 175) bliver vedtaget, kan det antages at realkreditinstituttet vil spekulere i, hvornår det er mest forsvarligt, at undlade at stille supplerende sikkerhed, idet midlerne risikerer at blive bundet i kapitalcenteret ved tilbagefald til RO.

I forløbet op til en konkurs vil realkreditinstituttet, udover de strategiske beslutninger vedrørende instituttets kapitalstruktur, formentlig ændre adfærd over for låntagere. I bestræbelserne på at mindske solvensbehovet vil realkreditinstituttet i udpræget grad fokusere på risikovægtningen af de enkelte udlån. Realkreditinstituttet vil i praksis indføre en mere restriktiv kreditpolitik og afvise nye udlån, der forhøjer solvensbehovet. Derudover vil realkreditinstituttet forsøge at dække de stigende omkostninger til tab på udlån og supplerende sikkerhedsstillelse ved at hæve bidragssatsen.

Bidragssatsen, der er den del af låntagers ydelse, der tilkommer realkreditinstituttet, beregnes som en procentdel af lånets restgæld. For private låntagere har bidragssatsen i de senere år traditionelt set lægget på 0,5 % for alle låntagere ved fuld belåning, hvorimod bidragssatsen på erhvervsudlån bliver individuelt fastsat. Realkreditinstituttet har ret til at ændre bidragssatsen med tre måneders varsel til en termin i hele lånets løbetid. Der er som udgangspunkt ikke noget loft for, hvor meget realkreditinstituttet må hæve bidragssatsen, men der er dog en række betingelser, der skal være opfyldt. Først og fremmest er realkreditinstituttet underlagt de kreditaftaleretlige regler, der følger af kreditaftalelovens<sup>131</sup> (KAL) § 9, stk. 3. Det betyder, at realkreditinstituttet eksplicit skal oplyse

---

<sup>131</sup> Lovbekendtgørelse nr. 157 af 25. februar 2009

om betingelser i lånevilkårene, hvorunder omkostninger i forbindelse med lånet, der kan ændres. I praksis skal lånevilkårene således indeholde et afsnit, der angiver betingelserne for bidragsforhøjelser, jf. bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder<sup>132</sup> § 6, stk. 3.

Nedenfor følger et eksempel på en sådan formulering:

*”Forhøjelse af bidraget kan gennemføres af Nykredit i lånets løbetid som følge af øgede omkostninger, herunder skatter og afgifter, eller tab og nedskrivninger eller i øvrigt, hvis det er ønskeligt for Nykredit af indtjeningsmæssige grunde, herunder – men ikke alene – behov for forbedring af kapitalgrundlaget.”<sup>133</sup>*

Det betyder altså, forudsat realkreditinstituttet kan påvise, at instituttet har stigende omkostninger m.v., som følge af de årsager, der fremgår af ovenstående betingelser, så kan realkreditinstituttet hæve bidraget. Derudover er realkreditinstituttet underlagt de konkurrenceretlige regler, herunder misbrug af dominerende stilling, jf. konkurrenceloven<sup>134</sup> § 11. Endvidere er det relevant at nævne regler omkring åger, der følger af lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område<sup>135</sup> § 31, idet der er et afhængighedsforhold imellem låntager og realkreditinstitut. Realkreditinstituttet kan således ikke hæve bidraget til mere, end hvad åger paragraffen tilsiger.

I forhold til øgede omkostninger grundet kravet om supplerende sikkerhedsstillelse kan realkreditinstituttet tilsvarende hæve bidragssatsen. Realkreditinstituttet må dog ikke pålægge de øgede udgifter på de låntagere, hvis faldende ejendomsværdier har udløst kravet om supplerende sikkerhedsstillelse, jf. LRR § 33 d, stk. 1, 3. pkt.

Der vil udover de lovgivningsmæssige rammer være nogle selvregulerende mekanismer i markedet, der vil begrænse forhøjelsesmulighederne. Det danske realkreditmarked er et konkurrencepræget marked med høj prisgennemsigtighed. Realkreditinstituttet vil, såfremt de hæver bidragssatsen mere end de øvrige kreditinstitutter, risikere en kundeflugt. Kundeflugten vil desuden blive intensiveret af formodentlig faldende obligationskurser langt under kurs 100, der vil gøre det fordelagtigt for

---

<sup>132</sup> Bekendtgørelse nr. 965 af 30. september 2009

<sup>133</sup> Nykredit, Lånevilkår, gyldig fra 1. februar 2010

<sup>134</sup> Lovbekendtgørelse nr. 1027 af 21. august 2007

<sup>135</sup> Lovbekendtgørelse nr. 781 af 26. august 1996

låntager at indfri sit lån og skifte til et andet kreditinstitut. Dette vil dog ikke gælde de låntagere, der er teknisk insolvente eller på anden måde nødlidende, da låntagerne enten på grund af manglende kreditværdighed eller LTV højere end lånegrænsen ikke vil kunne omkonvertere til andet institut, hvorfor det må antages, at det kriseramte realkreditinstitut vil stå tilbage med de dårligste låntagere ved konkurs<sup>136</sup>, den såkaldte dødsspiral. Herudover kan man videre antage at i en situation med lavkonjunktur, hvor en væsentlig andel af realkreditinstitutts låntagere vil være insolvente, vil det være svært at gennemføre en generel bidragsstigning, idet flere ikke vil kunne bære en højere ydelse.

Op til en konkurs vil et realkreditinstitut have stigende omkostninger til tab på udlån og supplerende sikkerhedsstillelse. Det kan derfor antages, at realkreditinstituttet vil have behov for at forøge indtægterne, eksempelvis ved hjælp af forhøjelse af bidragssatsen. Det er dog, som tidligere beskrevet, en forudsætning for bidragsforhøjelse, at realkreditinstituttet kan redegøre for de øgede omkostninger og at de konkurrenceretlige og aftaleretlige regler overholdes. Derudover vil prisgennemskuelighed og låntagernes lave bonitet begrænse realkreditinstitutternes muligheder i forhold til bidragsforhøjelse. Det må dog antages, at realkreditinstituttet vil hæve bidraget maksimalt inden for disse rammer i forløbet op til en konkurs.

Realkreditinstituttets tilstand ved konkursbegæring vil i det hele taget bære præg af et længere forløb i finansielle vanskeligheder. Selve forløbet vil – som tidligere beskrevet – sandsynligvis blive indledt af en voldsom lavkonjunktur og ekstremt faldende ejendomspriser (tilsvarende kartoffelkurskrisen), eventuelt flankeret af et ikke-fungerende interbankmarked (tilsvarende finanskrisen). Realkreditinstituttet vil opleve store tab på udlån og de store tab vil tilmed hæve solvensbehovet betydeligt på grund af risikovægtning. Oveni vil realkreditinstituttet være tvunget til at udstede JCB til brug for at stille supplerende sikkerhed for faldende ejendomsværdier. Realkreditinstituttet vil formentlig opleve udfordringer i forhold til solvensbehovet. Midler vil blive flyttet rundt imellem kapitalcentrene gennem instituttet i øvrigt, således at overkollateral akkurat overholder solvensbehovet. Samtidig vil der blive foretaget maksimal udstedelse af gældsbeviser – i første omgang i form af seniorgæld, senere i form af ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital, der vil styrke basiskapitalen og dermed solvensen. Realkreditinstituttet vil antageligt opgive den løbende LTV overholdelse og obligationerne vil miste deres status som særligt dækkede som følge

---

<sup>136</sup> Østrup, Finansielle kriser, 2008, s. 281

heraf. Realkreditinstituttet vil sideløbende indføre en restriktiv kreditpolitik overfor nyudlån samt hæve bidraget maksimalt overfor nye og eksisterende låntagere. Derudover vil realkreditinstituttet foretage nedskæringer i virksomheden og foretage frasalg af eventuelle sekundære forretningsområder. Hele forløbet vil, afhængig af realkreditinstituttets soliditet, formentlig strække sig over flere år, indtil instituttet er så udmagret, at det ikke kan tåle flere tab.

Realkreditinstituttet vil i sidste ende være i så store finansielle vanskeligheder, at det enten ikke kan overholde solvenskravet eller ikke kan yde betaling til investorer samt øvrige kreditorer.

Vanskelighederne vil resultere i betalingsstandsning og/eller konkurs.

Udover realkreditinstituttet selv kan Finanstilsynet anmelde betalingsstandsning til skifteretten<sup>137</sup>, jf. FIL § 238, stk. 1. Det er dog usandsynligt, at betalingsstandsning vil være relevant i forhold til et realkreditinstitut. I redegørelsen fra udvalget vedrørende udkast til konkursbekendtgørelse fra 1997 fremgår det således, at hensynet til at beskytte investorerne ikke vil have samme relevans som konkursbehandling af realkreditinstituttet.<sup>138</sup> Betalingsstandsning vil således kun være en teoretisk mulighed. Realkreditinstituttets finansielle vanskeligheder vil derfor i praksis føre direkte til anmeldelse af konkurs. Konkursbegæringen kan indgives til skifteretten af enten realkreditinstituttet selv eller af en fordringshaver, herunder investor, jf. konkurslovens<sup>139</sup> (KL) § 17, stk. 1. Herudover kan Finanstilsynet også indgive konkursbegæring, jf. FIL § 234, stk. 1.

## 5.2 Konkursforløbet

Hvis indgivelsen af konkursbegæring fører til afsigelse af konkursdekret beskikker skifteretten efter forhandling med Finanstilsynet en eller flere kuratorer, hvoraf en af kuratorerne skal være jurist, jf. FIL § 234, stk. 3. Det kan antages, at der udover den juridiske kurator bliver udpeget yderligere to kuratorer – en regnskabskyndig og en med særlig indsigt i realkreditforhold. Antagelsen bygger på den nu ophørte bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter<sup>140</sup>, hvori sammensætningen eksplicit fremgår, jf. bekendtgørelsens § 7, stk. 1. Heri fremgår det også, at sammensætningen er et mindstekrav, således at konkurs af større institutter vil kræve yderligere bemanding.

---

<sup>137</sup> For Storkøbenhavn Sø og Handelsretten

<sup>138</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra udvalget vedrørende udkast til bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter, 1997

<sup>139</sup> Lovbekendtgørelse nr. 1259 af 23. november 2007

<sup>140</sup> Bekendtgørelse nr. 646 af 27. august 1998 (HISTORISK)

Kurators overordnede opgave er at varetage konkursboets interesser, det vil sige kreditorernes og i særdeleshed investorenes interesser, jf. KL § 110, stk. 1. Det følger af samme bestemmelse, at kurator skal fremme boets behandling mest muligt. Det må dog antages, at kurator for et realkreditinstitut skal afvige fra denne bestemmelse med lovhjemmel i LRR § 29, stk. 1, der fastslår, at kurator ikke kan betale investorer på et tidligere tidspunkt, end realkreditinstituttet var forpligtet til. Af samme årsag kan afsigelse af konkursdekret ikke af investor gøres gældende som årsag til førtidig indfrielse af realkreditinstituttets betalingsforpligtelser, jf. LRR § 28, stk. 1.

Kurators praktiske opgave består i at simulere et levende realkreditinstitut. Dette fremgår blandt andet af forarbejderne til den nu ophørte bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter. Endvidere kan der henvises til LRR § 29, stk. 2, hvori det fastslås, at konkursboet ikke kan opsig realkreditlån udover, hvad der før var tilladt. Herudover er låntagers rettigheder i forhold til førtidig indfrielse fortsat uændret. Omvendt er kurator forpligtet til i videst muligt omfang at fortsætte betalingerne til investor, jf. LRR § 32, stk. 2. I praksis betyder det, at kurator fortsat skal pleje eksisterende låntagere og fortsætte betalingerne til investor. Kurator kan dog af indlysende årsager ikke foretage nyudlån eller på anden måde udvide forretningen, idet realkreditinstituttets formelle tilladelse til at drive realkreditvirksomhed er inddraget. Det vil således være nødvendigt for kurator at bibeholde det essentielle personale til den fortsatte drift af virksomheden, jf. LRR § 27, Karnov note 158. Øvrige medarbejdere vil blive afskediget i overensstemmelse med KL § 63.

I forhold til låntager vil kurator have nogle problemstillinger:

Først og fremmest vil det være nærliggende for kurator at hæve bidraget i forsøget på at hæve indtægterne og konsolidere boet. Konkursboet kan dog kun hæve bidraget, hvis forhøjelsen er begrundet i markedsmæssige vilkår og der samtidig konstateres et behov for yderligere midler til administration af boet, jf. LRR § 29, stk. 3<sup>141</sup>. Yderligere tab på udlån kan altså ikke alene retfærdiggøre bidragsforhøjelse. Lovgivningen indeholder modsat ingen regler for bidragsnedsættelser, hvorfor man må antage, at kurator vil lade bidraget forblive på det relative høje niveau – fra tidspunktet før afsigelse af konkursdekret.

---

<sup>141</sup> Muligheden blev indført i LRR ved lov nr. 392 af 25. maj 2009 om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love

En anden og meget væsentlig problemstilling er kurators behandling af låntagere med rentetilpasningslån. Problemet består i, at der er formidlet lange udlånsaftaler, der er finansieret med obligationer med kort løbetid. Ved obligationens udløb skal lånet refinansieres med salg af ny obligation – låntager skal herefter betale en rente svarende til refinansieringsobligationens rente. Idet realkreditlåneaftaler, som beskrevet ovenfor, er uopsigelige, er kurator forpligtet til at refinansiere udlånet. Lovgivningen forholder sig ikke til denne problematik og det er således uklart, hvordan kurator skal forholde sig til rentetilpasning. Som udgangspunkt er der dog to tænkelige scenarier: Kurator kan enten dække udlånet med boets egne midler eller foretage en egentlig obligationsudstedelse ud af kapitalcenteret (eller instituttet i øvrigt). Eftersom konkursboet har fået inddraget sin tilladelse til at drive virksomhed og dermed ikke umiddelbart kan udstede obligationer med indirekte pant i fast ejendom, synes det nærliggende at finansiere udlånet med egne midler. Finansiering med egne midler vil praktisk set svare til, at boet erhverver egne obligationer, hvilket ikke nødvendigvis vil påføre boet et tab, men vil trække betydeligt på boets likviditet, herudover vil det være uklart, hvilken rente låntager skal betale fremadrettet. Refinansiering med egne midler synes således ikke at være optimal.

Kurator har til gengæld mulighed for at optage lån til betaling af investor, jf. LRR § 32, stk. 2, 3. pkt. Låneoptagelsen kan dog ikke ske med sikkerhed i eksisterende realkreditpantebreve i kapitalcentret, låneoptagelsen vil således ske ved udstedelse af almindelige obligationer. Det vil således være mest sandsynligt, at kurator vil udstede almindelige obligationer til refinansiering af rentetilpasningslån.

Problematikken omkring refinansiering bliver imidlertid behandlet i det fremsatte lovforslag (L 175). Heri forslås det, at kurator skal kunne udstede refinansieringsobligationer, jf. L 175, § 2, nr. 3, § 32, stk. 2, 3. pkt., med samme sikkerhed, som de obligationer udstedelsen erstatter, jf. L 175, § 2, nr. 4, § 32, stk. 3. Udstedelsen må dog kun ske, når kurator vurderer, at der er ”tilstrækkelige midler” til betaling af krav fra alle kreditorerne, jf. L 175, § 2, nr. 4, § 32, stk. 4. Formuleringen fremstår umiddelbart svag og det kan antages, at kurator vil være tilbageholdende med at benytte beføjelsen. Det må alligevel formodes, at det kan blive kompliceret at afsætte refinansieringsobligationerne i pengemarkedet, idet investor i realiteten vil købe en andel af et konkursbo. Det må hermed forventes, at dette forhold vil afspejle sig i renten på de pågældende

rentetilpasningslån. Idet låntager bærer refinansieringsrisikoen, er lånetypen således særlig risikabel i en konkurssituation.

Refinansiering af tilpasningslån kan under alle omstændigheder kun ske ud fra det pågældende kapitalcenter (eller instituttet i øvrigt), hvorfra lånet er ydet. Dette skal ses i sammenhæng med aktivernes fordeling i konkursboet, hvor der ikke kan ske overførsel af midler mellem kapitalcentre og instituttet i øvrigt efter afsigelse af konkursdekret, jf. LRR § 33. Det betyder, at der ikke længere kan overføres midler fra de velkonsoliderede kapitalcentre til de nødlidende. Dette er særligt relevant for kapitalcentre med en yngre låneportefølje, der vil være mere udsatte overfor teknisk insolvens blandt låntagerne. Omvendt vil kapitalcentre med en moden låneportefølje med lave LTV niveauer være beskyttet mod ”snyltende” kapitalcentre.

Eftersom kapitalcentrene alligevel ikke fungerer i samspil, kunne det være oplagt for kurator at afhænde det velkonsoliderede kapitalcenter og overføre de overskydende midler til det nødlidende eller vice versa. Det kan dog ikke lade sig gøre, som lovgivningen er i øjeblikket, hvilket stemmer overens med den almindelige obligationsretslige grundsætning om, at man kan overdrage en ret, men ikke en pligt – i dette tilfælde betalingsforpligtelsen over for investor. Debtorskifte (salg af kapitalcenter) vil således kræve samtykke fra samtlige investorer. Overdragelse af kapitalcentre til et andet realkreditinstitut er dog ligeledes inkluderet i lovforslaget L 175, hvori det fremgår, at overdragelse af kapitalcentre kan tillades uden kreditorsamtykke. Samtykket er erstattet af indhentning af tilladelse fra økonomi- og erhvervsministeren, jf. L 175, § 2, nr. 6, § 33, stk. 2. Det er dog fortsat ikke muligt at frasælge lån og pantebreve alene.

Kurators primære opgave overfor investorerne er at sikre dem rettidige betalinger. Kurator vil dog blive konfronteret med nogle problemstillinger, i det omfang kurator vurderer, at der ikke med sikkerhed er tilstrækkelige midler til at honorere konkursboets fremtidige betalingsforpligtelser. I så fald skal kurator sikre at midlerne i kapitalcenteret bliver fordelt ligeligt mellem investorerne. Dette er særligt udfordrende i forhold til obligationer med forskellig varighed og betalingsprofil. Kurator kan indledningsvist betale investorer med de tidligere henlagte reservefondsmidler, jf. LRR § 27, stk. 1 og 2. Dette betyder, at hvis kurator betaler obligationsejerne efter obligationens oprindelige betalingsprofil, så vil indehavere af obligationer med kort varighed få en forholdsmeæssig stor andel af deres krav dækket med reservefondsmidler, hvorimod indehavere af obligationer med lang



varighed vil få en beskeden andel af reservefondsmidlerne. Indehavere af obligationer med lang varighed vil således blive ringere stillet end indehavere af kortere obligationer – og det vil dermed bryde med princippet om ligelig fordeling af midler. Hensynstagen til ligelig behandling af investorer betyder antageligvis, at kurator er nødsaget til at betale alle obligationsejere efter samme betalingsprofil. Eftersom konkursboet modtager løbende terminsbetalinger fra låntager, vil kurator være tvunget til at lade de lange obligationer definere betalingsprofilen. En indehaver af en kort obligation vil således overgå til en betalingsprofil svarende til en lang obligation. Kurator vil dermed løbende kunne betale investorer en forholdsmæssig lige del af deres krav. Dette imødegår samtidig problemstillingen omkring refinansiering af rentetilpasningslån, idet kurator i realiteten ikke vil betale hele ydelsen ved tilpasningsobligationens oprindelige udløb. Det må videre antages, at indehavere af obligationer med kort varighed bliver kompenseret for den ændrede betalingsprofil – eventuelt med en form for morarenter. Det er dog uklart, hvornår disse kompensationsbetalinger vil finde sted og med hvilken prioritetsstilling de vil indgå med i konkursboet.

Hvis der ikke er tilstrækkelige midler til at fyldestgøre investorernes fulde krav ved kuponbetaling, skal kurator betale renter før afdrag, jf. LRR § 32, stk. 2, 2. pkt. Bestemmelsen følger almindelige obligationsretlige regler om, at debitor for en fordring ikke kan vælge på hvilken del en betaling skal afskrives<sup>142</sup> – i modsat fald ville kurator kunne bestemme, at betalingen bestod af afdrag frem for renter og dermed fratage investor fremtidige rentebetalinger (renter af restgælden).

### 5.3 Prioritetsstilling i konkursboet

I forhold til prioritetsstilling iblandt konkursboets kreditorer kan kurator ikke betragte boet som én sammenhængende konkursmasse. Kurator skal således behandle krav imod kapitalcentre, instituttet i øvrigt samt den øvrige konkursmasse særskilt. Kurator skal først og fremmest forsøge at sikre investorernes krav mod det pågældende kapitalcenter.

Et kapitalcenter kan som tidligere beskrevet betragtes som et ”på balancen” SPV. Dette indebærer, at kapitalcenteret skal behandles som et individuelt konkursbo. Kapitalcenteret er dermed forpligtet til at afholde udgifter til konkursboets behandling, herunder kurator, personale m.v. I praksis vil

---

<sup>142</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra udvalget vedrørende udkast til bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter, 1997

kapitalcenteret således betale en forholdsmæssig andel af hele realkreditinstituttets konkursbo, fordelingen vil ske ud fra serieregnskabsbekendtgørelsens fordelingsnøgle.<sup>143</sup>

Efter betaling af konkursboets behandling har indehavere af RO eller SDO en separatiststilling til henholdsvis RO- eller SDO kapitalcenterets resterende midler, herunder krav på de fra konkursdekrets afsigelse påløbende renter, jf. LRR § 27, stk. 1. Fordelingen af midlerne skal, som tidligere beskrevet, fordeles ligeligt. Indehavere af SDO har endvidere krav på eventuelle overskydende midler optaget til brug for kravet om at stille supplerende sikkerhed, jf. LRR § 27 b, der i henhold til LRR § 33 e, stk. 3, 2. pkt. er placeret på særskilt konto. Efter RO- eller SDO indehavernes krav er blevet fyldestgjort, har krav, der er opstået som følge af låntagernes krav på at få udbetalt en andel af seriereservefonden<sup>144</sup>, jf. LRR § 25, stk. 2, fortrinsret til midlerne, jf. LRR § 27, stk. 1, 2. pkt. Hvad angår SDO kapitalcenteret, så har indehavere af JCB, optaget til brug for at stille supplerende sikkerhed, fortrinsret til kapitalcenterets resterende midler, jf. § 27, stk. 1, 3. pkt., samt overskydende lånemidler optaget til brug for supplerende sikkerhedsstillelse, jf. LRR § 27 b, 2. pkt. Øvrige overskydende midler i kapitalcenteret indgår herefter i den samlede konkursmasse, jf. LRR § 27, stk. 1, 4. pkt.

Midler fra kapitalcenteret kan først føres videre, når alle betalingsforpligtelser overfor investorerne er blevet fyldestgjort eller kurator vurderer, at der er tilstrækkelig bonitet i de tilbageværende låntagere til at dække de fremtidige betalinger til de øvrige investorer. Det er imidlertid tvivlsomt, hvorvidt kurator vil foretage sidstnævnte disposition, idet kurators væsentligste formål i forhold til afvikling af et kapitalcenter er at sikre, at investor får sine betalinger. Kurator vil således løbe en unødigt risiko ved at afgive midler til konkursmassen fra kapitalcenteret, før alle betalinger til investorerne er foretaget. Det kan således videre antages, at konkursboet i realiteten kan være indtil sidste lån er indfriet.

Det skal hertil bemærkes, at indehavere af SDO bevarer sin konkursretlige stilling i forhold til de midler, der er indskudt i kapitalcenteret til brug for supplerende sikkerhed, selvom obligationerne har mistet deres status som særligt dækkede. Tilsvarende gælder dækning af gæld, som er optaget til

---

<sup>143</sup> Finanstilsynet, Redegørelse fra udvalget vedrørende udkast til bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter, 1997

<sup>144</sup> Sådanne krav har ikke været gjort gældende for lån optaget efter 1972

brug for at stille supplerende sikkerhed, men som endnu ikke er indskudt i kapitalcenteret, jf. LRR § 27 a, stk. 1.

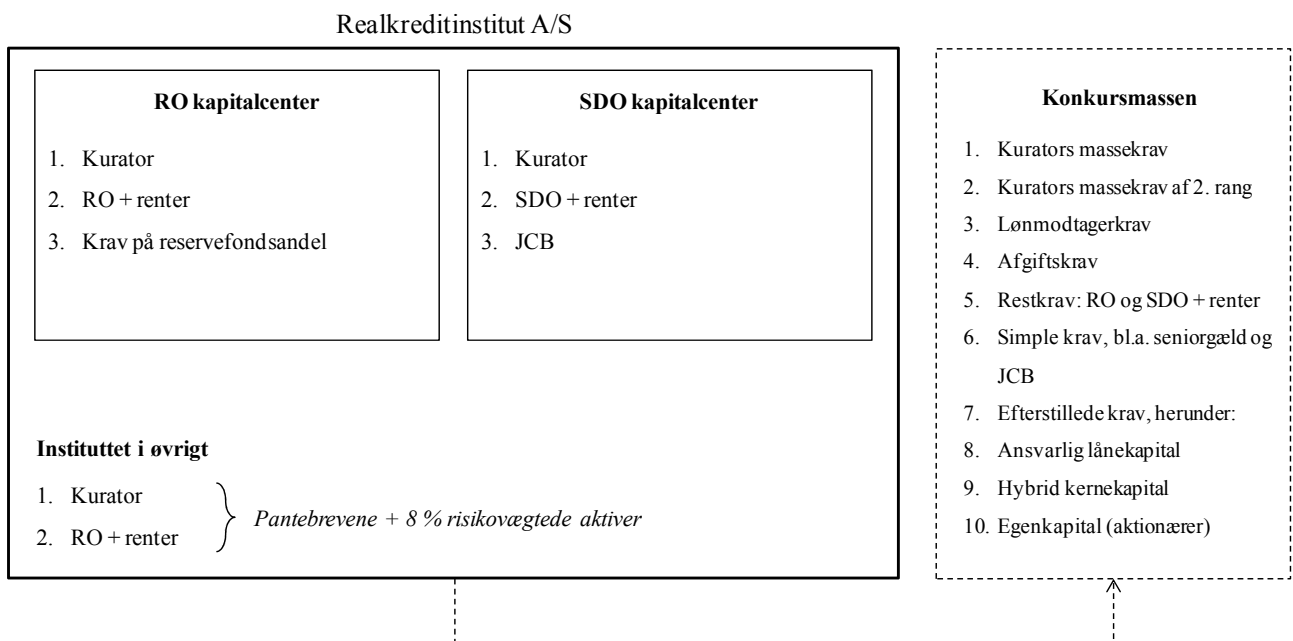
Hvad angår prioritetsstillingen i instituttet i øvrigt, skal der ligeledes først afholdes forholdsmæssige udgifter til konkursboets behandling, jf. LRR § 27, stk. 2. Dernæst dækkes krav, herunder krav på de fra konkursdekrets afsigelse påløbende renter, fra indehavere af RO, jf. § 27, stk. 2. Det skal i øvrigt bemærkes, at der kun kan udstedes RO fra instituttet i øvrigt, idet SDO skal udstedes fra særskilte serier med seriereservefond (kapitalcentre), jf. LRR § 33 a, stk. 2. RO indehaverne har imidlertid kun fortrinsret til midler i instituttet i øvrigt svarende til pantebreve samt 8 % af pantebrevenes risikovægtede værdi ved afsigelse af konkursdekret, jf. LRR § 27, stk. 2, 2. pkt. Overskydende midler i instituttet i øvrigt indgår herefter i konkursmassen, jf. LRR § 27, stk. 2, 3. pkt. Også her må det antages, at kurator vil afvente indfrielse af alle obligationer, før der bliver videreført overskydende midler til konkursmassen.

Såfremt krav rettet mod henholdsvis kapitalcenterne og/eller instituttet i øvrigt ikke bliver fyldestgjorte, kan der rettes et restkrav mod konkursmassen. Konkursmassen anvendes til betaling af krav i overensstemmelse med reglerne i KL kapitel 10, jf. LRR § 31.

Konkursmassens midler skal først og fremmest dække kurators massekrav, jf. KL § 93, dernæst dækkes konkursboets øvrige massekrav, jf. KL § 94 og efterfølgende dækkes lønmodtagerkrav, jf. KL § 95. Herefter skal afgiftskrav dækkes, jf. KL § 96. Det fremgår af LRR § 31, at restkrav, herunder påløbne renter, fra indehavere af RO og SDO skal betales i lige forhold efter de i KL § 96 nævnte krav, men før de i KL § 97 nævnte fordringer. Det skal hertil bemærkes, at indehavere af RO og SDO – ganske enestående – har fortrinsret overfor krav som blandt andet selskabsskat. Efterfølgende dækkes de i KL § 97 nævnte krav, de såkaldte simple krav. Heri indgår alle øvrige fordringer på lige fod (bortset fra fordringer på efterstillede krav), herunder krav fra indehavere af seniorgæld og JCB. Slutteligt dækkes efterstillede krav, deriblandt ansvarlig lånekapital, jf. FIL § 136, stk. 1, nr. 1, hybrid kernekapital, jf. FIL § 132, stk. 1, nr. 5, samt egenkapital (krav fra aktionærer) i prioriteret rækkefølge.

Ud fra ovenstående redegørelse kan kravenes prioritering skitseres således:

Figur 16<sup>145</sup>



#### 5.4 Investors retstilling

Som ovenstående illustrationen viser, er investors retsstilling i konkursboet sikret over to omgange, først i kapitalcenteret dernæst i konkursmassen.

I forhold til kapitalcentererne, herunder også instituttet i øvrigt – som kan betragtes som et selvstændigt RO kapitalcenter, hvor aktiverne består af realkreditpantebreve samt 8 % af de risikovægtede aktiver – har investor et krav mod en stærk modpart. Kapitalcentererne har været underlagt et balanceprincip, der har bevirket, at de eksisterende forpligtelser i vidt omfang modsvares af det eksisterende udlån. Én-til-én sammenhængen gælder dog ikke ved rentetilpasningslån, hvor afsigelse af konkursdekret kan medføre, at der ikke længere kan ske refinansiering med salg af nye obligationer med indirekte pant i fast ejendom, investor påtager sig således muligvis en refinansieringsrisiko i forhold til rentetilpasningslån. Balanceprincippet betyder dog, at der ikke er nogen væsentlig rente-, valutakurs- eller optionsrisici, hvorfor investor i tilfælde af konkurs alene er eksponeret overfor kreditrisiko (overfor låntager).

<sup>145</sup> Egen udarbejdelse

Kreditrisikoen er endvidere begrænset gennem LRR §§ 5-7, der fastsætter belåningsgrænser samt LRR §§ 10-14, der fastsætter regler for værdiansættelse og udmåling af realkreditlån. Det er således rimeligt at antage, at den tilbageværende aktivmasse i kapitalcenteret har en vis værdi. Værdien afhænger dog af det gennemsnitlige LTV niveau i kapitalcenteret, der antageligvis er lavere for et ældre institut, hvor låntagere har afdraget en relativ større del af gælden og hvor der muligvis er sket betydelig ejendomsværdistigning gennem årene. Derudover betyder balanceprincippet krav til overkollateral, at kurator kan foretage betalinger til investor med reservefondsmidler samt midler deponeret til brug for at stille supplerende sikkerhed. Afsigelse af konkursdekret fjerner dermed krav til at stille overkollateral, herunder supplerende sikkerhed. Likviditetsrisikoen i forbindelse hermed er således elimineret.

I praksis betyder dette, at investor har krav mod et kapitalcenter, der indeholder realkreditpantebreve svarende til den udestående obligationsmængde samt reservefondsmidler svarende til minimum 8 % af de risikovægtede aktiver. Herudover vil der for et SDO kapitalcenter sandsynligvis også være indskudt midler som supplerende sikkerhed i henhold til LRR § 33 d. Overkollateralen vil således være højere end i et tilsvarende RO kapitalcenter.

I forhold til et SDO kapitalcenter, hvor der løbende er stillet supplerende sikkerhed for stigende LTV niveauer, vil der udover indehavere af SDO muligvis også være indehavere af JCB iblandt kreditorerne. Indehaverne af JCB vil have krav på de overskydende midler efter fyldestgørelse af SDO indehaverne i kapitalcenteret, herunder midler deponeret til brug for supplerende sikkerhedsstillelse.

Investor har således i forhold til kapitalcenteret et krav mod et konkursbo med lav risiko og fri kapital efter frigørelse af reservefondsmidler og ophævelse af kapitalkrav, herunder krav om supplerende sikkerhedsstillelse. Derudover viser historiske erfaringer fra realkreditbranchen, at der vil være meget stor sandsynlighed for, at der over tid vil ske genopretning af boet (kapitalcenteret).<sup>146</sup> Sandsynligheden taler således for, at investor vil få hele sit krav dækket i kapitalcenteret. Hvis dette mod forventning ikke sker, kan investor, som tidligere beskrevet, rette et krav mod konkursmassen.

---

<sup>146</sup> Lovforslag nr. L 175, Folketinget 2009/10, fremsat den 26. marts 2010, afsnit 2.8.2

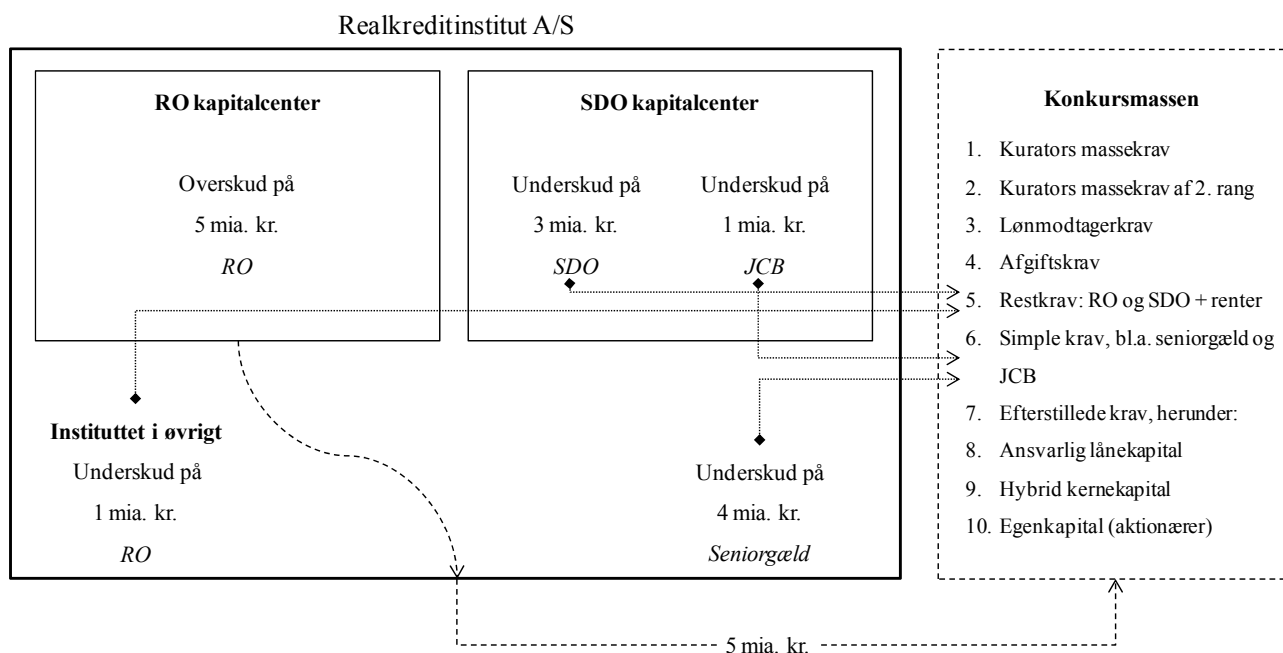
Konkursmassen indeholder alle overskydende midler fra instituttet i øvrigt, herunder eventuelle overskydende midler fra øvrige kapitalcentre. Indehavere af SDO eller RO fra underskudsgivende kapitalcentre får således indirekte adgang til midler fra overskudsgivende kapitalcentre. Indehavere af JCB kan ligeledes rette et restkrav mod konkursmassen, kravet vil dog kun rangere pari passu med øvrige simple kreditorer, herunder indehavere af seniorgæld.

I et tænkt eksempel af konkursbehandlingen af Realkreditinstitut A/S med to kapitalcentre (ét RO og ét SDO) og udstedelse ud af instituttet i øvrigt gælder følgende:

- Overskydende midler i RO kapitalcenteret udgør 5 mia. kr.
- Restkrav fra SDO kapitalcenteret udgør 2 mia. kr.
- Herudover er der udstedt JCB ud af SDO kapitalcenteret for 1 mia. kr.
- Restkrav fra instituttet i øvrigt udgør 1 mia. kr.
- Herudover er der udstedt seniorgæld ud af instituttet i øvrigt for 4 mia. kr.
- Omkostninger til kurators massekrav, kurators massekrav af 2. rang, lønmodtagerkrav og afgiftskrav i konkursmassen udgør 1 mia. kr.
- Krav fra simple kreditorer udover krav fra indehavere af seniorgæld og JCB udgør 1 mia. kr.

Forholdene kan illustreres således:

Figur 17<sup>147</sup>



Som ovenstående figur viser, vil der i konkursmassen være overskydende midler for 5 mia. kr., som stammer fra RO kapitalcenteret. Først skal konkursordenens første fire krav på i alt 1 mia. kr. dækkes, hvorefter der vil være 4 mia. kr. til at dække restkravet fra RO og SDO på i alt 3 mia. kr. Den resterende 1 mia. kr. overgår til de simple kreditorer, der har et samlet krav på 6 mia. kr. mod konkursmassen. Midlerne skal fordeles i lige forhold, jf. KL § 97. Det betyder altså, at indehavere af seniorgæld og JCB kun vil blive fyldestgjorte for 1/6 af deres krav. De øvrige kreditorer, herunder eventuelle indehavere af ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital, vil ikke få deres krav dækket.

Fordeling af midlerne kan opgøres således:

<sup>147</sup> Egen udarbejdelse

Figur 18<sup>148</sup>

Overskydende midler	5 mia. kr.
1. Kurators massekrav	} 1 mia. kr.
2. Kurators massekrav af 2. rang	
3. Lønmodtagerkrav	
4. Afgiftskrav	
5. Restkrav: RO og SDO + renter	3 mia. kr.
<i>Tilbageværende midler</i>	1 mia. kr.
6. Simple krav, bl.a. seniorgæld og JCB	1 mia. kr.
<i>Tilbageværende midler</i>	0 kr.
7. Efterstillede krav, herunder:	-
8. Ansvarlig lånekapital	-
9. Hybrid kernekapital	-
10. Egenkapital (aktionærer)	-

Det skal hertil bemærkes, at såfremt investor ikke får sit krav fyldestgjort i kapitalcentreret, så bibeholder investor en fortrinsret til overskydende midler i konkursmassen. Det kan således konkluderes, at investor har en særdeles fordelagtig retsstilling i konkursboet efter et realkreditinstitut og formodentlig gode muligheder for at få sit fulde krav dækket.

### 5.5 Sammenfatning

Realkreditinstitutter kan betegnes som ”to big to fail”, idet realkreditsektoren samlede størrelse og de enkelte institutters betydning for det danske udlånsmarked betyder, at det vil få omfattende samfundsmæssige konsekvenser at lade et realkreditinstitut gå konkurs. Omvendt kan der også argumenteres for, at visse realkreditinstitutter er ”to big to save”. Det er således sandsynligt, at staten ikke vil være i stand til at bryde ind, hvis et realkreditinstitut havner i finansielle vanskeligheder – særligt i forbindelse med en ekstrem lavkonjunktur, hvor staten også er ramt.

Realkreditinstitutts tilstand ved konkursbegæring vil bære præg af et længere forløb i finansielle vanskeligheder. Forløbet vil blive indledt af en voldsom lavkonjunktur og vil medføre store tab på udlån og herigennem en stigning i solvensbehov. Derudover vil et SDO udstedende realkreditinstitut være tvunget til at stille supplerende sikkerhed for faldende ejendomsværdier. I

<sup>148</sup> Egen udarbejdelse



forhold til overholdelse af solvenskravet vil instituttet været nødsaget til at flytte midler rundt mellem kapitalcentrene via instituttet i øvrigt og samtidig foretage udstedelser af efterstillet gæld. Realkreditinstituttet vil ligeledes opgive den løbende LTV overholdelse – SDO vil miste sin betegnelse som særligt dækkede. Realkreditinstituttet vil sideløbende indføre en restriktiv kreditpolitik og samtidig hæve bidraget til det maksimale samt foretage nedskæringer og frasalg af sekundære forretningsområder. Handlingsforløbet vil formentlig gentage sig i en ond spiral, indtil realkreditinstituttet ikke længere kan overholde sine forpligtelser.

Det er ikke sandsynligt, at et realkreditinstitut vil gå i betalingsstandsning, idet betalinger til investorer i realiteten ikke kan fraviges. Konkursbegæring skal indgives af enten realkreditinstituttet selv, Finanstilsynet eller instituttets kreditorer. Ved afsigelse af konkursdekret vil skifteretten efter forhandling med Finanstilsynet beskikke en eller flere kuratorer. Kurators overordnede opgave er at varetage konkursboets interesser og i særdeleshed investorernes. Kurators praktiske opgave består i at simulere et levende realkreditinstitut, dog uden nyudlån og muligvis nyudstedelser, hvilket problematiserer refinansiering af rentetilpasningslån.

Kurators primære opgave overfor investorerne er at behandle dem ligeligt og sikre dem rettidige betalinger. Dette indebærer, at kurator, såfremt det vurderes, at der ikke med sikkerhed er tilstrækkelige midler i kapitalcenteret til at honorere samtlige investorer, skal udbetale midler efter samme betalingsprofil, således at indehavere af korte obligationer vil modtage betalinger svarende til betalingsforløbet på en lang obligation. Indehavere af korte obligationer vil således ikke være bedre stillet end indehavere af lange obligationer, medmindre der sker refinansiering. Er der ikke tilstrækkelige midler til at fyldestgøre investorernes krav ved kuponbetaling, skal kurator betale renter før afdrag.

Kapitalcenteret skal reelt behandles som et individuelt konkursbo og skal således afholde udgifter til konkursboets behandling efter en pro rata fordeling. Efterfølgende har indehavere af RO eller SDO en separatiststilling til kapitalcenterets midler, herunder fondsreservemidler og supplerende sikkerhedsstillelse. Eventuelle overskydende midler fra kapitalcenteret overgår til den samlede konkursmasse. Såfremt investor ikke kan få sit krav fyldestgjort af kapitalcenteret, kan der rettes et restkrav mod konkursmassen. Underskudsgivende kapitalcentre kan således afdække tab med indirekte overførsel fra overskudsgivende kapitalcentre. Indehavere af JCB kan tilsvarende rette et

krav mod kapitalcenteret og dernæst konkursmassen, hvor de rangerer pari passu med øvrige simple kreditorer, herunder indehavere af seniorgæld. Efterfølgende dækkes de efterstillede kreditorer.

Det kan derfor konkluderes, at investor har en særdeles fordelagtig retsstilling i konkursboet efter et realkreditinstitut og formodentlig gode muligheder for ikke at lide tab som følge af realkreditinstituttets konkurs.

## **Kapitel 6: Konklusion**

Ved indførelsen af europæisk kapitalmarkedslovgivning i dansk realkreditlovgivning i 2007 blev en ny risiko introduceret i de danske realkreditinstitutter. Ændringerne medførte et brud med det klassiske realkreditsystem, hvor henholdsvis værdistigning og værditab gensidigt blev videreført mellem låntager og investor via realkreditinstituttet. Helt specifikt stiller den nye SDO lovgivning krav om løbende LTV overholdelse, der medfører, at institutterne skal stille supplerende sikkerhed for faldende ejendomsværdier. De nye krav påfører således udstederen en likviditetsrisiko i form af afhængighed til et velfungerende pengemarked.

Investor skal således forholde sig til både kreditrisiko (overfor låntager) samt likviditetsrisiko, når den samlede konkurssandsynlighed skal vurderes. Ved sammenligning af statsobligationer og realkreditobligationer kan det endvidere konstateres, at investor forholder sig til en egentlig konkursrisiko. Det er således ikke usandsynligt – ud fra en markedsbetragtning – at et dansk realkreditinstitut kan gå konkurs og at investor kan lide tab som følge heraf.

I realiteten er scenariet omkring et realkreditinstituts konkurs dog frem for alt teoretisk funderet. De danske realkreditinstitutter vil falde ind under betegnelsen ”to big to fail” og vil formentlig modtage statshjælp ved finansielle vanskeligheder. Derudover er realkreditsystemet understøttet af en række elementer, der begrænser konkursrisikoen, herunder balanceprincip og opbygning.

Både det overordnede og det specifikke balanceprincip sikrer, at realkreditinstituttet fortsat ikke kan påtage sig nogen væsentlig risiko, udover naturligvis kreditrisiko (overfor låntager) og likviditetsrisiko i forhold til supplerende sikkerhedsstillelse. Kreditrisikoen er i øvrigt begrænset gennem specifik lovgivning omkring kreditvurdering og ejendomsværdiansættelse, endvidere har realkreditinstituttet mulighed for at hæve bidragssatsen, hvis der konstateres tab.

De danske realkreditinstitutters obligationsudstedelser sker ud fra kapitalcentre, der kan betragtes som ”på balancen” SPV’er. Kapitalcentrene er således ikke en integreret del af konkursboet. Opbygningen betyder, at investor i tilfælde af realkreditinstituttets konkurs først har en separatiststilling til kapitalcenterets midler og efterfølgende en fortrinsret til midlerne i konkursmassen. Både kapitalcentrene og instituttet i øvrigt skal overholde et solvenskrav.

Solvenskravet sikrer, at der er en væsentlig ”kapitalbuffer” til investor. SDO kapitalcentre indeholder udover det lovpligtige solvenskrav også supplerende sikkerhedsstillelse. Den supplerende sikkerhedsstillelse øger realkreditinstituttets konkursrisiko, men styrker investors pantsikkerhed. Indehavere af SDO synes dermed at have en større sikkerhed end indehavere af RO.

I tilfælde af konkurs vil kurators primære opgave være at varetage kreditorernes og særligt investorernes interesser og i videst muligt omfang sikre dem rettidige betalinger. Det fremgår ikke direkte af lovgivningen, hvordan kurator skal forholde sig til refinansiering samt forskelle i betalingsprofil på obligationer. Refinansiering vil formentlig ske ved udstedelse af almindelige obligationer, mens varighedsproblematikken antageligvis vil blive løst ved at foretage kuponbetalinger efter samme betalingsprofil. Omlægningen sikrer indehavere af realkreditobligationer forholdsmæssigt lige andele af reservefondsmidlerne. Omlægningen kan dog være til skade for indehavere af korte obligationer, hvorfor man må forvente en form for kompensation.

Samlet set kan det konstateres, at det danske realkreditsystem på trods af lovændringer er solidt funderet. Skulle det dog ske, at et realkreditinstitut imod forventning går konkurs, så har investor en fordelagtig prioritetsstilling. Sandsynligheden taler for, at investor vil få hele sit krav dækket i kapitalcenteret. Hvis dette mod forventning ikke sker, kan investor rette et krav mod konkursmassen, der formentligt vil indeholde overskydende kapital.

Det kan hermed konkluderes, at investors retsstilling i tilfælde af realkreditinstituttets konkurs er særdeles fordelagtig med stor sandsynlighed for fyldestgørelse.

## Litteraturliste

- Andersen, Torben M., Linderoth, Hans, Smith, Valdemar og Westergård-Nielsen, Niels: Beskrivende dansk økonomi, 3. udgave, 2008, HandelsVidenskab
- Andersen, Lennart Lyng og Werlauff, Erik: Kreditretten, 4. udgave, 2005, Forlaget Thomson A/S
- Aqraou, Jacob: Finansieringsteori, 1. udgave, 1997, Samfundslitteratur
- Bodie, Zvi, Kane, Alex og Marcus, Alan J.: Investments, 8. Udgave, 2009, McGraw-Hill International
- Bomgaard, Lotte og Laustsen, Kim, Realkreditfinansiering og det danske balanceprincip, 2009, Finans/Invest 6/09
- BRFkredit A/S: BRFkredit realkreditobligationer – første introduktion, 2010:  
[http://www.brf.dk/C1256F5C005ADF31/alldocs/DOCJWIK-5LUJ3E#intro\\_funding](http://www.brf.dk/C1256F5C005ADF31/alldocs/DOCJWIK-5LUJ3E#intro_funding)
- Business.dk: Bentow, David: Egenkapital, hybrid kernekapital og supplerende kapital, 19. januar 2009:  
<http://www.business.dk/finans/fakta-egenkapital-hybrid-kernekapital-og-supplerende-kapital>
- Børsen: Islandske krone i totalt kollaps, 29. september 2009:  
<http://borsen.dk/investor/nyhed/141489/>
- Christensen, Michael: Obligationsinvestering, 7. udgave, 2009, Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Dahl, Henrik, Hvidegaard, Claus og Jørgensen, Henrik: Hvordan fordamper OAS? Volatilitetsbias i realkreditmodeller, 2009, Finans/Invest 6/09
- Den Store Danske: Kartoffelkuren, 2010:  
[http://www.denstoredanske.dk/Samfund,\\_jura\\_og\\_politik/Økonomi/Pengeinstitutter\\_mv./Kartoffelkuren](http://www.denstoredanske.dk/Samfund,_jura_og_politik/Økonomi/Pengeinstitutter_mv./Kartoffelkuren)
- European Covered Bond Council: European Covered Bond Fact Book, 2009
- Finanstilsynet: Afgørelse: Lov om finansiel virksomhed § 154, stk. 1 – Optagelse af kapital i et kapitalcenter – BRFkredit a/s, 11. marts 2010
- Finanstilsynet: Afgørelse: Lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. § 33e – Senior gæld, 27. august 2009
- Finanstilsynet: Beretning fra Finanstilsynet – Tilsynet med Realkreditinstitutter, 1989
- Finanstilsynet: Beretning fra Finanstilsynet – Tilsynet med Realkreditinstitutter, 1990

- Finanstilsynet: Beretning fra Finanstilsynet – Tilsynet med Realkreditinstitutter, 1991
- Finanstilsynet, Høringsnotat vedrørende lovforslag på det finansielle område, 22. marts 2010
- Finanstilsynet: Ordforklaringer, balanceprincippet:  
<http://www.finanstilsynet.dk/da/Ordforklaring/Balanceprincip.aspx>
- Finanstilsynet: Ordforklaringer, hybrid kernekapital:  
<http://www.finanstilsynet.dk/da/Ordforklaring/Hybrid-kernekapital.aspx>
- Finanstilsynet: Redegørelse fra arbejdsgruppen om konkursregler i realkreditloven, 6. september 1991
- Finanstilsynet: Redegørelse fra udvalget vedrørende udkast til bekendtgørelse om konkursbehandling m.v. af realkreditinstitutter, 2. september 1997
- Finanstilsynet og Nationalbanken: Memorandum, Danish Mortgage Credit and International Regulation, 7. april 2010
- Gregersen, Kim: Nyt lån med 30 år uden afdrag, 2007:  
<http://www.bolius.dk/nyheder/artikel/nyt-laen-med-30-aar-uden-afdrag/>
- Grosen, Anders: Mere åbenhed om bankernes risikoeksponering, 2008, Finans/Invest 1/08
- Laustsen, Kim: Realkreditfinansiering og SDO-lovgivningens krav om løbende overholdelse af lånegrænsen, 2009, Finans/Invest 7/09
- Meding, Frederik: Hamonisering og konvergens – på realkreditområdet, 1. udgave, 2009, Thomson Reuters Professional A/S
- Moody's Investor Service: Moody's Investor Service, Rating Methodology, Danish Mortgage Bonds, maj 2002
- NASDAQ OMX Copenhagen A/S: Regler for udstedere af obligationer, 1. juli 2008
- Nationalbanken: Finansiell stabilitet 1. halvår, 2009
- Nationalbanken: Gosvig, Mads: Rentespændet mellem realkredit- og statsobligationer, Kvartalsoversigt, 4. kvartal 1997, s. 47-57
- Nationalbanken: Kjeldsen, Kristian: Realkredit i USA og Danmark, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2004, s. 111-121
- Nationalbanken: Lybek, Tonny: Årsager til renteforskelle mellem realkredit- og statsobligationer, Kvartalsoversigt, 1. kvartal 1992, s. 18-25
- Nationalbanken: Thomsen, Jens: Rente og risiko, Kvartalsoversigt, 3. kvartal 2005, s. 31-40

- Nationalbankens Statistikbank, Pengeinstitutternes indenlandske ud- og indlån fordelt på indlånsformer og sektor og Realkreditinstitutters indenlandske udlån fordelt på sektor og valuta, februar 2010
- Nationalbankens Statistikbank: Rentesafer og aktieindeks (årsobservationer) efter instrument, land og opgørelsesmetode, 2010
- Nationalbankens Statistikbank: VP-registrerede papirer, særligt om realkredit, februar 2010
- Nielsen, Anton Holmgaard: Tinglysning af de populære rentetilpasningslån, 2001, Ugeskrift for Retsvæsen, UfR.2001B.42
- Nykredit Realkredit A/S: Danish covered bonds, 2008
- Nykredit Realkredit A/S: Danish covered bonds, 2009
- Nykredit Realkredit A/S: Forskellen mellem obligationslån og kontantlån, 2010:  
<http://www.nykredit.dk/erhverv/info/realkredit/forskellen-mellem-obligationslaan-og-kontantlaan.xml>
- Nykredit Realkredit A/S: Lånevilkår, gyldig fra 1. februar 2010
- Realkreditrådet: Den klassiske danske realkreditmodel, oktober 2009
- Realkreditrådet: Kreditvurdering, 2010:  
<http://www.realkreditraadet.dk/Realkreditlån/Låneoptagelse/Kreditvurdering.aspx>
- Realkreditrådet, Pari-aftalen, 20. februar 2006
- Realkreditrådet, Realkreditfinansiering i Danmark, maj 2005
- Realkreditrådet: Realkreditlovgivningen, 2010:  
<http://www.realkreditraadet.dk/Branchen/Realkreditlovgivningen.aspx>
- Realkreditrådet: Udlånsstatistik: Realkreditudlånet med tabelmateriale og figurer, 4. kvartal 2009
- Realkreditrådet og Realkreditforeningen: Overtagne ejendomme, 2010:  
[http://www.realkreditraadet.dk/Statistikker/Overtagne\\_ejendomme.aspx](http://www.realkreditraadet.dk/Statistikker/Overtagne_ejendomme.aspx)
- Realkreditrådet og Realkreditforeningen: Restancer, 2010:  
<http://www.realkreditraadet.dk/Statistikker/Restancer.aspx>
- Unibørs: Danske realkreditobligationer – Hæftelsesforhold, Mortgage Research, Temahæfte nr. 12, marts 1993
- Økonomi- og Erhvervsministeriet: Aftale mellem regeringen (Venstre og Det Konservative Folkeparti), Socialdemokraterne, Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Liberal Alliance om en kreditpakke (Bankpakke II), 18. januar 2009

- Økonomi- og Erhvervsministeriet: Aftale om finansiel stabilitet på pensionsområdet, 31. oktober 2008
- Økonomi- og Erhvervsministeriet: Evaluering af SDO-loven, 4. december 2009
- Økonomi- og Erhvervsministeriet: Økonomi- og erhvervsminister Bendt Bendtsens tale ved Realkreditrådets årsmøde, 26. april 2007
- Østrup, Finn: Finansielle kriser, 1. udgave, 2008, Forlaget Thomson A/S