

Den misforståede gevinst ved opkonvertering

Jensen, Bjarne Astrup; Møller, Michael

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2022

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Jensen, B. A., & Møller, M. (2022). Den misforståede gevinst ved opkonvertering. *Finans/Invest*, (5), 5-10.
http://finansinvest.dk/wp-content/uploads/2022/10/FI05_2022_Misforsta%CC%8Aet-gevinst-ved-opkonvertering.pdf

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 22. Apr. 2025



Den misforståede gevinst ved opkonvertering

Opkonvertering er blevet "hot" efter at have været uinteressant i en lang periode præget af rentefald og dermed almindelig konvertering. Langt fra alle har forstået argumenterne for og imod opkonvertering. I denne artikel belyses med økonomiske argumenter og simple regneeksempler, hvorfra de mulige fordele ved opkonvertering kommer. Der er to mulige kilder til økonomiske gevinster. Den væsentligste kilde er en skattefordel som følge af fald i nominel gæld, og den teoretisk maksimale gevinst herfra er skatteværdien af et øget fradrag svarende til faldet i gæld. Den anden kilde er fald i fremtidige bidrag som følge af lavere nominel gæld. Derudover kan der være et forsikringsargument. Heroverfor står øgede engangsomkostninger til bank, realkredit, tinglysning osv. i forbindelse med op- og nedkonvertering, herunder kurtag, kursskæring og et forventet tab til de store obligationsinvestorer.

AF FORFATTERE



Bjarne Astrup Jensen

Lektor
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
og Danish Finance Institute
E-mail: ba.fi@cbs.dk

Bjarne Astrup Jensen beskæftiger sig specielt med obligati-
onsmarkedet og skatteteoretiske problemer i finansiering.



Michael Møller

Professor, lic.polit.
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: mm.fi@cbs.dk

Michael Møller beskæftiger sig specielt med danske
økonomiske og finansielle problemstillinger.

Note: Forfatterne takker to anonyme referees for en række kommentarer til en tidligere udgave af artiklen.

Opkonvertering og misforståelser

Mange låntagere har optaget realkreditlån, hvor lånet er finansieret ved udstedelse af 30-årige obligationer med en lav pålydende rente, f.eks. 1%. Sådanne obligationer lå for få måneder siden tæt på kurs 100, men de har nu en væsentligt lavere kurs. For en ordens skyld bemærkes, at vi i det følgende forudsætter, at lånet ikke er optaget som kontantlån¹. Rentestigningen har gjort låntager rigere ved, at kursværdien af gælden er faldet. Denne gevinst eksisterer uafhængigt af, om den realiseres eller ej, f.eks. ved en opkonvertering. Det er derfor ikke i sig selv et argument for opkonvertering.

Stigningen i den lange rente har fået mange til at overveje at indfri det eksisterende lån ved opkøb af obligationerne bag lånet til markedskurs og finansiere dette ved at optage et nyt lån ved udstedelse af obligationer med en højere pålydende rente. Det vil føre til en nedgang i den tinglyste gæld for låntager. Men gældens *markedsværdi* efter opkonvertering vil selvfølgelig være uændret eller rettere sagt lidt højere pga. omkostningerne ved konvertering.

1. Lange fastforrentede realkreditlån optages som altafgørende hovedregel som obligationslån.

Der synes at være ret udbredte misforståelser om fordelene ved en sådan manøvre, herunder om størrelsen af en eventuel forventet gevinst herved. Pressen har efter vores mening ikke haft en heldig hånd med information herom. Man kan møde primitive udsagn, der blot går ud på, at man kan få "skåret kraftigt af restgælden" ved en opkonvertering. Det er selvfølgelig ikke et argument i sig selv, kursværdien af gælden falder jo ikke.

Den mest almindelige fremstilling består typisk af ét argument for opkonvertering, ét argument mod opkonvertering og så en lidt løs konklusion, jf. nedenfor for en ikke atypisk fremstilling:

Argument for opkonvertering: Ved opkonvertering får låntager skåret et stort stykke af restgælden. Dette fald i den nominelle restgæld bliver ofte udtrykt, som at "opkonvertering giver en skattefri kursgevinst".

Argument mod opkonvertering: Det nye lån vil på trods af den lavere obligationsrestgæld resultere i højere årlige ydelser på det nye lån end på det gamle. Det skyldes, at den effektive rente på det nyoptagne lån er højere² end på det gamle lån. Den højere effektive rente på det nye lån skyldes, at obligationerne bag det nye lån har en større konverteringsrisiko ved et efterfølgende rentefald end de gamle obligationer; dvs. obligationsinvestorerne har en større risiko for en førtidig indfrielse af den nominelle obligationsgæld på det nye lån end på det gamle lån som følge af, at kursen ofte ligger tæt på 100 på de nyudstedte obligationer³. Den højere ydelse på det nye lån medfører, at hvis man blot opkonverterer og i øvrigt lader lånet løbe til udløb, vil man ende med et tab på opkonverteringen.

På basis af disse to argumenter i hver sin retning konkluderes, at en eventuel gevinst ved opkonvertering på langt sigt forudsætter, at man på et senere tidspunkt efter et rentefald nedkonverterer, typisk⁴ ved at indfri det nye obligationslån førtidigt til kurs 100 og samtidig optage et nyt fastforrentet lån med

2. Man kan bl.a. overbevise sig herom ved at se på de effektive renter på obligationer med samme udløbstidspunkt, men forskellige pålydende renter.
3. For en ordens skyld bemærkes, at den fremførte argumentation typisk er mindre udførlig end vist her.
4. Typisk, men ikke altid. Konverteringen kan også ske ved opkøb i markedet.

en lavere pålydende rente end det eksisterende ”opkonverterede” obligationslån.

Ovenstående ”analyse” efterlader ikke låntager meget klare. En besked om, at en omlægning kan give anledning til gevinst eller tab afhængig af udviklingen i en usikker fremtid, giver ikke meget indsigt.⁵ Det skal ikke kritiseres i sig selv. Det er svært at give klare anbefalinger på komplicerede problemstillinger. Men det er muligt at være mere informativ om de overvejelser, der skal ligge bag valget, herunder hvorvidt hovedbegrundelsen for valget er, at man vil tegne en forsikring med hensyn til den maksimale kursværdi af obligationsgælden, eller om grundelsen er at opnå en forventet gevinst på sigt ved en senere nedkonvertering, hvad størrelsesordenen af en sådan forventet gevinst er, og hvorfra den kommer.

Forsikringstankegangen: De personer, der har optaget fastforrentede obligationslån med eksempelvis 1% pålydende rente, har opnået en kursgevinst på deres gæld, fordi kursværdien af gælden er faldet. Man kan argumentere for, at denne gevinst ”låses fast” ved at opkonvertere. Det er rigtigt i den forstand, at der ved opkonvertering lægges et loft over kursværdien af låntagers gæld. Spørgsmålet er selvfølgelig, om et sådant loft er specielt værdifuldt for låntager. Hvis han agter at blive boende, er det typisk ret ligegyldigt med et sådant loft. Og hvis han kunne leve med det eksisterende niveau for den nominelle gæld, da han optog lånet, er det mest sandsynlige, at han også kan efterfølgende. Dvs. behovet for en sådan forsikring virker ikke stort. Det udelukker selvfølgelig ikke, at nogle kan ønske et sådant loft. Man skal dog i den forbindelse huske, at en opkonvertering typisk resulterer i en større årlig ydelse her og nu, at de, der kan tåle en højere ydelse, måske næppe er de mest formuetruede, og at ganske mange boligejere har betydelige friværdier, så behovet for formuesikring mindskes.

Gevinsttankegangen: En alternativ begrundelse for opkonvertering er, at man ved opkonvertering og en eventuel senere nedkonvertering søger at opnå en forventet gevinst. Det er principielt rigtigt, omend det er udtryk for en spekulativ strategi. Her er der behov for en klarere analyse af to forhold:

- (1) En forklaring af, *hvorfra* den forventede gevinst kommer, dvs. på hvis bekostning den forventede gevinst fremkommer. En sådan forklaring gør det lettere at vurdere, om skønnet over gevinsten er realistisk eller ej. Det er i den forbindelse vigtigt at skelne mellem den (urealiserede) gevinst, debitor har som følge af faldet af kursværdien på gælden op til konverteringen, og den forventede gevinst, der forventes at opstå ved en opkonvertering kombineret med mulighederne for en senere nedkonvertering. Det er kun den sidste, der er relevant for konverteringsovervejelserne.
- (2) Størrelsesordenen af den *forventede* gevinst ved at opkonvertere og senere nedkonvertere beskrives sjældent, selv om den burde være ret central for overvejelserne. Man kan af debatten let misledes til at tro, at størrelsen af faldet i

5. I en nylig artikel, Heinig (2022), gives en række illustrative regneeksempler til belysning af dette pro et contra valg, herunder ved hvilken tidshorisont låntager når et break-even punkt. Generelt er litteraturen om opkonvertering dog meget sparsom.

nominel restgæld ved opkonvertering indikerer størrelsesordenen af den forventede gevinst ved en sådan konverteringspolitik.

Man kan komme et stykke vej ved at overveje mere analytisk, hvorfra en eventuel forventet gevinst kan komme, og derudover overveje omkostningerne i forbindelse med op- og nedkonvertering.

Der kan peges på 5 involverede parter, der kan tjene eller tabe på en låntagers op- og nedkonverteringer:

- Skattevæsenet
- Obligationsinvestorerne
- Øvrige låntagere
- Mellemmand (banker og realkreditinstitutter)
- Låntager, der overvejer opkonvertering

Lidt forenklet skal det hele summe op til 0, hvis man regner brutto.⁶ Den enes gevinst er den andens tab. Dvs. hvis man går i gang med ”konverteringsspillet”, skal man tænke over, på hvis bekostning man regner med at tjene penge. Det er som med poker. Giver man sig til at spille poker for at tjene penge, bør man lige overveje, om der er god grund til at tro, at man kan tjene penge på de øvrige spilleres bekostning.

Så hvis vi kan beregne, hvad de forventede følger af låntagers op- og nedkonverteringer er for de fire andre parter, så kan vi beregne låntagers forventede resultat residualt ud fra, hvad de andre fire parter har fået ud af det. Hvis de fire andre parter tilsammen tjener (brutto) på låntagers transaktioner, så følger det logisk, at denne kommer til at tabe penge, og omvendt. Opkonvertering kan godt være en god ide, selv om den koster penge, hvis man føler et stort behov for formueforsikring, men det er dog væsentligt at vide, om man har en forventet omkostning eller en forventet gevinst ved opkonverteringen.

I det følgende ser vi lidt nøjere på de fire øvrige parter.

Skattevæsenet

Der kan tjenes penge på skattevæsenets bekostning i forbindelse med omlægning af realkreditlån, fordi skattelovgivningen ikke er fuldstændig logisk. I det store og hele beskattes obligationsinvestorer ens af kursgevinst og rente. Det gælder også private obligationsinvestorer, der som altafgørende hovedregel betaler skat af realiserede kursgevinster på obligationer⁷. Men for låntagere, der har optaget realkreditlån som obligationslån, er der en asymmetri. Renter er fradragsberettigede, kurstab og kursgevinster på gælden er skattefri. Det giver en skattemæssig fordel ved at vælge lån med lavest mulige nominel hovedstol.

Det skattemæssige forhold belyses lettest ved at tage udgangspunkt i låntagning gennem udstedelse af inkonverterbare obligationer. Inkonverterbare obligationer anvendes ganske

6. Det er lidt mere kompliceret, også fordi personen kan have et tab som følge af tid brugt på konverteringsovervejelser.

7. I teorien kan der være en effekt, fordi der ved realisationsbeskatning kan være en fordel som følge af udskudt skat, men den er så beskeden, at den i dagens renteniveau ikke er værd at tage hensyn til. Private investorer spiller i øvrigt en helt forsvindende rolle på markedet for lange danske realkreditobligationer.

vist ikke i forbindelse med danske fastforrentede lån, men ved tilstrækkeligt lave pålydende renter bliver konverterbare og inkonverterbare obligationer meget ens. Og nok så vigtigt: det væsentlige rent skattemæssigt ved omlægning til lån med højere pålydende rente er faldet i restgæld, og det belyses lettest ved analyse af inkonverterbare annuitetslån, fordi man her får isoleret skatteeffekten af mindre restgæld. Man kan så efterfølgende vurdere, hvilken effekt de indbyggede optioner har.

Betragt en låntager, der har optaget lån ved udstedelse af 30-årige inkonverterbare annuitetsobligationer med pålydende rente 1%. Han omlægger nu til et lån med samme kursværdi, men den pålydende rente på de nyudstedte obligationer er 4%. Markedsrenten på 30-årige inkonverterbare obligationer forudsættes uafhængig af den pålydende rente. Denne antagelse er realistisk, for lagerbeskattede og ubeskattede obligationsinvestorer fokuserer på obligationernes *effektive* rente. Dvs. låntager ombytter det eksisterende lån til et lån med lavere hovedstol, men med samme årlige ydelse hvert år.

Omlægningen vil for låntager få en skattemæssig virkning. Han skal betale samme årlige ydelse, men set over lånets løbetid vil han betale mere fradragberettiget rente og mindre ikke-fradragberettiget afdrag. Det bemærkes, at kendskab til markedsrenten ikke er nødvendig for at beregne de årlige skattemæssige fordele som følge af ydelsessammensætningen i lånets løbetid, de pålydende renter er nok. Men beregning af nutidsværdien kræver en effektiv rente efter skat. For enkeltheds skyld ser vi i første omgang bort fra bidrag til realkreditinstituttet. Værdien af det større skattemæssige fradrag vil afhænge af de pålydende renter, personens skattesats på renter osv. Vi antager en markedsrente på 4%, én årlig rentetermin på obligationerne samt en skattemæssig fradragsværdi på 25%, hvilket indebærer en kalkulationsrente på 3%. Valgene er sket af rent fremstillingsmæssige årsager⁸. Et groft skøn er nedgang i nominel gæld \times skattesats \times 0,75, hvor faktoren 0,75 skyldes effekten af tilbagediskontering af skattebesparelserne. Denne faktor vil naturligvis variere med debitors kalkulationsrente efter skat. I det følgende ses på et eksempel.

Eksempel 1

Lad hovedstolen være 1 mio. kr. på en annuitetsobligation med 1% pålydende rente og én årlig rentetermin. Den årlige ydelse før skat bliver 38.748 kr. i 30 år.

Lånet omlægges nu til et obligationslån med 4% pålydende rente og samme ydelse (og kursværdi) som 1%-lånet. Dette lån vil have en nominel restgæld på 670.034 kr. Der "skæres" altså knap 330.000 kr. af den nominelle gæld, for nu at bruge en populær formulering. Ydelsen før skat er uændret. Men hvor der på 1%-lånet kun var 162.443 kr. rente og til gengæld 1 mio. kr. afdrag over lånets løbetid, er der på 4%-lånet 492.410 kr. rente og kun 670.033 kr. afdrag. Den skattemæssige effekt af omlægningen skyldes denne ændrede sammensætning af ydelsen;

8. Der anvendes annuitetslån, fordi man her kan omlægge til lån med nøjagtig samme ydelsesprofil. Det er ikke muligt ved analyse af stående lån. Inddragelse af bidrag vil komplicere beregningerne og fremstillingen. Men det er værd at bemærke, at spørgsmålet om bidraget kan være et selvstændigt omkostningsmæssigt argument for at opkonvertere.

den udiskonterede værdi af skattebesparelsen er 25% af faldet i nominel restgæld, givet forudsætningen om 25% skat af renter for den betragtede person.

Figur 1 viser udvikling i renter og afdrag på de to lån. Den samlede ydelse er som nævnt ens. På 4%-lånet er afdraget det første år meget lille, men det vokser til gengæld med 4% om året. På 1%-lånet er afdraget det første år større, men det vokser til gengæld kun med 1% om året. Det sidste år består ydelsen på begge lån praktisk talt kun af afdrag.

Figur 2 viser forskellen i afdrag over tid. Da afdragene er spejlbilledet af renterne, viser figuren samtidig forøgelsen i fradragberettigede renter over tid ved omlægning. Kurverne kan afhængig af forudsætningerne tage lidt andre former. Ved lave pålydende renter vil den årlige gevinst være faldende over tid som vist i Figur 2. Ved højere pålydende renter kan kurven godt være først stigende og så faldende.

Skattebesparelsen det første år udgør med disse forudsætninger knap 1,3% af faldet i restgæld. Nutidsværdien af skattebesparelsen over hele lånets løbetid bliver 18% af det beløb, man "har skåret af gælden".

Beregningen er et *overskøn* for den skattemæssige gevinst af omlægningen. Det skyldes to forhold.

- (1) Beregningerne forudsætter, at lånet løber til udløb. Det gør de færreste lån. Det forringer den forventede skattemæssige gevinst af omlægning ganske meget.
- (2) I praksis vil kalkulationsrenten være højere end beregnet og nutidsværdien dermed mindre end beregnet. Dels skal der betales et bidrag, hvilket øger kalkulationsrenten, dels er det den *marginale lånerente* efter skat, der skal anvendes til diskontering. Mange låntagere har eksempelvis bankgæld med en væsentlig højere rente end realkreditlånet har.

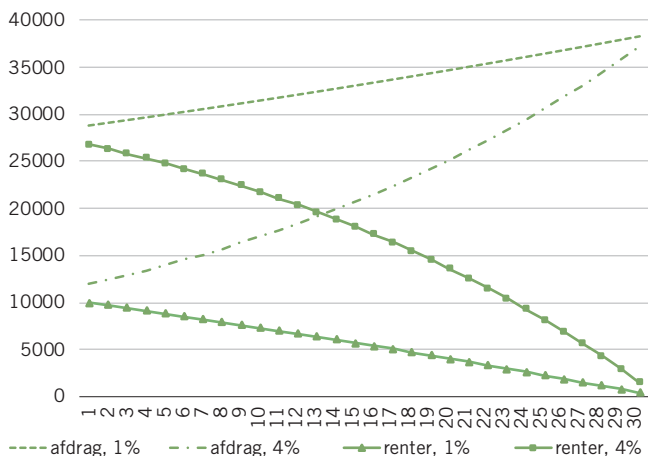
Det nævnte skattemæssige argument *kunne* ligge bag den populære tommelfingerregel om, at man ved optagelse af fastforrentede realkreditlån skal sælge obligationer til mindst kurs 95. Officielt for at "undgå for stort kurstab". Der er imidlertid ikke noget tab forbundet med at sælge obligationer til markedspris; indvindingen af kurstab er bare en anden måde at betale de (for små) renter, som er knyttet til kuponbetalingerne – om end der ikke er fradrag ret knyttet til denne form for "rentebetaling".

En alternativ begrundelse for tommelfingerreglen er, at låntagerne på den måde forener ydelsessikkerhed og formuesikkerhed. Den årlige ydelse på det fastforrentede obligationslån kan ikke stige, og størrelsen af den nominelle gæld lægger et loft over markedsværdien af personens gæld, hvis lånet skal indfris før tid f.eks. ved salg. Dette formuesikkerhedsargument kan ikke afvises, om end det forekommer noget oversolgt, i den forstand at personen køber sig ganske meget formuesikkerhed på gælden og betaler en væsentlig, men uigennemsigtig, optionspræmie herfor. 5% formuesikkerhed på obligationsgælden er beskedent i forhold til usikkerheden på aktivsiden. Da en del huskøbere også er likviditetspressede, kunne det formodentlig være værd at overveje at købe lidt mindre formuesikkerhed og til gengæld få en lavere lånerente her og nu. Det indebærer ikke, at det er forkert med en vis formueforsikring, som altid er ind-

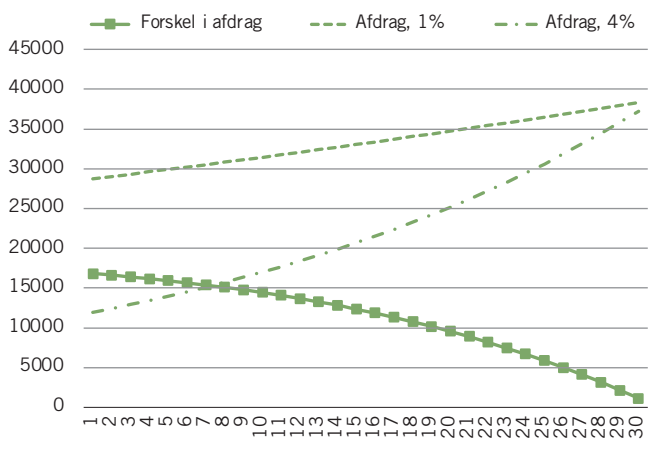
bygget i realkreditlån baseret på konverterbare obligationer. Vi så ulykkerne, dengang flere finansielle institutioner opmuntrede andelsboligforeninger til at optage flexlån og swappe til lån med fast rente uden konverteringsmulighed, så ”the sky was the limit” for gældens markedsværdi. Pointen er kun, at der er mange muligheder mellem et meget lavt loft, så gældens kursværdi maksimalt kan stige godt 5%, og intet loft overhovedet. Behovet for et gældsloft er i sagens natur meget individuelt, og det er låntagerne selv, som betaler præmien for denne forsikring.

Der kan som kuriosum være grund til at bemærke, at nutidsværdien af det skattemæssige tab ved manglende fradragsret for kurstab afhænger ganske meget af renteniveauet. Det skyldes to forhold, hvor det ene knytter sig til de pålydende renter, det andet til de effektive renter. Ved høje pålydende renter vil den tidsmæssige fordeling af det mistede fradrag være først stigende og så faldende. Med andre ord: de mistede fradrag kommer senere rent tidsmæssigt, og nutidsværdien er derfor lavere, alt andet lige. Ved høje effektive renter formindskes værdien af mistede fradrag, der kommer langt ude i fremtiden, dvs. nutidsværdien af givne fradrag bliver mindre.

FIGUR 1: Tidsmæssig fordeling af afdrag over tid ved to lån med samme kursværdi afhængig af pålydende rente på de bagvedliggende obligationer.



FIGUR 2: Tidsmæssig fordeling af øget rentefradrag ved omlægning til lån med 329.966 kr. mindre hovedstol.



Beregningerne ovenfor er sket på basis af to inkonverterbare lån. I Danmark anvendes konverterbare obligationer. Og jo højere den pålydende rente er på de udstedte obligationer, alt andet lige, desto større er konverteringsrisikoen som nævnt for långiver. Obligationskøber vil derfor forlange en væsentligt højere effektiv rente på en obligation med 4% pålydende rente end en obligation med 1% pålydende rente. Den højere effektive rente her og nu er betaling for, at man har en mulighed for senere ved førtidig indfrielse at få lånerenten ned. Dvs. man betaler en højere rente i starten mod til gengæld at have muligheden for at betale en lavere rente senere i lånets løbetid. Både den højere rente nu og den lavere rente senere er fradragsberettigede, dvs. der er symmetri rent skattemæssigt for låntager.

Obligationsinvestorerne og de øvrige låntagere

Låntager kan have tab og gevinst både i forhold til obligationsinvestorerne og de øvrige låntagere. Det behandles i dette afsnit. Der er en fordel ved at opdele diskussionen i opkonvertering og nedkonvertering. Vi ser først på opkonvertering, derefter på nedkonvertering.

Det blev nævnt ovenfor, at ved en opkonvertering køber låntager obligationer med lav pålydende rente (de bag hans lån udstedte obligationer) og sælger obligationer med høj pålydende rente. Modparten er groft sagt de professionelle obligationsinvestorer, som gør det stik modsatte. Der er næppe nogen grund til at tro, at ATP, PKA og PFA dummer sig, når de sælger obligationer med lav pålydende rente og samtidig opkøber obligationer med høj pålydende rente med samme kursværdi. Det vil afhænge af den usikre fremtid, om omlægningen giver en gevinst til den ene eller den anden part, men obligationsinvestorer er professionelle, så det rimeligste skøn er, at låntager ikke kan forvente at tjene penge på de store obligationsejeres bekostning. Tværtimod, hvis de store investorer skal se en fordel ved at sælge deres nuværende obligationer med lav pålydende rente og købe nyudstedte obligationer med høj pålydende rente, kommer låntagerne nok til at give dem en vis profit i forbindelse med omlægningen. Her ligger en skjult omkostning ved omlægning. Med andre ord: Låntagerne kan ved opkonvertering forvente et vist tab til de professionelle, og absolut ikke en gevinst.

Selvom der ikke er en forventet gevinst at hente fra obligationsinvestorerne ved opkonvertering, er det relevant at se på, om der kan være noget at hente ved nedkonvertering. For hvis der er noget at hente ved en nedkonvertering, må man i forbindelse med overvejelserne om en eventuel opkonvertering tage hensyn til, at en opkonvertering øger muligheden for, at man senere kan foretage en nedkonvertering.

Her bliver spørgsmålet en smule kompliceret og semantisk, jf. nedenfor.

Låntagere kan som gruppe ikke regne med at kunne ”snyde” obligationsinvestorerne. Når der optages lån med konverteringsmuligheder, køber de store investorer obligationerne til en kurs, der afspejler deres forventninger til dels rentesvingninger, dels låntagernes gennemsnitlige konverteringsopførsel i fremtiden.

Men det er klart, at den enkelte låntager kan dumme sig på konverteringsområdet. Hvis man eksempelvis optager et lån ved udstedelse af nominelt højt forrentede obligationer og ved et rentefald undlader at nedkonvertere, vil man tabe penge i forhold til en optimal strategi.

Det kan diskuteres, hvem der tjener på, at nogle låntagere optager lån ved udstedelse af nominelt højt forrentede obligationer og efterfølgende ikke er gode til at nedkonvertere optimalt.

I det omfang, de professionelle investorer (som forventet) har lavet et godt skøn over, hvor gode låntagerne i gennemsnit er til at konvertere, vil obligationsinvestorerne hverken tabe eller vinde. Hvis obligationsinvestorerne skønner, at der er mange ”sløve” låntagere, så vil de prissætte obligationer med høj pålydende rente relativt højt. ”Sløve” låntagere giver derfor ikke obligationsejerne en fordel. Sløve låntagere er en fordel for de smarte låntagere, der er gode til at konvertere, for de køber en konverteringsmulighed billigt. Men hvis man ser isoleret på situationen, hvor en given person nedkonverterer, så er det obligationsinvestorerne, der bærer tabet.

Spørgsmålet er dog mest af teoretisk art. Effekterne må forventes at være så beskedne, at man som låntager ikke skal inddrage denne effekt i sine overvejelser. Problemstillingen er kompliceret nok i forvejen.

Mellemmænd

Konvertering giver beskæftigelse til tinglysningskontorer, banker og realkreditinstitutter i forbindelse med opkøb af obligationer (ved opkonvertering), salg af obligationer (både ved op- og nedkonvertering) og til sagsbehandling. Ingen arbejder gratis. Det gør isoleret set, at der må forventes et vist tab til ”mellemmænd”, der skal fratrækkes den forventede skattegevinst, som opkonvertering giver låntager.

Problemstillingen er dog mere kompliceret end som så. For der er også ved opkonvertering en forventet gevinst for låntager på én mellemmands bekostning, nemlig realkreditinstituttet. Opkonvertering mindsker obligationsgælden. En lavere nominal restgæld fører til lavere bidrag fremadrettet.

Man kan få en grov ide om størrelsesordenen ved at tage udgangspunkt i et lån med en bidragssats på 0,8% både før og efter opkonvertering⁹. En nedgang i gælden fører det første år til en besparelse før skat på 0,8% af faldet i gæld og på 0,6% efter skat. Det skal ses i forhold til, at værdien af det øgede skattefradrag det første år udgør godt 1,3% af faldet i restgæld, eller ca. det dobbelte, så besparelsen er ikke uvæsentlig. Hvad der sker derefter, afhænger af flere ting. Hvis der er tale om lån, der afdrages, og det gør godt halvdelen af alle realkreditlån, falder besparelsen relativt hurtigt over tid, væsentligt hurtigere end bidrag normalt falder. Det skyldes, at forskellen i restgæld mellem de to lån falder hurtigt, fordi der afdrages meget hurtigere på det lavt forrentede ”gamle” obligationslån end på det højt forrentede ”nye” obligationslån.

Disse forventede fremtidige besparelser skal tilbagediskonteres til nutid. Et meget groft skøn er, at med lån, der afdrages, og som løber 30 år, vil nettogevinsten på bidragssiden være af størrelsesordenen 6% af faldet i restgæld, altså noget lavere end den forventede gevinst på skattevæsenets bekostning under samme forudsætninger. Procentsatsen bliver dog højere, hvis lånet er afdragsfrit, og hvis man inddrager, at der i forbindelse med konvertering kan ske et fald i det gennemsnitlige bidrag

som følge af lavere belåningsgrad. Men igen, det forudsætter, at lånet løber til udløb, og det gør de færreste lån. Der er tale om et ganske stort regnestykke, der kræver ganske mange forudsætninger.

Man skal i øvrigt af ovennævnte årsag være forsigtig med at mistænke den finansielle sektors rådgivning på området for at være præget af egeninteresse. Det er ikke klart, om sektoren tjener mest ved mange eller få omlægninger.

Kunden

Ovenfor er beskrevet, at:

- der kan tjenes en del penge på skattevæsenets bekostning, men gevinsten er dog højst af størrelsesordenen 18% af det beløb, der ”skæres af gælden” ved en opkonvertering.¹⁰
- der kan overordnet set ikke tjenes penge på obligationsinvestorerne bekostning, og det mest sandsynlige er et tab til disse.
- hvis man er smartere end gennemsnittet af de øvrige låntagere, kan man teoretisk tjene penge på deres sløvhed ved op- og nedkonvertering. Det er dog nok mest af teoretisk interesse, da effekten må bedømmes som værende beskedne.
- mellemmænd tjener på konverteringer, og dertil kommer, at opkonverteringer er dyre, hvis man ikke senere foretager nedkonvertering, dvs. afholder yderligere omkostninger, jf. at ydelsen på lånet som altafgørende hovedregel stiger ved omlægning. Problemet er dog mere kompliceret på dette område, end det f.eks. er på aktieområdet, hvor omkostningerne ved en aktiv politik er mere entydige. Det skyldes, at opkonvertering giver en besparelse mht. de fremtidige årlige bidrag, dvs. en forventet gevinst ved opkonvertering.
- personen selv har analyseomkostninger, og det er i sig selv en omkostning ved aktiv konverteringspolitik.

Alt i alt tegner der sig et billede, hvor den væsentligste gevinst kommer i form af en skattebesparelse pga. mindsket tinglyst gæld og den dermed sammenhængende ændring af ikke-fradragsberettigede afdrag til fradragsberettigede renter. For så vidt angår realkreditinstituttet er der modstridende tendenser med engangsomkostninger på den ene side og årlige bidragsbesparelser på den anden side, men gevinsten kan være af ganske betydelig størrelse, afhængig af lånets løbetid og belåningsgraderne før og efter omlægning osv. Der må forventes tab til de øvrige mellemmænd og til obligationsinvestorerne.

Der er tale om et kompliceret regnestykke, og rådgivning er svær.

Øvrige forhold

Der er grund til at fremhæve et væsentligt forhold, låntager bør overveje. Det er: *Vil der inden for en overskuelig periode komme andre grunde til at omlægge lånet?* Det kan skyldes flytning, optagelse af tillægslån for at støtte børn osv.

Hvis lånet forventes at løbe til udløb, opnås som tidligere vist en nutidsgevinst i størrelsesordenen 18% af nedgangen i obligationsgæld, afhængig af skattesats med videre, og også betydelige bidragsgevinster, som dog vil være individuelt meget

9. Det er mere kompliceret, og det marginale fald vil ofte være større, også afhængigt af om ejendommen omvurderes og er steget i vurdering siden lånoptagelsen osv.

10. Ved en skattesats på 33% vil gevinsten med vore forudsætninger være 24% af reduktionen i hovedstolen.

varierende. For alle dem, der har eksisterende lån med laveste bidragsats, er spørgsmålet om lavere bidrag mindre væsentligt. Men hvis lånet kun løber kort tid, før det alligevel omlægges, er den forventede skattemæssige gevinst af indlysende årsager beskednen før omkostninger og muligvis negativ efter omkostninger.

Det er svært at slå to fluer med ét smæk. Men det er lettere at få en nettogevinst, hvis man kan slå ting sammen. Hvis ejendomspriserne eksempelvis er steget, siden man optog lån, kan der være en bidragsmæssig fordel ved at omlægge lånet, så ejendommen revurderes og en større del af lånet bidragsberegnes med en lavere bidragsats. Dvs. man skal søge at mindske omkostninger ved at omlægge, når flere ting på samme tid taler for det. Hvis man har brug for et yderligere lån til hjælp til børnene, hvis man betaler et for højt bidrag, fordi lånet blev optaget ved lavere ejendomspriser osv., så kan de samlede fordele begrunde en omlægning, som hvert af forholdene måske ikke kunne retfærdiggøre.

Sammenfatning og konklusion

- Avisartikler om optimal opkonvertering er på et fagligt lavt niveau. Artiklerne efterlader let indtryk af langt større forventede nettogevinster, end der reelt er tale om, fordi man sammenblender faldet i nominel gæld ved en konvertering med gevinsten ved konverteringen.
- Man skal ved konvertering overveje, på hvis bekostning man forventer at tjene penge. Man skal ikke forvente at kunne tjene penge på spekulation i renteutviklingen. Der kan være penge at tjene på skattevæsenets bekostning, og der kan være penge at tjene på lavere bidrag, dvs. på real-kreditinstituttets bekostning.
- Gevinsten på skattevæsenets bekostning er maksimalt 18% af faldet i obligationsgæld ved en skattesats på 25%, i praksis væsentligt lavere, fordi de færreste lån løber til udløb. Skatteargumentet er generelt det væsentligste argument for opkonvertering.
- Den forventede nettogevinst på realkreditinstituttets bekostning er noget usikker, og der er endog tvivl om fortegnet. Man kan opnå lavere bidrag (på grund af faldet i restgæld) og lavere bidragssatser afhængig af situationen, men der vil være engangsomkostninger forbundet med både op- og nedkonvertering.

- Optimering er kompliceret. Det er umuligt at give klare og gode råd på et så kompliceret område. Men en basal forståelse for, at penge ikke kommer ud af intet, og at man skal overveje, på hvis bekostning en eventuel gevinst forventes at komme, er en forudsætning for at kunne træffe en blot nogenlunde kvalificeret beslutning.
- Der kan være grund til at overveje en relativt passiv opkonverteringspolitik for at mindske mellemændenes indkomster og spare egen tid. Der er en udbredt, men ubegrundet, opfattelse af, at man ved optagelse af lån maksimalt skal acceptere kurstab på 5%. Der er et vist skattemæssigt argument for at udstede lån med lave kurstab, men det skal ikke oversælges. Der er til gengæld et vist omkostningsmæssigt argument for at optage lån med et vist kurstab¹¹, så man ikke så hurtigt tvinges ind i tids- og omkostningskrævende konverteringsovervejelser. Hvis man optager fastforrentede obligationslån tæt på kurs 100, køber man også samtidig en konverteringsoption, hvilket svarer til en forsikring med en meget lav selvrisiko. Sådanne forsikringer er, alt andet lige, væsentligt dyrere end forsikringer med stor selvrisiko. Og i dette tilfælde er prisen en integreret og uigennemsigtig del af obligationens kurs. Kurstabet fremstilles ofte som et tab, man bør undgå. Det er at forenkles problemstillingen urimeligt.

Litteratur:

- Hansen, Morten Daubjerg og Svend Jakobsen, 2006: Analyse af opkonvertering. *Finans/Invest*, 3/06, s. 25-27.
- Heinig, Christian Hilligsøe, 2022: Flere boligejere har udnyttet muligheden for en restgældsreduktion. *Finans/Invest*, 4/22, s. 31-35.
- Rasmussen, Jørgen Munksgaard, 2022: *Opkonvertering – en fordel for dig eller banken?* Bolius, 28/6 2022.
- Jensen, Bjarne Astrup, 2019: *Realkredit og nyreligiøsitet. Debatindlæg, Jyllands Posten*. FINANS, 13/9 2019. ■

11. Alle problemstillinger på dette område er komplicerede. Et højere kurstab fører til færre forventede konverteringsomkostninger, og det er godt for kunden, men det fører også til højere bidrag på grund af større nominel restgæld, og det er skidt for kunden.

Konklusion

Udpegninger, der foretages alene af erhvervsministeren, er efter min bedste overbevisning problematiske og kan af flere grunde betyde, at bestyrelsen for Finanstilsynet ikke kan skabe mest mulig ”værdi” for både Finanstilsynet og samfundet.

En konkret løsning kan være, at den første udpegningsperiode som minimum bliver fireårig. Det faktum, at en erhvervsminister ignorerer konkrete anbefalinger herom, vidner desværre om manglende forståelse for bestyrelsens arbejde.

En anden – og måske endnu mere grundlæggende – bekymring er, om ovenstående er et udtryk for løbende stigende poli-

tisering af udpegningen af medlemmer til udvalg, råd og andre bestyrelser. Rigtig mange har i forlængelse af mediedækningen i forbindelse med min manglende genudpegnings også uopfordret kontaktet mig med eksempler på, at de også har oplevet eller observeret noget tilsvarende.

Jeg har ikke belæg for at konkludere noget endeligt her, men jeg mener, at vi potentielt står med et demokratisk problem af langt større rækkevidde end Finanstilsynets bestyrelse.