

RAPPORT

Arbejdsgruppen om kreditinstitutter og supplerende sikkerhedsstillelse

MAJ 2015

INDHOLDSFORTEGNELSE

KAPITEL 1 – INDLEDNING OG SAMMENFATNING	3
KAPITEL 2 – LOVGIVNING OG AKTUELLE KRAV TIL SUPPLERENDE SIKKERHEDSSTILLELSE FOR KREDITINSTITUTTER	8
2.1 <i>Lovgivning for særligt dækkede obligationer (SDO) og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO) - implementering af kapitalkravsdirektivet</i>	8
2.2 <i>International implementering</i>	12
2.3 <i>Behov for supplerende sikkerhed 2009-2014</i>	13
2.4 <i>Udstedelse af JCB og tabsgarantier for realkreditinstitutter</i>	15
KAPITEL 3 – RISICI FORBUNDET MED KRAV OM SUPPLERENDE SIKKERHED FOR REALKREDITLÅN	21
3.1 <i>Ejendomsprisfald og supplerende sikkerhed</i>	21
3.2 <i>Bortfald af betegnelsen særligt dækkede obligationer (SDO/SDRO)</i>	23
KAPITEL 4 – INITIATIVER I REALKREDIT-SEKTOREN	26
4.1 <i>Bidragssatser</i>	26
4.2 <i>Tolagsbelåning</i>	26
BILAG 1 - KOMMISSORIUM FOR ARBEJDSGRUPPE OM KREDITINSTITUTTER OG SUPPLERENDE SIKKERHEDSSTILLELSE	28

KAPITEL 1 – INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Baggrund

I 2007 vedtog Folketinget loven om særligt dækkede obligationer (SDO), som implementerede det europæiske regelsæt om særligt dækkede obligationer (covered bonds) i regi af kapitalkravsdirektivet i Danmark.

Ved udstedelsen af et SDO-lån gælder en belåningsgrænse på 80 pct. for ejerboliger, dvs. at lånet maksimalt må udgøre 80 pct. af boligens værdi. Falder boligens værdi, så belåningsgrænsen overskrides, skal långiver (kreditinstituttet) stille såkaldt supplerende sikkerhed, dvs. instituttet skal polstre sig ekstra for at gardere sig mod den større risiko for tab på udlånet. Den supplerende sikkerhed skal som minimum stilles op til belåningsgrænsen.

Kreditinstitutter, der udsteder SDO-obligationer, skal sikre, at de lovfæstede lånegrænser løbende overholdes. Det vil sige, at det ikke er tilstrækkeligt, at lånegrænsen er overholdt på udstedelsestidspunktet, som det gælder for traditionelle realkreditobligationer (RO'er). For SDO'er skal lånegrænsen være overholdt på ethvert givent tidspunkt i lånets løbetid.

Langt hovedparten af realkreditinstitutternes obligationsudstedelser sker i dag som SDO'er frem for RO'er. Det indebærer, at realkreditinstitutterne ved ejendomsprisfald i vidt omfang skal stille supplerende sikkerhed i tilknytning til de lån, der overskrider de lovfæstede lånegrænser.

Realkreditinstitutterne kan kun i begrænset omfang tilvejebringe den supplerende sikkerhed med egne midler. Ved større ejendomsprisfald vil realkreditinstitutterne derfor have behov for fx at optage gæld for at stille den krævede supplerende sikkerhed.

Realkreditinstitutter kan stille den supplerende sikkerhed ved at udstede såkaldte junior covered bonds (JCB'er).¹ Provenuet fra JCB-udstedelsen bruges til at købe den supplerende sikkerhed, som typisk vil være statsobligationer eller andre sikre papirer. Da den rente, realkreditinstituttet skal betale investorerne i JCB'er, er højere end den rente, som instituttet får på fx den købte statsobligation, er der en kapitalomkostning forbundet med at stille den supplerende sikkerhed. Realkreditinstitutterne kan alternativt stille den supplerende sikkerhed i form af eventuelle tabsgarantier, der måtte være ydet af fx et pengeinstitut. Betalingen for en tabsgaranti udgør også en omkostning for realkreditinstitutterne.

¹ §15 i Lov om realkreditlån og realkreditobligationer fastsætter rammerne for denne type udstedelser til at finansiere supplerende sikkerhed eller overdækning.

Udover den lovpligtige supplerende sikkerhed har ratingbureauerne historisk set stillet yderligere krav til den supplerende sikkerhed (overkollateralisering) som en betingelse for rating af en given størrelse.

Mulige udfordringer ved krav om supplerende sikkerhedsstillelse

Ved kraftige ejendomsprisfald kan kravet om supplerende sikkerhedsstillelse udfordre realkreditinstitutterne, da det er forbundet med omkostninger at stille supplerende sikkerhed ligesom det kan være vanskeligt at tilvejebringe supplerende sikkerhed i urolige markeder. Supplerende sikkerhed vil således ofte skulle stilles på tidspunkter, hvor de økonomiske konjunkturer er svage og boligpriserne derfor faldende, og hvor adgangen til funding kan være begrænset blandt andet som følge af uro på de globale finansielle markeder.

Ejendomspriserne faldt betragteligt, da finanskrisen satte ind i 2008 og skabte behov for, at realkreditinstitutterne stillede supplerende sikkerhed. I de seneste par år har boligmarkedet rettet sig igen dog især i og omkring de større byer. Realkreditinstitutterne stillede i 3. kvartal 2014 supplerende sikkerhed til en værdi af 263 mia. kr. Heraf var 139 mia. kr. lovpligtig supplerende sikkerhed. Resten blev stillet for blandt andet at honorere ratingbureauernes krav men formentlig også ud fra et ønske om at have en ekstra buffer til det lovpligtige krav.

En eventuel udfordring i forhold til kravet om supplerende sikkerhedsstillelse vil i Danmark næsten udelukkende være begrænset til realkreditinstitutterne. Det skyldes, at pengeinstitutter, der udsteder SDO-obligationer, kan benytte andre fundingkilder, som fx indlån, usikret seniorgæld eller commercial papers. Hvis omfanget af SDO-udstedelser i pengeinstitutter var betydeligt større end i dag, kunne det dog i sidste ende også blive en udfordring for et pengeinstitut at stille tilstrækkelig sikkerhed, da instituttet kunne løbe tør for alternative fundingkilder.

Det skal tilføjes, at pengeinstitutterne allerede har et betydeligt ejendomsudlån, der er finansieret med andre fundingkilder end SDO, og før 2008 var pengeinstitutternes samlede ejendomsudlån finansieret med andre fundingkilder end SDO. Pengeinstitutternes udlån, der er finansieret med egne SDO'er, er steget til omkring 200 mia. kr. over de sidste syv år. Heraf er omkring 40 mia. kr. udstedt med pant i danske ejendomme, og dette niveau har ligget stabilt de seneste år. Pengeinstitutterne benytter også koncernejede realkreditinstitutter til finansiering af ejendomsudlån eller indgår i et samarbejde med et realkreditinstitut efter reglerne om fælles funding.

Det er relevant at huske på, at den danske realkreditmodel viste sin styrke under den finansielle krise i 2008 og 2009, da likviditeten i obligationsserierne blev opretholdt, mens andre markeder frøs til. Det betød blandt andet, at realkreditinstitutterne fortsat var i stand til at øge udlånet gennem kriseårene. Vise tiltag, som fx Den Sociale

Pensionsfonds (DSP) investering i obligationer bag variabelt forrentede lån, understøttede dog i en periode markedet for korte realkreditobligationer.² DSP investerede i realkreditobligationer for ca. 22 mia. kr. I samme periode ultimo 2008 blev der refinansieret 1-årige realkreditobligationer for godt 350 mia. kr.

Den daværende økonomi- og erhvervsminister nedsatte i maj 2011 en arbejdsgruppe, som skulle belyse konsekvenserne af kravet om supplerende sikkerhedsstillelse.³ Baggrunden var, at der vurderedes at være et behov for at belyse, om kravet om supplerende sikkerhedsstillelse udgør en destabiliserende faktor for ejendomsmarkedet og den finansielle stabilitet.

Arbejdsgruppens vurdering af kravet om supplerende sikkerhedsstillelse
Kreditinstitutterne har til dato været i stand til at stille den supplerende sikkerhed, der kræves ikke bare af lovgivningen, men også af ratingbureauerne i form af overkollateralisering. Det har været tilfældet til trods for, at de seneste fem til syv år har budt på en periode med stor finansiell uro efterfulgt af en dyb økonomisk krise og et fald i boligpriserne på knap 20 pct. I nogle perioder, hvor markederne har været særligt stressede, har det dog været vanskeligere for realkreditinstitutterne at udstede JCB'er.

Til trods herfor kan det ikke udelukkes, at kravet om supplerende sikkerhedsstillelse i nogle situationer kan komme til at udgøre en udfordring for institutterne i særligt stressede perioder. Det kan især være tilfældet i en situation, hvor store ejendomsprisfald er sammenfaldende med en længere periode med stor uro på de finansielle markeder, der gør det dyrt og vanskeligt at stille supplerende sikkerhed. Såfremt institutterne ikke er i stand til at overholde kravet om supplerende sikkerhedsstillelse, vil obligationerne miste deres SDO-status. Det kan have nogle negative konsekvenser for investorerne og dermed realkreditinstitutterne, selvom obligationerne potentielt reklassificeres fra AAA-rated SDO til AAA-rated RO.

Det bemærkes i forlængelse heraf, at der er taget nogle initiativer, der på forskellig vis trækker i retning af, at behovet for og en eventuel udfordring ved at stille supplerende sikkerhed mindskes fremadrettet.

I forlængelse af Bankpakke 6 fra oktober 2013 er der således stillet krav til mere og bedre kapital i kreditinstitutterne, herunder i særdeleshed systemisk vigtige kreditinstitutter (SIFI'er). Det indebærer, at institutternes evne til at absorbere tab er øget. Det trækker i retning af, at tabsrisikoen på JCB'er reduceres.

² Jf. *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*.

³ Der har sideløbende med arbejdsgruppen om supplerende sikkerhedsstillelse været nedsat en ekspertgruppe om modvirkning af prisbobler på ejendomsmarkedet via finansiell regulering. Denne ekspertgruppe af rapporterede i september 2014.

Der er endvidere indført krav om, at et realkreditinstitut til enhver tid skal have en gældsbuffer på 2 pct. af realkreditinstitutts samlede uvægtede udlån. Provenuet fra den udstedte gæld, der skal opfylde 2 pct.-kravet, kan placeres i aktiver, der kan benyttes som supplerende sikkerhed. Det kan fx være statsobligationer. Gældsbufferen indebærer blandt andet, at tabsrisikoen på realkreditinstitutternes udstedte JCB'er reduceres, idet gældsbufferen tager tab før JCB'er. Med den reducerede tabsrisiko bliver det alt andet lige lettere for realkreditinstitutterne løbende at tilvejebringe og/eller refinansiere den lovpligtige supplerende sikkerhed.

Finanstilsynet har herudover indført en tilsynsdiamant for realkreditinstitutterne, som bl.a. indeholder et pejlemærke, der begrænser, hvor stor en andel afdragsfrie lån med høje belåningsgrader institutterne må have i deres portefølje.⁴ Det vil alt andet lige trække i retning af at mindske behovet for supplerende sikkerhed.

Derudover er erhvervs- og vækstministeren ved at ændre god-skik-reglerne, således at der i den finansielle regulering indføres et princip om, at der som udgangspunkt skal lægges en udbetaling på 5 pct. af købssummen ved finansiering af boligkøb. Det vil i nogen grad bidrage til at mindske udsving i boligpriserne og dermed i behovet for supplerende sikkerhedsstillelse.

Der er også fra sektorens side taget initiativer, der bidrager til at mindske behovet for supplerende sikkerhedsstillelse. Realkreditinstitutterne har gennem de seneste år generelt indført differentierede bidragssatser, hvor fx bidraget på lån med høj belåningsgrad og uden afdrag er højere end på lån med lav belåningsgrad og med afdrag. Dermed afspejler de differentierede bidragssatser bedre realkreditinstitutternes risiko på de forskellige lånetyper, herunder realkreditinstitutternes likvidetsrisiko forbundet med at stille supplerende sikkerhed.

Da institutterne til dato har været i stand til at stille supplerende sikkerhed, selv i perioder med meget store prisfald, og i lyset af de igangsatte initiativer der bidrager til at mindske behovet for og en eventuel udfordring ved at stille supplerende sikkerhed, vurderes der ikke på nuværende tidspunkt at være behov for yderligere tiltag til at adressere de potentielle risici ved kravet om supplerende sikkerhedsstillelse. Det vil dog være hensigtsmæssigt, at udviklingen på området løbende følges, herunder om institutterne fortsat er i stand til at stille den påkrævede supplerende sikkerhed.

Arbejdsgruppen har også set på, hvordan andre EU-lande har implementeret kapitalkravsdirektivet for så vidt angår kravene om

⁴ Pejlemærket foreskriver, at et realkreditinstituts andel af afdragsfrit udlån med belånings-grad over 60 pct. for ejerboliger skal være mindre end 10 pct. af instituttets samlede udlån. Realkreditinstitutterne skal opfylde pejlemærket i 2020.

supplerende sikkerhedsstillelse. Det kan konstateres, at det danske realkreditsystem, hvor specialiserede realkreditinstitutter udbyder lån, hvor der er en tæt sammenhæng mellem lån og finansiering i form af de udstedte obligationer (matchfunding), er ganske unikt i en europæisk sammenhæng. I andre lande sker udstedelsen af SDO'er som hovedregel i en universalbankmodel, hvor bankerne har andre fundingkilder, som fx indlån, og dermed en større fleksibilitet end de danske realkreditinstitutter. Man skal derfor være varsom med at sammenligne det danske realkreditsystem og den danske realkreditlovgivning med andre landes systemer.

Det bemærkes afslutningsvist, at EU-Kommissionen i regi af den kommende kapitalmarkedsunion overvejer at tage initiativer i relation til at indføre en EU-rammelovgivning for dækkede obligationer (covered bonds), herunder danske SDO og SDRO. Sådanne initiativer kan, afhængig af deres udformning, få betydning for de gældende danske regler omkring særligt dækkede obligationer.

KAPITEL 2 – LOVGIVNING OG AKTUELLE KRAV TIL SUPPLERENDE SIKKERHEDSSTILLELSE FOR KREDITINSTITUTTER

I dette kapitel gennemgås tilblivelsen af reguleringen, der ligger til grund for kravet om, at udstedere af SDO-obligationer skal stille supplerende sikkerhed. Kapitlet gennemgår de aktuelle krav til supplerende sikkerhed, såvel de lovgivningsmæssige og det ekstra krav, der stilles af ratingbureauer.

2.1 Lovgivning for særligt dækkede obligationer (SDO) og særligt dækkede realkreditobligationer (SDRO) - implementering af kapitalkravsdirektivet

Den 1. juli 2007 blev Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/48/EF om adgang til at udøve virksomhed som kreditinstitut gennemført i dansk lovgivning. I det følgende refereres der til dette direktiv som CRD.⁵

Implementeringen af CRD i dansk lov betød, at danske realkreditinstitutter og Danmarks Skibskredit kunne søge om tilladelse til at udstede særligt dækkede obligationer med en lav kapitalvægtning⁶ (en lavere risikovægt i kreditinstitutternes solvensopgørelse), samt at også pengeinstitutter fik mulighed for at søge om tilladelse til at kunne udstede særligt dækkede obligationer. Direktivet er i dag afløst af forordningen CRR, men der er ikke ændret i reglerne om særligt dækkede obligationer. CRR fastsætter en række krav, der alle skal være opfyldt, førend et værdipapir kan betegnes som en særligt dækket obligation (SDO) eller en særligt dækket realkreditobligation (SDRO)⁷. Herefter bruges SDO-betegnelsen om begge typer obligationer, medmindre andet nævnes.

Den væsentligste skærpelse som følge af implementering af CRD og senere CRR i forhold til de tidligere kapitaldækningsregler for udstedelse af SDO i forhold til traditionelle realkreditobligationer (RO'er) er, at SDO-udstedere løbende skal overholde kravet om, at et låns størrelse i forhold til det tilknyttede pant skal ligge inden for lånegrænsen i hele lånets løbetid. Hvis det bagvedliggende pant eller sikkerhed falder i værdi, skal kreditinstituttet stille supplerende sikkerhed, hvis værdiforringelsen indebærer, at gældens størrelse i forhold til pantets værdi på enkeltlåsniveau overstiger de tilladte belåningsgrænser. Det vil ikke være tilstrækkeligt, at lånegrænserne overholdes samlet set for hele kreditinstituttets portefølje af udlån på baggrund af SDO'er. Et lån med

⁵ Reglerne om supplerende sikkerhed kom med CRD. CRD er sidenhen erstattet af det fjerde kapitalkravsdirektiv (CRDIV) og den tilhørende kapitalkravsforordning (CRR). CRDIV/CRR ændrer imidlertid ikke på reglerne om supplerende sikkerhed. I rapporten bruges betegnelsen CRD som henvisning til direktivet og forordningen.

⁶ Kapitalvægtningen i kreditinstitutter på standardmetoden omfattet af CRD er for SDO'er 10 pct. og for RO 20 pct.

⁷ Det, der adskiller SDRO fra SDO, er primært de former for pant, som kan ligge til sikkerhed for obligationerne. Som sikkerhed for SDO kan anvendes fast ejendom, skibe, statsobligationer, værdipapirer udstedt af kreditinstitutter samt lån til offentlige myndigheder mv. Herudover har Finanstilsynet dispensationsadgang til at fravige og godkende de panttyper, der kan ligge til sikkerhed for udstedelserne. Som sikkerhed for SDRO kan som udgangspunkt kun anvendes fast ejendom samt lån til offentlige debitorer.

en belåningsgrad under den tilladte lånegrænse på 80 pct. for ejerboliger henholdsvis 60 pct. for fritidshuse kan således ikke kompensere for et lån med en belåningsgrad over disse grænser.

I direktivforhandlingerne blev der fra dansk side argumenteret for, at belåningsgrænserne i forbindelse med SDO-udstedelser blot skulle være overholdt på tidspunktet for lånoptagelse og ikke løbende. Dette synspunkt blev ikke imødekommet i forhandlingerne. De danske myndigheder drøftede ikke desto mindre efter direktivets vedtagelse spørgsmålet med Kommissionen. En fortolkningsgruppe (CRDTG) under Kommissionen slog dog fast, at belåningsgrænserne løbende skal være overholdt på en-keltlåsniveau, og at der skal stilles supplerende sikkerhed for at sikre dette. CRDTG anførte bl.a. at: "Each mortgage loan is supported by an adequate excess margin of collateral value. It must be noted that the Directive does not under any circumstances allow for exception from the adequate collateralization of each individual loan."

Såvel Økonomi- og Erhvervsministeriet og Nationalbanken som Realkreditrådet lavede i 2006 konsekvensanalyser af følgerne af det nye direktiv. Af Realkreditrådets konsekvensanalyse fra juni 2006 (forud for SDO-lovforslagets fremsættelse marts 2007) fremgår blandt andet følgende:

"CRD indfører for SDO'er krav om løbende overholdelse af LTV-grænserne. I modsat fald mister obligationsudstedelsen sin status som SDO. Overstiger værdien af de udstedte SDO'er lånegrænsen, skal obligationsudsteder enten supplere sikkerhedsgrundlaget gennem indskud af godkendte aktiver (f.eks. statsobligationer eller kontanter) eller opkøbe og annullere en del af de udstedte SDO'er."

Ved gennemførelsen af SDO-loven i 2007 var der således bred enighed om konsekvenserne af det nye direktiv med et nyt krav om supplerende sikkerhedsstillelse med henblik på løbende overholdelse af lånegrænser.

Det bemærkes, at der ikke er nogen tekst i CRD, der eksplicit anfører, at der skal stilles supplerende sikkerhed ved brud på lånegrænserne. Hele baggrunden for denne ændring af de danske regler var dog netop Kommissionens ønske om, at kravet om løbende overholdelse af lånegrænser skulle være overholdt sammenholdt med blandt andet det ovennævnte svar fra CRDTG. Direktivteksten, der nu er flyttet over i CRR art. 129, foreskriver fortsat, at underliggende aktiver skal ligge inden for lånegrænserne på 80 pct. henholdsvis 60 pct.

Det blev i forbindelse med det lovforberedende arbejde drøftet, at kravet om supplerende sikkerhedsstillelse ved større ejendomsprisfald kunne blive betydeligt. Der indførtes derfor med SDO-loven mulighed for at tegne en særlig kapital med en sekundær fortrinsstilling til at dække

behovet for den supplerende sikkerhedsstillelse – de såkaldte Junior Covered Bonds (JCB), der beskrives nærmere i afsnit 2.4.

Samtidig vurderede Finanstilsynet, at særlige aktivtyper hidrørende fra allerede allokert kapital til SDO-udsteders kapitalcentre samt eventuelle pengeinstitutgarantier også kunne udgøre den krævede supplerende sikkerhedsstillelse.

SDO-loven indebærer, at danske SDO-udstedende kreditinstitutter skal sikre, at størrelsen på lån i forhold til sikkerheden løbende maksimalt udgør 80 pct. af ejendommens værdi for beboelsesejendomme og 60 pct. for erhvervsejendomme. Ejendommens værdi skal overvåges mindst én gang om året, når det drejer sig om erhvervsejendomme, og mindst hvert tredje år når det drejer sig om beboelsesejendomme

Der skal i henhold til direktivet foretages hyppigere overvågning, når markedssituationen er præget af betydelige forandringer. Ved implementeringen i Danmark indgår alle ejendomme løbende i beregningen af supplerende sikkerhed.

Kravet om, at lånegrænserne løbende skal overholdes ved SDO-udstedelser, tjener til at sikre obligationsindehaveren bedst muligt i tilfælde af udsteders konkurs. Derudover skal reglerne ses som led i Kommissionens bestræbelser på at sikre en vis ensartethed bag obligationer, som nyder en særlig forordningsmæssig status i forhold til de risikovægte, der er knyttet til forskellige typer obligationer.

Institutterne har hver især etableret et LTV-overvågningskoncept, som skal ligge inden for de rammer og med de frekvenser, som er angivet i værdiansættelsesbekendtgørelsen, som implementerer CRD's krav om overvågning, jf. ovenfor. Når et institut ved sin overvågning konstaterer, at et lån i en ejendom overskrider lånegrænsen i forhold til ejendommens værdi, skal instituttet stille supplerende sikkerhed.

I forbindelse med ansøgning om SDO-tilladelse har Finanstilsynet godkendt, at institutterne også kan anvende deres værdiansættelsesmodeller til ejerboliger til LTV-overvågning. Modellerne er baseret på forskellige data – herunder prisoplysninger på postnummerniveau. For erhvervsejendomme anvendes ikke værdiansættelsesmodeller, da det statistiske grundlag for andre ejendomskategorier end ejerboliger og fritidshuse er for spinkelt til modeller.

Forskellige typer supplerende sikkerhed

Den supplerende sikkerhed, som skal stilles ved eksempelvis faldende markedsværdi på ejendomme, kan udover placeringer af basiskapital i

relevante aktivtyper være i form af øvrige aktiver, som opfylder kravene i CRD⁸ og kravene i lov om finansiel virksomhed.⁹ Det kan være lån sikret ved registreret pant i fast ejendom, statsgaranterede udstedelser og fordringer på og garantier udstedt af kreditinstitutter. Grænsen for andelen af fordringer på og garantier fra kreditinstitutter på kreditkvalitetstrin 1 er dog fastsat til maksimalt 15 pct. af den nominelle værdi af udsteders udestående SDO. Heraf kan 10 pct. ved konkret godkendelse være eksponeringer mod institutter på kreditkvalitetstrin 2.¹⁰

Under det forberedende arbejde med SDO-loven i 2006 og 2007 udtrykte de berørte kreditinstitutters organisationer bekymring for, at kravene til at stille supplerende sikkerhed kunne blive af et betydeligt omfang i et marked med faldende ejendomsværdier. Derfor ønskede sektoren mulighed for at kunne udstede såkaldte Junior Covered Bonds (JCB) for at kunne stille supplerende sikkerhed. Som en særlig dansk regel har et SDO-udstedende kreditinstitut derfor fået mulighed for at udstede JCB.

JCB er en type obligationer, der udstedes af de realkreditinstitutter, der også udsteder SDO'er. JCB har sikkerhed i de realkreditlån og andre aktiver, som også ligger til sikkerhed for udstedelsen af SDO. I tilfælde af det udstedende instituts konkurs bliver JCB-investorerne dog først betalt, når SDO-investorerne har fået alle deres penge. JCB rangerer altså efter SDO i konkursrækkefølgen og er derfor mere risikable for investorer end SDO. JCB er dog mere sikre end hybrid kernekapital og egenkapital. Realkreditinstitutterne udsteder JCB'er med henblik på at opnå et provenu, der kan anvendes til køb af den supplerende sikkerhed, der typisk vil være statsobligationer eller andre sikre papirer.

Finanstilsynet skal godkende SDO-udstedere

Udstedelse af SDO kræver tilladelse fra Finanstilsynet. Et realkredit- eller pengeinstitut, der søger om tilladelse til at udstede SDO'er, skal blandt andet redegøre tilfredsstillende for, hvordan instituttet vil foretage en regelmæssig, løbende overvågning af det bagvedliggende pants markedsværdi for at sikre, at belåningsgrænsen overholdes (LTV-overvågning). Instituttet skal endvidere til Finanstilsynet indsende en beskrivelse af forretningsgange, der understøtter værdiansættelse og overvågning af det bagvedliggende pant. Når tilladelsen er givet, skal instituttet hvert kvartal indberette til Finanstilsynet, hvor meget supplerende sikkerhed instituttet har stillet.

SDO kan udstedes af både penge- og realkreditinstitutter, mens SDRO'er kun kan udstedes af realkreditinstitutter. Aktuelt har fem institutter (Nykredit, Totalkredit, Danske Bank, BRFKredit og DLR Kredit)

⁸ Aktivtyperne fremgår af direktivets bilag VI, nr. 12, pkt. 68 a) - f).

⁹ I de danske regler fremgår aktivtyperne af § 152 c i lov om finansiel virksomhed, der implementerede direktivbestemmelsen. Nu fremgår reglerne af CRR artikel 129, stk. 1.

¹⁰ Jf. CRR artikel 129, stk. 1, litra c og sidste afsnit samt Bekendtgørelse om anvendelse af 10 pct.-grænsen i artikel 129 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 575/2013 af 26. juni 2013 om tilsynsmæssige krav til kreditinstitutter og investeringsselskaber

tilladelse til at udstede SDO'er og to realkreditinstitutter (Nordea Kredit og Realkredit Danmark) har tilladelse til udstedelse af SDRO'er.

2.2 International implementering

Alle EU's medlemslande er underlagt reglerne i CRD. Da de forskellige lande har forskellige modeller for ejendomsfinansiering, er implementeringen af CRD imidlertid forskellig.

I Danmark kan et realkreditinstitut, der er et specialinstitut, kun yde lån inden for en lånegrænse på 80 pct. af ejendommens værdi, hvis der er tale om en ejendom til beboelse. Den resterende del af ejendomsfinansieringen op til 100 pct. skal finansieres på anden vis, eksempelvis som lån hos et pengeinstitut eller fremskaffes via ejerens opsparing. Denne klare opsplitning af finansieringen hos to forskellige juridiske enheder foregår ikke i mange andre lande, hvor ejendomsfinansiering oftest foregår i et såkaldt universalbanksystem. Her optages boliglån inden for den almindelige bankforretning.

Opsplitningen af finansieringen i Danmark mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter indebærer blandt andet, at op til 80 pct. af finansiering oftest foregår ved obligationsudstedelse fra realkreditinstitutterne. De danske realkreditinstitutter kan ikke som pengeinstitutter udskifte lån i kapitalcentre, hvis de ikke længere overholder lånegrænserne.

I universalbankmodellen, som oftest anvendes i udlandet, er det ikke nødvendigvis kendt, hvor stor en del af ejendomsfinansieringen, der sker via realkreditobligationer henholdsvis traditionel bankfinansiering.

De forskellige modeller har betydning for, hvor stort behovet for supplerende sikkerhed vil være, men fælles for alle lande er, at CRD's regler for udstedelse af covered bonds som minimum skal være opfyldt.

Arbejdsgruppen har udsendt et spørgeskema til tilsynsmyndighederne i Tyskland, Frankrig, Sverige og Spanien med henblik på at få afklaret, hvordan de fire lande, som alle har betydelige covered bonds markeder, på nærmere angivne områder har implementeret covered bonds reglerne i henhold til CRD. Den udestående mængde af covered bonds udgjorde i 2011 henholdsvis 586 mia. euro i Tyskland, 366 mia. euro i Frankrig, 209 mia. euro i Sverige og 402 mia. euro i Spanien. Til sammenligning var den udestående mængde i Danmark i 4. kvartal 2011 på omkring 265 mia. euro.

Besvarelsene af spørgeskemaerne viser, at det er meget svært at lave en tværnational undersøgelse af de specifikke forhold ved den nationale regulering af covered bonds. Det skyldes, at de enkelte lande besvarer spørgsmålene ud fra deres egen kontekst, som i mange tilfælde kun vanskeligt kan sammenlignes med den danske. I andre lande benytter man ikke begrebet "supplerende sikkerhed", da man ikke har samme

forretningsmodel som i danske realkreditinstitutter. I universalbankmodellen kan man som nævnt bruge andre fundingkilder som fx indlån til at finansiere den del af et lån, der overstiger lånegrænsen, hvormed behovet for eventuel supplerende sikkerhed reduceres.

Udover spørgeskemaundersøgelsen har arbejdsgruppen aflagt det svenske finanstilsyn, Finansinspektionen, besøg med henblik på at undersøge muligheden for at drage paralleller mellem svenske kreditinstitutters og danske kreditinstitutters supplerende sikkerhedsstillelse. Mødet med Finansinspektionen bekræftede det overordnede billede, at det er vanskeligt at sammenligne et universalbanksystem som i Sverige med realkreditsystemet i Danmark. I Sverige er der således ikke specialinstitutter, der anvender matchfunding på samme måde som de danske realkreditinstitutter. Det svenske system er i langt højere grad sammenligneligt med danske pengeinstitutters muligheder for SDO-udstedelser.

På baggrund af besøget i Sverige og den efterfølgende dialog med de svenske myndigheder er indtrykket, at de svenske institutter ikke stiller supplerende sikkerhed så hurtigt som de danske institutter. Af den svenske Finansinspektions forskrifter og generelle råd om SDO'er fremgår det¹¹, at realkreditlån, hvis sikkerheder er faldet betydeligt i værdi, kun kan tælle med i sikkerhedsstillelsen svarende til den reducerede værdi. Af den svenske regerings proposition 2002/03:107 fremgår det, at man ikke kan sige noget generelt om, hvad man forstår ved et "betydeligt fald i værdi". Det vil blandt andet afhænge af ejendomsstypen. Det fremgår dog videre, at et fald i værdi på 5 pct. eller derunder kan accepteres. Når faldet udgør 15 pct. eller mere, kan man på den anden side anse værdien af et engagement for at have ændret sig væsentligt. Det skal dog bemærkes, at ratingbureauerne stiller krav til de svenske institutter om overkollatera-lisering ligesom det er tilfældet i Danmark.

2.3 Behov for supplerende sikkerhed 2009-2014

Finanstilsynet har siden 1. januar 2011 modtaget indberetning af supplerende sikkerhedsstillelse fra kreditinstitutter med tilladelse til at udstede SDO'er. Det giver løbende Finanstilsynet et indblik i de enkelte institutters følsomhed over for stigninger i LTV, der som nævnt er forholdet mellem lånets restgæld og ejendommens værdi både samlet set for hele udlånsporteføljen og inden for de enkelte ejendoms kategorier.

Indberetning af supplerende sikkerhed omfatter både oplysninger om den sikkerhed, som et institut er forpligtet til at stille som følge af lovens krav ved fx overskredne lånegrænser på grund af faldende markedsværdier, og

¹¹ Jf. Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om säkerställda obligationer, kapitel 6, §2, stk. 2 – 5 (af den 21. januar 2013)

den overskydende sikkerhedsstillelse (overkollateralisering) som instituttet har stillet herudover blandt andet som følge af krav fra det enkelte instituts ratingbureau for at opretholde en given rating af instituttets obligationer.

Ifølge Finanstilsynet var institutternes samlede behov i form af lovpligtig supplerende sikkerhed i 3. kvartal 2014 på 139 mia. kr., jf. tabel 1.

Tilbage i 3. kvartal 2009, hvor Finanstilsynet indhentede oplysninger om supplerende sikkerhedsstillelse ad hoc, var behovet på godt 52 mia. kr. Den samlede lovpligtige supplerende sikkerhed for SDO-udstedere er således steget med omkring 90 mia. kr. i perioden 3. kvartal 2009 til 3. kvartal 2014. Behovet for supplerende sikkerhed er dog faldet i forhold til 1. kvartal 2013, hvor behovet for lovpligtig supplerende sikkerhed toppede med 161 mia. kr.

Institutterne har stillet langt mere supplerende sikkerhed end påkrævet af lovgivningen. Overdækningen var i 3. kvartal 2014 på 124 mia. kr. svarende til 47 pct. af den stillede supplerende sikkerhed på i alt 263 mia. kr. I forhold til den samlede dagsværdi af udstedte SDO'er på omkring 2.400 mia. kr. udgør den lovpligtige stillede supplerende sikkerhed 5,8 pct. i 3. kvartal 2014, jf. tabel 1.

Den faktisk stillede supplerende sikkerhed på 263 mia. kr. er fordelt forholdsvis jævnt på de instrumenter, som det er tilladt at anvende, jf. tabel 1.

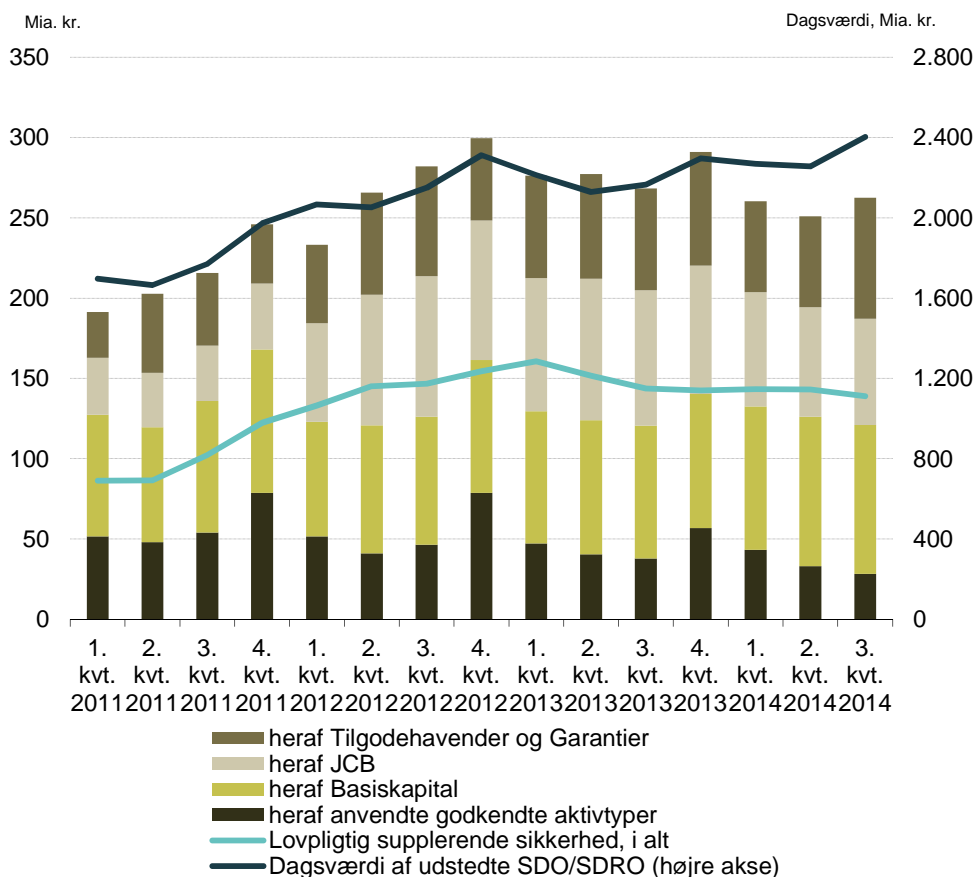
Tabel 1. Opgørelse over institutter med SDO/SDRO tilladelsesindberetninger vedr. supplerende sikkerhed til Finanstilsynet pr. 30/9 2014

(Mia. kr.)	3. kvartal 2014
Dagsværdi af udstedte SDO/SDRO	2.402,1
Faktisk stillet supplerende sikkerhed, i alt	262,5
- Heraf placering af basiskapitalmidler	92,8
- Heraf provenu fra JCB	66,0
- Heraf tilgodehavender og garantier	75,4
- Heraf andre godkendte aktivtyper	28,3
Lovpligtigt krav om supplerende sikkerhed, i alt	139,0

Anm.: Tallene er foreløbige estimater. Der tages forbehold for eventuelle ændringer som følge af efterindberetninger. "Andre godkendte aktivtyper" specificeres i CRR-artikel 129 (tidligere §152 c i lov om finansiel virksomhed). Faktisk stillet supplerende sikkerhed omfatter både den supplerende sikkerhedsstillelse, som instituttet er forpligtet til at stille som følge af lovens krav ved fx overskredne belåningsgrænser på grund af faldende markedsværdier, og den overskydende sikkerhedsstillelse, som instituttet har stillet derudover. Tallene omfatter Nykredit Realkredit Danmark, BRF Kredit, Totalkredit, DLR Kredit, Nordea Kredit og Danske Bank.
Kilde: Finanstilsynet

Siden 1. kvartal 2013 er behovet for lovpligtig supplerende sikkerhed faldet, jf. figur 1. Det kan afspejle stigende ejendomspriser, men kan også afspejle, at der er afdraget mere på realkreditgælden. Samlet set er den stillede supplerende sikkerhed dog omtrent uændret siden 1. kvartal 2013.

Figur 1. Fordeling af supplerende sikkerhed og dagsværdi af udstedte SDO/SDRO (mia. kr.)



Kilde: Finanstilsynet

Note: Tallene omfatter Nykredit, Realkredit Danmark, BRF Kredit, Totalkredit, DLR Kredit, Nordea Kredit, og Danske Bank og er indberettet ultimo hvert kvartal. Der tages forbehold for eventuelle ændringer som følge af efterindberetninger.

2.4 Udstedelse af JCB og tabsgarantier for realkreditinstitutter

Udover basiskapitalmidler er de to mest anvendte instrumenter til at stille supplerende sikkerhed tabsgarantier og udstedelse af JCB (se figur 2 ovenfor). Anvendelsen af tabsgarantier henholdsvis JCB'er afhænger dels af kreditinstitutternes koncernstruktur, dels af den konkrete forretningsmodel.

JCB

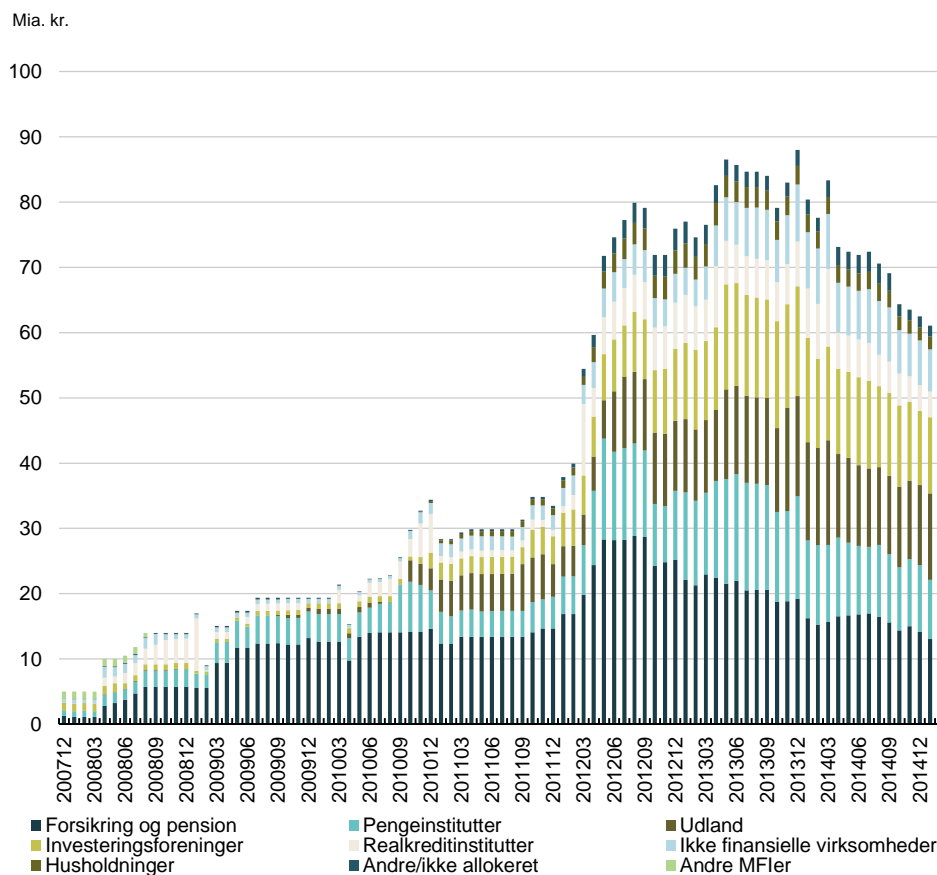
Midlerne fra JCB-udstedelse skal placeres i aktivtyper, der kan indgå som supplerende sikkerhed for udstedelse af SDO. JCB'erne er i

lovgivningen tildelt en særlig fortrinsstilling i forhold til simple kreditorer, ansvarlig lånekapital og hybrid kernekapital i det kapitalcenter/register, hvori JCB er udstedt i tilfælde af et instituts konkurs. De krav, som i en konkurssituation vil blive dækket forud for JCB'erne, er omkostningerne til administrationsboet/konkursboet, derefter indehaverne af SDOer i det pågældende kapitalcenter eller register, hvori JCB er udstedt, samt modparter på finansielle kontrakter, der afdækker risici i forbindelse med udstedelse af de berørte obligationer. Opnår JCB-kreditorer ikke fuld dækning i kapitalcentret eller registret, skal restkrav anmeldes i konkursmassen, hvori JCB-kreditorer ikke har fortrinsstilling, men bliver sidestillet med de simple kreditorer foran hybridkapital og ansvarlig lånekapital.

Aktuelt har fem realkreditinstitutter udstedt JCB for at dække behovet for at stille supplerende sikkerhed. Omfanget af udestående JCB var i begyndelsen af 2015 på omkring 60 mia. kr., jf. figur 3. Omfanget af udstedte JCB er øget gradvist fra 2008, hvilket kan skyldes faldende ejendomspriser, ratingbureauers stigende krav til kapitalbuffer, men også realkreditinstitutternes eget ønske om at kunne modstå (moderate) ejendomsprisfald uden akut at skulle udstede JCB'er. Det kan også spille ind, at JCB efter en lovændring i 2012 nu også kan anvendes til generelt at understøtte RO'er, herunder disses rating.

Gradvist har en bredere skare af investorer taget JCB'erne til sig, jf. figur 2. Forsikrings- og pensionssektoren holdt fra 2008 til 2010 en væsentlig del af de udstedte JCB. Siden har udenlandske investorer og andre finansielle formidlere øget deres andel betydeligt. Siden slutningen af 2010 er husholdninger gået ind på markedet og holder en mindre andel af det samlede udestående. Den aktuelle investorbase er således umiddelbart bredt funderet på sektorer. Der er dog et begrænset antal investorer, der holder en stor andel af de samlede udstedelser, men investorkredsen er generelt udvidet fra 2011 til 2012, og beholdningerne er lidt mere jævnt fordelt blandt investorerne. I opgørelsen for april 2011 holdt blot fire investorer mere end halvdelen af de udstedte JCB'er, mens det tal i opgørelsen for februar 2015 er steget til over 20 investorer. Vedrørende udenlandske investorer kan bemærkes, at flere foretrækker almindelig seniorgæld. Det er et kendt produkt, hvilket har vanskeliggjort salg af JCB'er til udenlandske investorer.

Figur 2. Ejerfordeling for udestående JCB



Kilde: Danmarks Nationalbank.

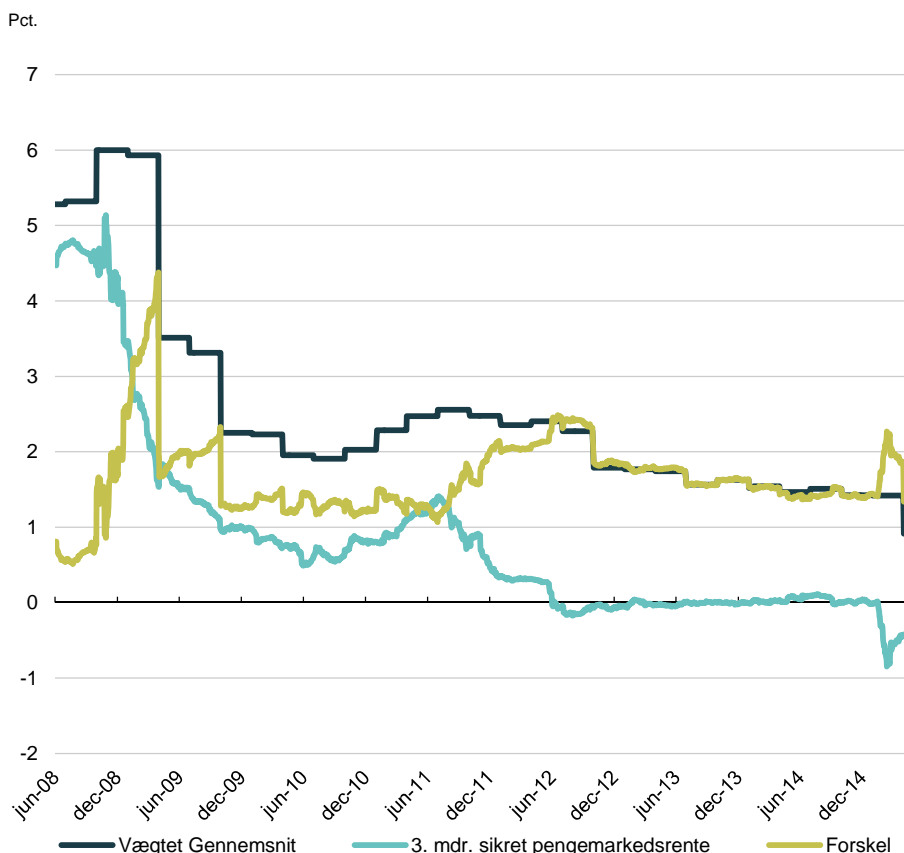
Note: Ejerfordelingen er opgjort i forhold til nominal værdi ultimo måneden.

En stor del af de udstedte JCB'er er variabelt forrentede med en rentefastsættelse knyttet til en 3- eller 6-måneders usikret referencerente.

Den løbende omkostning ved at skaffe supplerende sikkerhed via JCB afhænger af beløbet såvel som forskellen mellem renten på den JCB, der sælges, og renten på de tilstrækkeligt sikre instrumenter, der købes for JCB-udstedelsen og lægges ind i kapitalcentret, hvori udstedelsen har fundet sted.

Den gennemsnitlige omkostning knyttet til de udstedte JCB, målt som forskellen mellem den faktiske rente på de udstedte JCB og den sikrede 3-månedersrente, har varieret betydeligt over tid. Forskellen lå før krisen tæt på 1 procentpoint, men steg under krisen til mere end 3 procentpoint. I den senere del af den viste periode har forskellen ligget stabilt på knap 2 procentpoint, jf. figur 3.

Figur 3. Renteniveau for udstedte Junior Covered Bonds (JCB)



Kilde: Danmarks Nationalbank, Nykredit, Realkredit Danmark, DLR, BRK Kredit og Bloomberg.

Note: Det vægtede gennemsnit er beregnet på grundlag af den variable rente og det højeste nominelle udestående af de individuelle variabelt forrentede obligationer udstedt i danske kroner. Der er ikke taget højde for, at løbetiden på de udstedte obligationer varierer. Derudover påvirkes opgørelsen af renteforskellen også i et vist omfang af, om de korte markedsrenter udvikler sig som forventet. Den sikrede pengemarkedsrente anvendes som indikator på placeringsrenten for en sikker investering. Den rente er i samme størrelsesorden som en løbetidsjusteret rente på korte danske statsobligationer, der kan anvendes som supplerende sikkerhed. Den benyttede 3 mdr. sikrede pengemarkedsrente er en T/N swap rente. Seneste observation er 23. april 2015.

Det må forventes, at rentespændet vil stige, hvis der er uro på de finansielle markeder, eller hvis behovet for supplerende sikkerhed stiger betydeligt. Begge forhold vil sandsynligvis medføre, at investorer kræver en højere præmie.

Tabsgarantier som supplerende sikkerhed

Som alternativ til JCB-funding kan supplerende sikkerhed også stilles i form af tabsgarantier. Det tillades, at ikke-efterstillede tilgodehavender på og garantier stillet af kreditinstitutter på kreditkvalitetstrin 1 indgår som sikkerhed for udstedelse af særligt dækkede obligationer inden for en grænse på 15 pct. af den samlede nominelle udstedelse af særligt dækkede obligationer. Herunder kan 10 pct. efter konkret godkendelse være eksponeringer mod institutter på kreditkvalitetstrin 2. Ved større fald i ejendomspriserne vil et kreditinstitut således ikke kun kunne

anvende tabsgarantier eller øvrige fordringer på kreditinstitutter som supplerende sikkerhed.

Realkreditinstitutterne betaler en garantiprovision for tabsgarantier. Garantiprovisionen fastsættes bilateralt uden at komme markedet til kendskab. Fx betaler Realkredit Danmark en garantiprovision til Danske Bank, der er den primære formidler af realkreditlån for instituttet. Garantiprovisionen er fastsat som en markedspris i overensstemmelse med bekendtgørelse om koncerninterne transaktioner og afspejler risikoen over en hel konjunkturcykel. Hvis garantiprovisionen fastsættes i forhold til den aktuelle risiko på et givet tidspunkt, vil provisionsbetalingen i nogle perioder være højere og i andre perioder lavere end den pris, der er fastsat for at afspejle gennemsnittet over en hel konjunkturcykel. Det indebærer også, at akkumuleret over en hel konjunkturcykel vil den samlede betaling for provisionen være identisk, uanset om betalingen fastsættes ud fra aktuel risiko eller ud fra risikoen gennem en fuld konjunkturcykel.

Tagsgarantier versus udstedelse af JCB'er

Det er vanskeligt at sammenligne priserne for tabsgarantier med omkostningerne ved at udstede JCB'er, men indtrykket er dog, at den umiddelbare omkostning ved at udstede JCB'er historisk har oversteget omkostningen til tabsgarantier.

Man kan dog ikke entydigt konkludere, at det er en fordel at stille den supplerende sikkerhed som koncerninterne tabsgarantier frem for at udstede fx JCB'er.

For det første skal garantiprovisionen fastsættes som en markedspris, der er tilgængelig for 'selvstændige' og 'pengeinstitutejede' realkreditinstitutter på lige fod. At tabsgarantier ikke er forbeholdt 'pengeinstitutejede' realkreditinstitutter understreges af, at pengeinstitutter også stiller tabsgarantier for lån formidlet til 'selvstændige' realkreditinstitutter.

For det andet er udstedelsen af JCB'er ikke kun drevet af krav om supplerende sikkerhed, men også af ratingbureauernes krav til overkollateralisering.

I praksis anvender realkreditinstitutter, hvor realkreditinstituttet er moderselskab, oftere JCB-udstedelse frem for realkreditinstitutter i koncerner, hvor moderselskabet er et pengeinstitut. I disse tilfælde anvender realkreditinstituttet typisk pengeinstitutgarantier til brug for supplerende sikkerhed. Det er formentlig også affødt af, at moderselskabet i forvejen leverer kunder til datterselskabet og i denne forbindelse stiller en garanti herfor.

Udstedelsen af JCB'er er blevet mere udbredt i takt med stigende krav fra ratingbureauer til kapitaloverdækning i kapitalcentre eller registre for at opnå en bestemt udstederrating. I 4. kvartal 2013 kunne udstedernes samlede overdækning opgøres til omkring 149 mia. kr.

I relation til den øgede anvendelse af JCB-udstedelser bemærkes det, at ratingbureauer ikke som udgangspunkt tillægger koncernintern garantistillelse betydning i forhold til overdækning, mens aktiver erhvervet for provenuet ved JCB-udstedelser kan medgå i overdækningen.

Realkreditinstitutterne har fra december 2012 i lovgivningen fået mulighed for at udstede JCB til brug for at understøtte de traditionelle realkreditobligationer (RO) bl.a. med henblik på at kunne forbedre disses rating og altså ikke mere alene med henblik på at stille den lovpligtige supplerende sikkerhed.

Når man i vidt omfang har adgang til koncerninterne tabsgarantier, er der en lettere adgang til tabsgarantier sammenlignet med en situation, hvor tabsgarantien skal købes eksternt – det gælder særligt i situationer med finansiell uro, hvor det interne marked ikke fryser til og forudsat at moderbanken i den situation har råd til at stille garantiene. Forskellen på en intern tabsgaranti i forhold til en eksternt afregnet tabsgaranti er dog, at den dag, der realiseres tab, bliver koncernen ramt på balancen. Det ville ikke være tilfældet, hvis en tabsgaranti er hentet i et ikke-koncernforbundet pengeinstitut.

KAPITEL 3 – RISICI FORBUNDET MED KRAV OM SUPPLEREN-DE SIKKERHED FOR REALKREDITLÅN

3.1 Ejendomsprisfald og supplerende sikkerhed

Som det fremgår af kapitel 2, stiller realkreditinstitutterne supplerende sikkerhed udover det, lovgivningen kræver. En af grundene hertil er, at ratingbureauerne stiller krav om et sikkerhedsgrundlag, der rækker udover det lovpligtige. Derudover stiller institutterne frivilligt supplerende sikkerhed for at kunne imødegå eventuelle fremtidige ejendomsprisfald.

Manglende muligheder for at stille ikke-lovpligtig supplerende sikkerhed i det ønskede omfang vil derfor først indebære, at institutterne ikke har mulighed for at opbygge en frivillig buffer til at imødegå ejendomsprisfald. Det vil ikke isoleret set have nogen betydning i forhold til renterne på de udstedte obligationer.

Hvis situationen derimod indebærer, at institutterne ikke kan stille supplerende sikkerhed i et omfang, der lever op til ratingbureauernes krav, kan ratingen blive sænket, hvilket i investorernes øjne vil forringe sikkerheden bag de udstedte SDO-lån. Det kan medføre højere renter for låntagerne, men instituttet/kapitalcentret bevarer sin SDO-status.

I en situation hvor det ikke er muligt at afsætte fx JCB'er i markedet, kan realkreditinstitutterne komme ud for ikke at kunne stille den lovpligtige supplerende sikkerhed.

Til trods for store ejendomsprisfald under krisen og betydelig finansiell uro var institutterne i stand til at stille den krævede supplerende sikkerhed gennem hele krisen. Erfaringen fra krisen er således, at det var muligt at stille den krævede supplerende sikkerhed selv under en dyb krise med historisk stor uro på de finansielle markeder. Dog er andelen af SDO'er langt højere i dag end under uroen på de finansielle markeder i 2008/09. Store boligprisfald med overskridelser af de tilladte belåningsgrader til følge vil således i dag betyde, at der vil skulle stilles mere supplerende sikkerhed.

Udover at erfaringerne fra krisen har vist, at det var muligt at stille den krævede supplerende sikkerhed, skal det også bemærkes, at loven¹² om blandt andet afvikling af kreditinstitutter fra marts 2015 (BRRD) indeholder et krav til, at et realkreditinstitut til enhver tid skal have en gældsbuffer på 2 pct. af realkreditinstitutets samlede uvægtede udlån.

¹² LOV nr 334 af 31. marts 2015 om ændring af lov om finansiell virksomhed, lov om finansiell stabilitet, lov om en garantifond for indskydere og investorer, lov om værdipapirhandel m.v. og ligningsloven

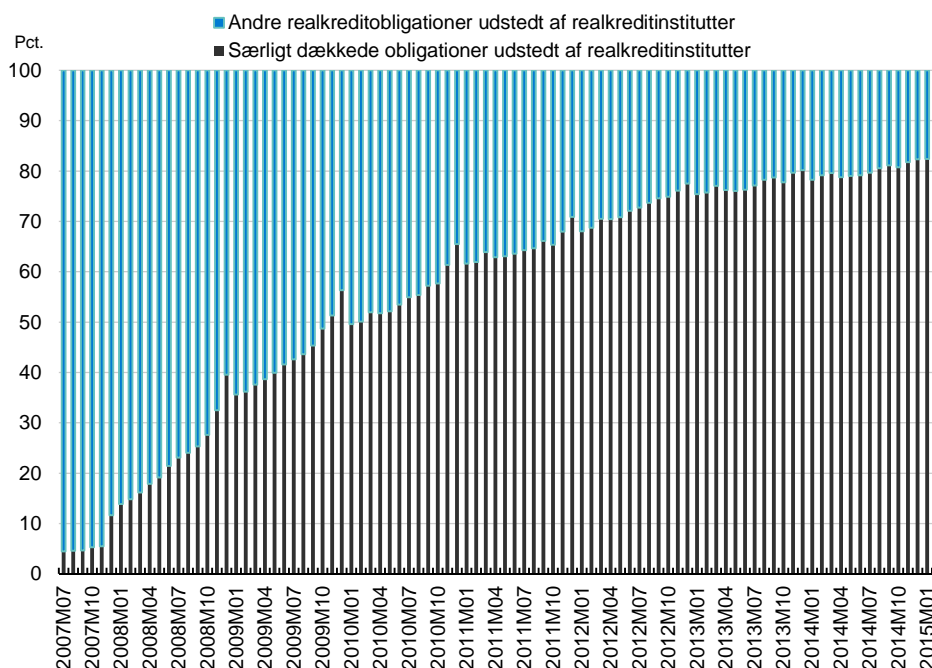
Gældsbufferen skal sikre realkreditinstituttet en buffer af egentlig kernekapital, hybrid kernekapital, supplerende kapital eller usikret seniorgæld udstedt fra instituttet i øvrigt. Provenuet fra den udstedte gæld, der skal opfylde 2 pct.-kravet, kan placeres i aktiver, der kan medregnes som supplerende sikkerhed. Det kan fx være statsobligationer.

Til trods for erfaringer fra krisen og kravet om en gældsbuffer kan det ikke udelukkes, at kravet om supplerende sikkerhedsstillelse i nogle situationer potentielt udgør en udfordring for institutterne. Det vil særligt være tilfældet i en situation, hvor store ejendomsprisfald er sammenfaldende med en længere periode med stor uro på de finansielle markeder, der gør det dyrt og potentielt vanskeligere at stille supplerende sikkerhed.

Hvis institutterne ikke kan stille den krævede supplerende sikkerhed, vil obligationerne miste deres SDO-status. De kan under visse betingelser reklassificeres fra SDO til RO. Prisen på obligationerne vil i så fald forventeligt falde. Det vil betyde højere renter for nye låntagere. Det skyldes blandt andet, at RO'erne indgår med højere risikovægt i kreditinstitutternes solvensopgørelser, som derfor skal have en højere betaling for at købe obligationen, ligesom det er usikkert, om markedet for RO'er er ligeså stort eller likvidt som for SDO'er.

Andelen af obligationer udstedt under SDO-lovgivningen udgør aktuelt godt 83 pct. af det samlede udestående, jf. figur 4.

Figur 4. Fordeling mellem realkreditobligationer med og uden SDO-status, 2007 – 2015



Kilde: Danmarks Nationalbank

Samtidig med at de udestående obligationer i stigende grad består af obligationer med SDO-status, er beholdningen af realkreditudlån vokset med en fjerdedel fra omkring 2.027 mia. kr. i starten af 2008 til omkring 2.567 mia. kr. i marts 2015.

3.2 Bortfald af betegnelsen særligt dækkede obligationer (SDO/SDRO)

Set under ét stiller SDO-udstederne i dag supplerende sikkerhed med en betydelig afstand til lovkravet, jf. ovenfor. På baggrund af prognoser fra både regeringen og Nationalbanken vurderes det i den forbindelse, at der for øjeblikket ikke er nogen stor risiko for, at ejendomspriserne vil falde i forhold til det nuværende niveau i et omfang, der vil gøre det umuligt for kreditinstitutterne at stille supplerende sikkerhed og dermed tabe deres SDO-status. Det er dog alligevel væsentligt at overveje, hvad der kunne ske ved fx fornyet uro på de finansielle markeder.

Med tab af SDO-status kan et realkreditinstitut under visse betingelser reklassificere sine SDO'er til RO'er, hvortil der ikke er knyttet de samme krav om løbende LTV-overholdelse. Overgang fra SDO til RO vil imidlertid have en række konsekvenser for obligationsinvestorerne. Der skal sondres mellem, om en investor fx er et kreditinstitut og derfor underlagt kapitalkravsforordningen (CRR), eller om investor fx er et forsikringsselskab og derfor underlagt Solvens II reglerne. Reglerne er blevet fastsat af Kommissionen ved en delegeret retsakt.

For kreditinstitutter vægtes SDO'er i medfør af CRR ud fra kreditvurderingen. Covered bonds udstedt før 31. december 2007 er frem til forfald omfattet af reglerne om særbehandling.¹³ Udgangspunktet er obligationens kreditvurdering.

Med en overgang fra SDO til RO vil realkreditinstitutterne fortsat kunne udstede obligationer blot med en anden klassifikation. Investorerne vil imidlertid kræve en højere rente som compensation for blandt andet større kapitalkrav til RO i reguleringen.¹⁴ En højere rente vil trække i retning af at lægge et nedgående pres på boligprisudviklingen. Derudover skal man være opmærksom på, at realkreditinstitutternes realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer og særligt dækkede realkreditobligationer, må anses som en kritisk funktion i det danske boligfinansieringsmarked og som likviditetsredskab for pengeinstitutterne og har dermed en kritisk funktion i forhold til opretholdelse af den finansielle stabilitet. Da pengeinstitutterne i vidt omfang holder SDO'er som del af deres likviditetsstyring, vil en overgang fra SDO til RO medføre en stigning i pengeinstitutternes

¹³ jf. CRR artikel 129 stk. 4 og 5 uanset stk. 1 og 3.

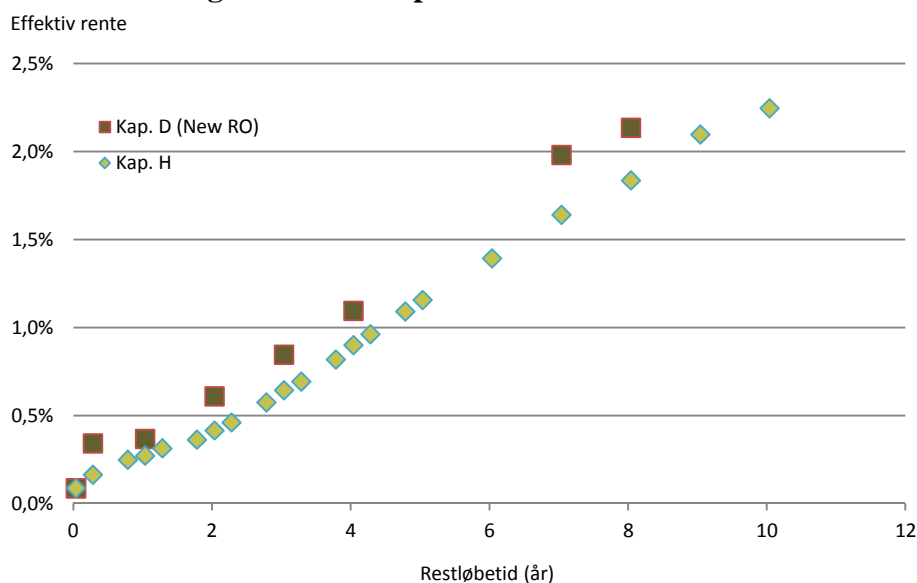
¹⁴ I forhold til Liquidity Coverage Ratio (LCR) er det en betingelse for, at dækkede obligationer kan indgå i definitionen af niveau 1-aktiver, at de opfylder kravene til dækkede obligationer i CRR artikel 129 eller artikel 52(4) i direktiv 2009/65/EF (UCITS V). Det er fx krav til hvilke aktiver, der kan indgå som sikkerhed for obligationerne. I Danmark omfatter disse definitioner både realkreditobligationer, særligt dækkede realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer (ROer, SDROer og SDOer).

risikovægtede eksponeringer, da risikovægten på en RO er højere end på en SDO. I likviditetsmæssig sammenhæng (LCR) kan RO indgå som niveau 1 aktiv.

Konsekvenserne af en overgang fra SDO til RO kan således ikke isoleres til en rentestigning, men kan have store konsekvenser for det finansielle system og i anden række realøkonomien.

Der er en vis usikkerhed knyttet til, om investorinteressen for RO vil være af samme omfang, som den i dag er for SDO. RO'er udstedt i første lag handles med et relativt begrænset spænd til SDO'er uanset løbetid, jf. figur 5.

Figur 5. Effektive renter på realkreditobligationer og særligt dækkede obligationer i basispunkter

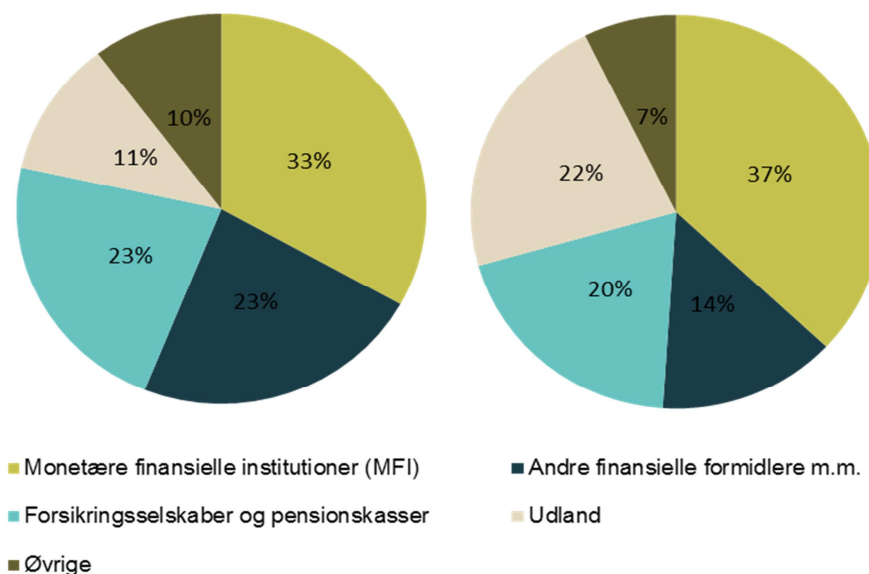


Kilde: Danske Markets

Realkreditobligationer handles imidlertid ikke med samme likviditet som særligt dækkede obligationer. Især dybden af markedet for RO'ere er usikker, og derfor kan de observerede spænd ikke uden videre overføres til et scenarie, hvor realkreditinstitutterne skifter fra at udstede SDO til RO for bedre at kunne håndtere kravet om supplerende sikkerhed.

I dag er de primære investorer i både RO og SDO penge- og realkreditinstitutter, jf. figur 6. Den væsentligste forskel i investorfordelingen er, at udenlandske investorer er underrepræsenteret og ikke-finansielle selskaber er overrepræsenteret i investorfordelingen for RO sammenlignet med SDO.

Figur 6. Investorfordeling for realkreditobligationer (venstre figur) henholdsvis særlig dækkede obligationer (højre figur), februar 2014



Kilde: Danmarks Nationalbank

I et scenarie, hvor realkreditinstitutterne begynder at udstede RO i stedet for SDO/SDRO, vil RO'ernes likviditet blandt andet afhænge af, om udenlandske investorer vil efterspørge RO'er i samme omfang, som de i dag efterspørger SDO'er.

Investorenes reaktion på ændring fra SDO til RO-udstedelse i et institut vil blandt andet afhænge af, om ændringen skyldes tab af SDO-tilladelse eller er et led i instituttets ændrede forretningsstrategi. Ved en frivillig ændring skifter realkreditinstituttet status for nye udstedelser til finansiering af nye lån eller refinansiering af allerede udbetalte lån. Ved en tvungen ændring kan der under visse betingelser ske en reklassifikation i medfør af § 33d, stk. 2, i lov om realkreditlån og realkreditobligationer. Det vil sige, at realkreditinstituttet mister sin SDO-status på grund af manglende lovpligtig supplerende sikkerhedsstillelse.

En tvungen ændring vil fremadrettet fjerne behovet for at stille yderligere supplerende sikkerhed, mens en frivillig ændring vil reducere behovet i takt med, at allerede udbetalte lån refinansieres eller omlægges.

KAPITEL 4 – INITIATIVER I REALKREDIT-SEKTOREN

Realkreditsektoren har selv taget initiativer, som blandt andet adresserer realkreditinstitutternes udfordringer med at stille supplerende sikkerhed.

4.1 Bidragssatser

Realkreditinstitutterne har valgt at differentiere bidragssatserne efter blandt andet lånetype og belåningsgrad. Bidragssatsen på lån med høj belåningsgrad og afdragsfrihed er højere end på lån med lav belåningsgrad og afdrag, jf. tabel 2. Det afspejler blandt andet en større risiko for at skulle stille supplerende sikkerhed på lån med høj belåningsgrad.

Tabel 2. Bidragssatser på forskellige lån og belåningsgrader

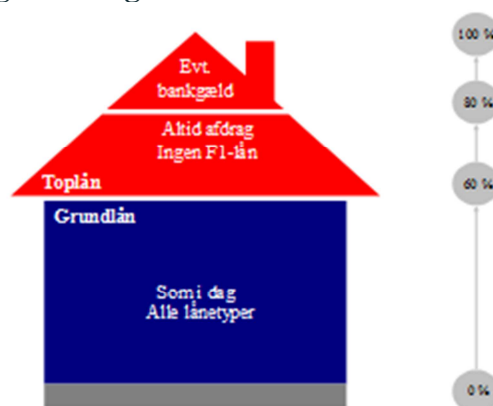
Belåningsprocent	Lån med fast rente og afdrag	Lån med variabel rente og afdrag	Lån med fast rente og afdragsfrihed	Lån med variabel rente og afdragsfrihed
0-40 pct.	0,27-0,35 pct.	0,40-0,50 pct.	0,37-0,45 pct.	0,50-0,60 pct.
40-60 pct.	0,75-0,82 pct.	0,95-1,10 pct.	0,92-1,05 pct.	1,10-1,35 pct.
60-80 pct.	1,00-1,35 pct.	1,25-1,53 pct.	1,60-1,68 pct.	1,85-2,05 pct.
80 pct.	0,61-0,68 pct.	0,75-0,90 pct.	0,89-1,01 pct.	1,03-1,18 pct.

Anm.: Ved en belåningsprocent på 80 pct. er bidragssatsen et gennemsnit af bidragssatserne i de viste intervaller op til 80 pct. De viste bidragssatser er for ejerboliger. Nykredit formidler lån til private gennem Totalkredit. Bidragssatser på eksisterende lån til private i Nykredit er omfattet af en anden prisstruktur.
Kilde: Realkreditinstitutterne

4.2 Tolagsbelåning

Nykredit Realkredit og Totalkredit havde i perioden 2012-14 en såkaldt tolagsbelåningsmodel rettet mod nye privatkunder og eksisterende privatkunder, som ønskede at konvertere et eksisterende lån. Nykredit har siden 2009 haft tolagsbelåning i forbindelse med erhvervsudlån. Tolagsbelåning var konstrueret inden for de gældende rammebetingelser. Hvis en boligkøber eller boligejer ønskede at belåne sin bolig op til den gældende lånegrænse på 80 pct. af boligens værdi, tilbød Nykredit og Totalkredit to lån. Det første lån var et grundlån, som blev ydet op til 60 pct. af boligens værdi. Derudover blev der ydet et toplån fra 60 til 80 pct. af boligens værdi. Modellen for tolagsbelåning er illustreret i figur 7 nedenfor.

Figur 7. Tolagsbelåning



Kilde: Nykredit

I grundlånet var det muligt at få alle udbudte låntyper, herunder afdragsfrihed og korte rentetilpasningslån. Grundlånet finansieres med SDO'er. I toplånet var det derimod ikke muligt at få afdragsfrihed på lånet eller rentetilpasningslån med rentetilpasningsperiode på et år. Toplånet finansieres med traditionelle RO'er.

Tolagsbelåning havde imidlertid nogle konsekvenser for forbrugerne. Samlet set betød tolagsbelåning for forbrugerne, at deres månedlige ydelse blev højere sammenlignet med et lån, hvor afdragsfrihed og rentetilpasning på ned til ét år er muligt på hele lånebeløbet op til 80 pct. af ejendommens værdi. Det skyldes, at der afdrages på som minimum top-lånet, hvilket vil øge opsparingen. Ved samtidig ikke at tilbyde korte rentetilpasningslån i toplånet blev forbrugernes rentefølsomhed også mindre. Da obligationerne bag toplånet var RO'er, blev renten alt andet lige lidt højere på dette lån end på grundlånet baseret på SDO-obligationer.

Nykredit og Totalkredit besluttede dog i starten af 2014, at man fra medio 2014 ikke længere ville tilbyde tolagsbelåning.

Det bemærkes, at en ulempe ved opdeling af lån er, at det kan føre til mindre obligationsserier. De nye likviditetsregler fra EU (Liquidity coverage ratio – LCR) stiller netop krav til størrelsen af serierne, hvorfor en opdeling kan få utilsigtede konsekvenser. Det er på den baggrund ikke oplagt, at det vil gavne den samlede finansielle stabilitet, hvis man på sektorniveau indførte en opdeling af lån, der ville indebære en mindre SDO-andel.

BILAG 1 - KOMMISSORIUM FOR ARBEJDSGRUPPE OM KREDITINSTITUTTER OG SUPPLERENDE SIKKERHEDSSTILLELSE

Baggrund

Som opfølgning på den finansielle krise er der iværksat en række initiativer til styrkelse af regulering og tilsyn over for bankerne, der også i en række tilfælde omfatter realkreditinstitutterne. Selvom realkreditinstitutterne klarede sig godt gennem krisen, vurderes det, at der fortsat er behov for at undersøge mulighederne for opfølgingsinitiativer inden for realkreditområdet, der kan bidrage til at sikre stabiliteten af boligmarkedet under skiftende markedsforhold og faldende boligpriser.

Behovet skal endvidere ses i sammenhæng med den internationale regulering, fx EU's kapitalkravsdirektiv, CRD IV, og anbefalingen i SDO-evalueringen af 4. december 2009. Heri anbefales, at der nedsattes en arbejdsgruppe, der bl.a. skulle se på konsekvenserne af reglerne om supplerende sikkerhedsstillelse.

Kravet om supplerende sikkerhedsstillelse stammer fra EU's kapitaldækningsdirektiv (CRD), der blev implementeret i dansk lovgivning pr. 1. juli 2007. Formålet med at stille supplerende sikkerhed er at sikre obligationsindehaverne bedst muligt, så der ikke forekommer udstedelser af SDO/SDRO, hvor værdien af de aktiver, der ligger som sikkerhed, er utilstrækkelig.

Arbejdsgruppens opgaver

Arbejdsgruppen skal nærmere belyse konsekvenser af kravet om supplerende sikkerhedsstillelse og mulighederne for opfølgingsinitiativer inden for realkreditområdet, herunder:

- hvordan er kapitaldækningsdirektivet implementeret, herunder sammenlignet med andre *sammenlignelige* lande, og hvor store er de aktuelle krav til supplerende sikkerhedsstillelse for kreditinstitutterne?
- hvilke risici er der for kreditinstitutterne på kort og på lang sigt som følger heraf?
- hvordan kan brud på kravet om supplerende sikkerhed ramme låntagere med forskellige låntyper?
- sammenhæng og konsekvenser i fht. andre direktivforslag,
- beskrivelse af de cykliske effekter, som er forbundet med kravet om supplerende sikkerhedsstillelse,
- vurdering af de initiativer, sektoren i det seneste år har taget med henblik på at øge boligfinansieringens stabilitet, bl.a. med hensyn til nye låneformer,
- forslag til at afhjælpe eventuelle uhensigtsmæssigheder såvel som vurdere konsekvenserne heraf.

Arbejdsgruppens sammensætning og tidsplan

Der lægges vægt på en sammensætning af arbejdsgruppen, der favner bredt. Finansrådet, Realkreditforeningen, Realkreditrådet, Forbrugerrådet, Forsikring og Pension, InvesteringsForeningsRådet, Dansk Aktionærforening og Danmarks Nationalbank indstiller et medlem. Erhvervs- og Vækstministeriet varetager formandsposten og udpeger yderligere 1 medlem (Finanstilsynet). Finansministeriet indstiller ét medlem.

Erhvervs- og Vækstministeriet varetager sekretariatsfunktionen.

Arbejdsgruppen skal aflægge rapport senest i foråret 2013.

Rapport

Arbejdsgruppen om kreditinstitutter og supplerende sikkerhedsstillelse

Erhvervs- og Vækstministeriet
Slotsholmsgade 10-12
1216 København K
Tlf 3392 3350
evm@evm.dk
www.evm.dk

Erhvervs- og Vækstministeriet

Slotsholmsgade 10-12

1216 København K

Telefon 33 92 33 50

evm@evm.dk