

FORELØBIG AFRAPPORTERING FRA
ARBEJDSGRUPPEN OM LIGE KONKURRENCEVILKÅR
MELLEM PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

OKTOBER 2014

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. Indledning.....	3
2. Sammenfatning	4
3. Lov om håndtering af refinansieringsrisiko	7
3.1 Konkurrenceforskelle mellem penge- og realkreditinstitutter.....	7
3.2 Behov for justeringer af Bekendtgørelse	8
3.3 Behov for justeringer af loven	8
3.4 Ratingbureauer	9
4. Udvikling på obligationsmarkedet.....	12
4.1 Auktioner i 2014	12
4.2 Produktudvikling.....	14
Bilag 1: Arbejdsgruppens kommissorium	16

1. INDLEDNING

Finanskrisen illustrerede, at likvidetsrisici i det finansielle system udgjorde en risiko for den finansielle stabilitet. I forhold til realkreditsystemet har det ikke været klart, hvad der ville ske, hvis et realkreditinstitut ikke kunne gennemføre en refinansiering og dermed ikke kunne skaffe tilstrækkelig likviditet til at betale de udløbende obligationer. Efter finanskrisen satte både ratingbureauer og EU også fokus på risikoen for, at det i en tilspidset situation ikke ville være muligt at afsætte et tilstrækkeligt antal nye obligationer til at refinansiere den store mængde af danske rentetilpasningslån, og at dette udgjorde en risiko for den finansielle stabilitet.

Folketinget vedtog på den baggrund d. 11. marts 2014 den såkaldte "refinansieringslov", der skulle medvirke til at fremtidssikre det danske realkreditsystem ved at håndtere refinansieringsrisikoen. Refinansieringsloven sikrer, at realkreditinstitutternes forretningsmodel er mere robust over for fremtidigt markedsstress ved at indføre et krav om, at obligationerne skal forlænges, hvis refinansieringen ikke kan gennemføres. Refinansieringsrisikoen placeres herved entydigt hos investorerne.

Konkret er der med lovændringen indført et krav til realkreditinstitutter om, at hvis et lån ikke kan refinansieres, vil løbetiden på den eksisterende obligation blive forlænget med ét år ad gangen, indtil en refinansiering kan gennemføres. Der vil ske en tilsvarende forlængelse, hvis renten på lån, der finansieres med obligationer, der har op til og med 24 måneders løbetid, bliver mere end 5 procentpoint højere end renten på en tilsvarende obligation med samme restløbetid ét år tidligere – den såkaldte "rentetrigger".

I en afviklingssituation vil kurator som i dag have mulighed for at udstede refinansieringsobligationer. Realkreditinstituttets obligationer forlænges med ét år ad gangen i tilfælde af, at kurator vurderer, at han ikke vil kunne honorere sine forpligtelser over for alle de eksisterende obligationsinvestorer, såfremt der udstedes refinansieringsobligationer, eller hvis der ikke er tilstrækkeligt med aftagere til obligationerne.

Pengeinstitutter udsteder også særligt dækkede obligationer til finansiering af lån mod pant i fast ejendom. Lovændringen indebærer, at et pengeinstituts obligationsudstedelse i en afviklingssituation vil blive forlænget med ét år ad gangen, hvis den ikke kan refinansieres. Det gælder endvidere, at pengeinstitutters udstedelser af særligt dækkede obligationer skal have en løbetid på over 24 måneder. Herved skabes sikkerhed for, at pengeinstitutterne ikke får en fordel ved at kunne udstede særligt dækkede obligationer uden rentetrigger for løbetider, hvor loven pålægger realkreditinstitutterne at have en rentetrigger.

2. SAMMENFATNING

Regler om løbetidsforlængelse trådte i kraft for obligationer udstedt af realkreditinstitutter med op til og med 1 års løbetid pr. 1. april 2014 og vil træde i kraft for obligationer med mere end 1 års løbetid samt obligationer udstedt af pengeinstitutter pr. 1. januar 2015.

Der var i forbindelse med lovbehandlingen en diskussion af lovens betydning for konkurrenceforholdet mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter. Det blev derfor i regi af den politiske aftale bag lovforslaget mellem regeringen, Venstre, Socialistisk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti aftalt, at erhvervs- og vækstministeren skulle nedsætte en arbejdsgruppe, der skal følge udviklingen i markedet for lån med pant i fast ejendom, og afdække om der sker forskydninger i markedet mellem realkredit- og pengeinstitutter, samt om lovændringen fører til ændringer af konkurrenceforholdene mellem penge- og realkreditinstitutterne, herunder lån finansieret ved fælles funding. Ligeledes skal arbejdsgruppen følge, om loven fremmer forretningsmodeller, som ikke kan modstå stressscenarier og fører til en risikoforskydning i den finansielle sektor, og om udenlandske institutter med udlån i Danmark har opnået væsentlige fordele ved at anvende finansieringskilder, der ikke er omfattet af loven. Arbejdsgruppens kommissorium er vedlagt som bilag 1.

Denne rapport er en foreløbig afrapportering fra arbejdsgruppen, som fokuserer på realkreditinstitutternes obligationer med op til og med 1 års løbetid, idet loven alene trådte i kraft for disse obligationer den 1. april 2014.

Arbejdsgruppen vil, i overensstemmelse med den politiske aftale, udarbejde en status over loven til erhvervs- og vækstministeren inden udgangen af 2014. Arbejdsgruppen skal endelig gennemføre en analyse af konsekvenserne af loven i 2017.

I analysen af lovens effekt på konkurrencen bemærkes det, at loven kun har været gældende i en relativt kort periode og alene for obligationer med kort løbetid. Det er derfor på nuværende tidspunkt ikke muligt at vurdere, om lovændringen har ført til ændringer af konkurrenceforholdene mellem penge- og realkreditinstitutterne.

I denne afrapportering har arbejdsgruppen derfor primært kigget på lovens betydning for ratingen af danske realkreditobligationer, og om loven har givet anledning til rentestigninger for de omfattede obligationer. Arbejdsgruppen har desuden kigget på, om der er behov for præciseringer af loven forud for dennes ikrafttræden 1. januar 2015 for lån finansieret med obligationer med restløbetid over 12 måneder.

Arbejdsgruppen konstaterer, at ratingbureauerne alle har meldt ud, at lovændringen mindsker eller eliminerer refinansieringsrisikoen for realkreditinstitutterne, men også at loven ikke grundlæggende adresserer institutternes udfordring med, at lange forpligtelser (lån) finansieres med korte obligationer, hvilket dog heller ikke var lovens hensigt.

Formålet med loven var derimod at gøre det klart, hvad der vil ske, hvis en refinansiering ikke kan gennemføres på markedsvilkår. Finanstilsynets nyligt offentliggjorte forslag til en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter, der bl.a. indeholder pejlemærker vedr. andelen af lån med kort funding, forventes derimod at hjælpe i forhold til udfordringen med lange lån og kort funding, specielt i tilpasningsperioden Arbejdsgruppen har dog ikke analyseret konsekvenserne af tilsynsdiamanten nærmere.

Arbejdsgruppen konstaterer endvidere, at rentetillægget for obligationer omfattet af rente- og refinansieringstrigger er marginalt højere end obligationer uden disse triggere under de nuværende markedsforhold. Siden 1. april 2014 er obligationerne således blevet solgt til en rente, som er 3-4 basispunkter højere end sammenlignelige obligationer uden krav om mulighed for forlængelse. Der har endvidere ikke været indikationer af, at der har været udfordringer med at afsætte de nye obligationer. Tilbage meldinger fra investorerne indikerer desuden, at rentetillægget primært skyldes det optionselement, der findes i en rentetrigger. Det bemærkes dog, at rentetillægget er opnået ved et meget lavt generelt renteniveau og at det ikke kan udelukkes, at rentetillægget vil være anderledes i andre konjunktursituationer.

Siden lovens ikrafttrædelse d. 1. april 2014 for obligationer med løbetid op til 12 måneder, er der blevet udviklet nye variabelt forrentede produkter, som minder om de eksisterende lånetyper, men som ikke er omfattet af rentetriggeren. Arbejdsgruppen følger denne udvikling, men finder ikke, at der er tilstrækkeligt grundlag for at konkludere på effekten heraf i forhold til konkurrencesituationen.

Arbejdsgruppen noterer, at erhvervs- og vækstministeren vil fremsætte et lovforslag, der skal gennemføre mindre justeringer af lovgivningen for at sikre klarhed over præcist, hvornår obligationerne er omfattet af en rentetrigger.

Arbejdsgruppen ønsker endelig at anbefale en enkelt justering af bekendtgørelse om refinansiering af rentetilpasningslån vedrørende renten ved forlængelse af et realkreditinstituts obligationer i en afviklingssituation. Hensigten er at ensarte vilkårene for realkreditinstitutter og pengeinstitutter på dette punkt, jf. boks 1.

Boks 1 – arbejdsgruppens anbefaling

I bekendtgørelse om refinansiering af rentetilpasningslån § 5 fremgår, at obligationer udstedt af et realkreditinstitut skal anvende en ledende 1-årig referencerente (fx 12 måneders Cita) ved en forlængelse i en afviklingssituation. Bekendtgørelsen omfatter endnu ikke pengeinstitutter, hvilket den dog skal fra 1. januar 2015.

For pengeinstitutter er det tidligere tilkendegivet, men endnu ikke fastsat, at de skal anvende en "hensigtsmæssig ledende referencerente", hvilket giver en administrator i et pengeinstitut frihed til at vælge en kortere rente end 1 år.

Arbejdsgruppen anbefaler en ligestilling af vilkårene, hvilket kan ske ved, at bekendtgørelsens § 5 ændres fra en "et-årig ledende referencerente" til en "hensigtsmæssig ledende referencerente" i lighed med, hvad det er tilkendegivet, at der skal gælde for pengeinstitutter.

3. LOV OM HÅNDTERING AF REFINANSIERINGSRISIKO

Siden lovforslaget om håndtering af refinansieringsrisiko blev præsenteret i november 2013, har der været fokus på lovens indhold fra flere aktører, herunder både kreditinstitutter, ratingbureauer og investorer mv. Ligeledes var der i forbindelse med lovbehandlingen en diskussion af lovens betydning for konkurrenceforholdet mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter. Realkreditrådet og Finansrådet har i regi af arbejdsgruppen udarbejdet hvert sit input om organisationernes syn på lige konkurrence i forlængelse af lovændringen.

Siden loven blev vedtaget, er der endvidere identificeret visse tekniske udeståender, som med fordel kan præciseres forud for, at loven 1. januar 2015 træder i kraft for obligationer med løbetid på mere end 12 måneder. Disse beskrives ligeledes i nedenstående afsnit.

Endeligt har ratingbureauerne efter lovens vedtagelse i marts 2014 offentliggjort deres respektive syn på, hvor effektivt de finder, at lovændringen adresserer refinansieringsrisiko i dansk realkredit. Sidst i dette kapitel redegøres derfor for de tre store ratingbureauers syn på loven.

3.1 KONKURRENCEFORSKELLE MELLEM PENGE- OG REALKREDITINSTITUTTER

Finansrådet og Realkreditrådet har begge lavet et input til arbejdsgruppen med holdninger til konkurrenceforholdene som følge af lovændringen.

Realkreditrådet fremhæver, at der på følgende tre områder ikke er lige konkurrencevilkår:

- Refinansieringstriggeren gælder for danske realkreditinstitutter, men ikke for danske SDO-udstedende pengeinstitutter i såkaldt "going concern".
- Referencerenten ved en forlængelse i en afviklingssituation er for realkreditinstituttet angivet til en ledende 1-årig rente, mens det for pengeinstitutter endnu ikke er specificeret, hvilken rente der skal benyttes.
- Rente- og refinansieringstriggeren er et krav for danske realkreditinstitutter, mens det ikke er et krav for udenlandske penge-/realkreditinstitutter, både på det danske og udenlandske marked.

Finansrådet fremhæver følgende to hovedpointer i forhold til konkurrencen:

- Pengeinstitutter må ikke udstede obligationer med løbetid under 24 måneder, hvilket sikrer mod, at pengeinstitutterne får en fordel ved at kunne udstede korte obligationer uden rentetrigger.

- Lovforslaget medfører, at udenlandske pengeinstitutter får en relativ konkurrencefordel, fordi de ikke pålægges rente- og refinansieringstrigger.

Arbejdsgruppen vil drøfte de fremførte synspunkter i de kommende måneder, og en vurdering heraf planlægges indeholdt i den afrapportering, der forelægges erhvervs- og vækstministeren ultimo 2014. Arbejdsgruppen har dog allerede forholdt sig til spørgsmålet om rente for realkreditinstitutter i afviklingssituationen, jf. afsnit 3.2.

3.2 BEHOV FOR JUSTERINGER AF BEKENDTGØRELSE

Arbejdsgruppen har identificeret et element i den tilhørende bekendtgørelse vedrørende renten i en afviklingssituation hvor der kan opstå en forskel i reguleringen af realkreditinstitutter og pengeinstitutter.

Af bekendtgørelsens § 5 fremgår det, at realkreditinstitutternes rente i en afviklingssituation, hvor obligationer forlænges, skal være en ledende 1-årig referencerente. Det er endnu ikke fastlagt, hvilken rente der skal gælde for pengeinstitutter i en afviklingssituation, men det har tidligere været tilkendegivet, at pengeinstitutterne skal anvende en "hensigtsmæssig ledende referencerente" ved forlængelse af obligationer.

Vilkårene for referencerenten i afvikling er væsentlig for investorers og ratingbureauers vurderinger af reglerne i en afviklingssituation. Når der er forskellige vilkår, giver det anledning til fortolkninger og analyser hos disse interessenter, som i yderste fald kan have prismæssige konsekvenser, bl.a. fordi afdækning af renterisikoen vil være forskellig.

Realkreditrådet har i deres indlæg til arbejdsgruppen pointeret, at forskellige vilkår anses som ulige konkurrencevilkår. Arbejdsgruppen har ikke forholdt sig til dette synspunkt, men har ikke indvendinger imod en ændring af bekendtgørelsen. Det anbefales derfor, at § 5 i "Bekendtgørelse om refinansiering af rentetilpasningslån" ændres, således at der anvendes en "hensigtsmæssig ledende referencerente" for realkreditinstitutter og det samme for pengeinstitutter, når loven træder i kraft herfor 1. januar 2015.

3.3 BEHOV FOR JUSTERINGER AF LOVEN

Lovændringen trådte som nævnt i kraft for obligationer med op til og med 12 måneders løbetid (primært F1-lån) d. 1. april 2014. Erhvervs- og Vækstministeriet har efterfølgende identificeret visse tekniske udeståender, som med fordel kan præciseres forud for, at loven 1. januar 2015 træder i kraft for obligationer med løbetid på mere end 12 måneder. Disse ændringer er indarbejdet i forslag til ændring af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v., som Erhvervs- og Vækstministeriet har sendt i offentlig høring den 3. september 2014. De beskrevne lovpræciseringer er af teknisk karakter og gælder kun for lån udstedt af realkreditinstitutter.

Rentetrigger for allerede forlængede obligationer

I forbindelse med ikrafttræden af første del af loven pr. 1. april opstod der tvivl om, hvorvidt en obligation kan forlænges på baggrund af en rentestigning på 5 procentpoint,

når obligationen allerede har været forlænget på grund af manglende aftagere (fejlet refinansiering).

Erhvervs- og Vækstministeriet foreslår derfor at præcisere i loven, at obligationer ikke kan forlænges på baggrund af en rentestigning på 5 procentpoint, hvis obligationerne allerede har været forlænget. Det vil sige, at en forlængelse på baggrund af en rentestigning på 5 procentpoint kun kan ske første gang, en obligation forlænges.

Det præciseres ligeledes, at forlænges obligationer, som ikke tidligere har været forlænget, vil den forlængede obligation have samme karakteristika, uanset om obligationerne er forlænget som følge af en rentestigning på 5 procentpoint eller er forlænget som følge af manglende aftagere.

Rentetrigger for lån finansieret med variabelt forrentede obligationer (Cita/Cibor)

Lånetyper, som finansieres med variabelt forrentede obligationer (primært Cita- & Ciborlån), har typisk ikke et foruddefineret refinansieringsinterval ligesom fx F1-lån. I stedet er det realkreditinstituttet, som fastsætter løbetiden på obligationerne ved hver refinansiering. Det medfører, at de bagvedliggende obligationer i nogle perioder kan have en oprindelig løbetid på over 24 måneder og i andre perioder en løbetid på under 24 måneder.

Den nuværende lovtæst er formuleret således, at det er et låns kommende refinansiering, som er bestemmende for, om renten maksimalt kan stige med 5 procentpoint (rentetrigger). Formuleringen indebærer derfor, at det vil være karakteristika (løbetid) ved en fremtidig obligation, der vil være bestemmende for, om en given obligation har en rentetrigger eller ikke. Investorerne ved derfor ikke ved køb af en obligation, om den vil være pålagt en rentetrigger ved rentefastsættelserne.

Erhvervs- og Vækstministeriet foreslår derfor, at et variabelt forrentet realkreditlån omfattes af bestemmelsen i de perioder, hvor lånets bagvedliggende obligationer har en oprindelig løbetid på op til og med 24 måneder. Omvendt vil et variabelt forrentet realkreditlån ikke være omfattet i de perioder, hvor de bagvedliggende obligationer har en oprindelig løbetid på over 24 måneder. Hensigten er at sikre, at investorerne ved køb af obligationen ved, om obligationen har en rentetrigger eller ej.

3.4 RATINGBUREAUER

Under lovarbejdet var der stor fokus på, hvilken betydning lovændringen ville få for ratingbureauernes syn på refinansieringsrisici i dansk realkredit. Det skyldes primært, at Standard & Poor's (S&P), som rater obligationer fra alle danske realkreditudstedere samt ét SDO-udstedende pengeinstitut, i sommeren 2013 meldte ud, at refinansieringsrisikoen skulle nedbringes¹. Institutterne fik to år til at nedbringe mængden af kort funding, ellers ville de blive nedgraderet. En nedgradering kunne fx betyde, at obligationerne ikke længere kunne opnå den højeste rating (AAA), hvilket ville medføre dårligere kurser og højere renter for låntagerne. Det kunne også føre til, at institutterne skulle allokere mere

¹ Standard & Poor's: Despite relatively calmer markets, systemic and specific funding risks for banks have not gone away, 17. juli, 2013

overdækning for at opretholde obligationernes AAA rating, hvilket derved ville gøre produktionsomkostningerne for lånene dyrere.

Moody's, som i dag kun rater ét dansk realkreditinstitut, satte tilbage i sommeren 2011 fokus på refinansieringsrisiko ved at hæve kravene til sikkerhedskapital markant for lån med refinansiering².

Fitch har også haft et kritisk syn på refinansieringsrisiko, som på nuværende tidspunkt er den faktor, som begrænser muligheden for at opnå AAA på lån med refinansiering.³ Fitch rater i dag to realkreditudstedere og ét SDO-udstedende pengeinstitut, men kun obligationerne fra den ene realkreditudsteder.

De tre ratingbureauer har haft følgende reaktioner på loven:

- S&P anerkender, at loven fastlægger det juridiske grundlag for, hvordan en fejlet refinansiering vil blive håndteret. Loven skaber således klarhed over, hvilke risici der er for investorer ved et lån med refinansiering. S&P mener dog fortsat, at der vil være tale om et "stress-event", som vil være skadeligt for instituttet. S&P har derfor ikke ændret deres krav om, at institutterne skal have længere funding. S&P finder ikke, at loven giver institutterne incitament til at nedbringe brugen af kortforrentede rentetilpasningslån, men finder at institutternes afhængighed af kort funding vil være uændret.⁴ Underdirektør hos S&P, Alexander Ekbohm, sammenligner derfor loven med en brandslukker:
 - "Loven er en god brandslukker, hvis der opstår brand. Men vi ser ikke noget i loven, der hjælper os med at undgå branden."⁵

S&P har dog d. 8. september 2014 sendt nye kriterier for fastlæggelsen af rating for bl.a. danske realkreditobligationer i høring. S&P ser heri ud til at anerkende, at refinansieringsloven fjerner refinansieringsrisikoen og sidestiller lån underlagt den nye lovgivning med forfinansierede fastforrentede lån, når det skal beregnes, hvor mange "ratingtrin" obligationsratingen kan være højere end udstederratingen. De nye kriterier er indtil videre kun i høring, og den endelige udformning eller effekt heraf kendes derfor ikke.

- Moody's har anerkendt, at loven fjerner refinansieringsrisikoen fra udstederne og flytter den over på investorerne. Moody's anser derfor loven for at være kredit positiv for danske realkreditobligationer og har derfor også sænket overdækningskravet markant for ét realkreditinstituts obligationer. Faldet svarer til den stigning, der skete i overdækningskrav, da Moody's satte fokus på refinansieringsrisiko i 2011. Loven har således isoleret set været med til at sænke omkostningerne for lån med

² Moody's rating action: Moody's increases refinancing margins for some Danish covered bonds; TPI reduced, 10. juni, 2011.

³ Fitch: Covered bonds rating criteria, 8. august, 2014

⁴ Standard & Poor's: Recent Danish legislative changes to address refinance risk are unlikely to affect our covered bond rating analysis. 16. april, 2014.

⁵ <http://www.business.dk/finans/sp-sass-larsens-f1-lov-er-bare-brandslukning>, 6. august, 2014

refinansiering for det pågældende danske realkreditinstitut. Moody's har bl.a. udtalt om loven⁶:

- "Loven fastlægger et grundlag, som reelt fjerner refinansieringsrisikoen for realkreditstederne, ved at ændre risikoen til en forlængelsesrisiko for investorerne."
 - "Loven adresserer dog ikke den underliggende udfordring med store løbetidsmismatch mellem lån og funding, som findes i det danske finansielle system."
- Fitch udtrykte under lovarbejdet en positiv indstilling over for lovændringen, som Fitch mente begrænsede refinansieringsrisikoen i dansk realkredit. Fitch har efterfølgende anerkendt, at obligationer under den nye lovgivning kan regnes som uden refinansieringsrisiko, men fastholder indtil videre deres ratingtilgang hvor refinansieringsrisiko er en begrænsende faktor for obligationsratings hos Fitch⁷. Kort efter vedtagelse af loven udtalte Fitch, lidt på linje med S&P, at loven er positiv i forhold til refinansieringsrisiko, men ikke løser fundingudfordringen⁸.
- "Danmarks nye lov om løbetidsforlængelse af realkreditobligationer vil hjælpe til at reducere likviditetsrisici. Men signifikant koncentration i refinansieringsmængder og højt forgældede husholdninger kræver fortsat opmærksomhed, hvis systemiske risici skal reduceres."

Generelt set anerkender ratingbureauerne, at loven sikrer den fortsatte finansiering af de bagvedliggende lån, hvis et institut ikke kan fremskaffe denne ved salg. Ratingbureauerne finder dog alle, at loven ikke adresserer institutternes udfordring med, at lange forpligtelser (lån) finansieres med korte obligationer, hvilket dog heller ikke var lovens hensigt.

Arbejdsgruppen bemærker i den forbindelse, at Finanstilsynets forslag til en tilsynsdiamant for realkreditinstitutter indeholder et pejlemærke, som skal adressere denne risiko. Samtidigt arbejder institutterne selv på at forlænge løbetiden på obligationerne bag variabelt forrentede lån, bl.a. via udvikling af nye produkter og ved prisdifferentiering, hvor lån med hyppig refinansiering får fastsat en højere bidragsats og kursskæring (refinansieringsomkostning).

⁶ Moody's: New law is credit positive for Nordea Kredit (Denmark) Covered Bonds, 17 marts, 2014.

⁷ Fitch Affirms Realkredit Capital Centre T at 'AA+'; Outlook Stable, 17. september, 2014

⁸ Fitch Ratings: Danish Bill Cuts Liquidity Risk, Imbalances Remain, 21. marts, 2014

4. UDVIKLING PÅ OBLIGATIONSMARKEDET

4.1 AUKTIONER I 2014

Et vigtigt element i konkurrencebilledet er, hvorvidt lovgivningen har ført til højere renter på obligationer, der er omfattet af lovændringen, sammenlignet med obligationer der ikke er. Det er dog forventeligt, at renten på de nye obligationer vil være en smule højere, da loven sikrer, at refinansieringsrisikoen entydigt placeres hos investorerne. Generelt er de omfattede F1-obligationer blevet solgt siden 1. april 2014, men i begrænsede daglige mængder. De bedste sammenligninger fås derfor ved at kigge på refinansieringsauktionerne, hvor de årlige F1-renter fastsættes, da der her er et større volumen, og en evt. likviditetspræmie dermed begrænses.

Siden lovændringen trådte i kraft, har der været afholdt auktioner over F1-obligationer for henholdsvis juli og oktober terminen.

Juli 2014

Juli terminen var første gang, de nye 1-årige obligationer med rentetrigger skulle sælges på auktion. I auktionssammenhæng er der tale om en mindre mængde da det kun var Nykredit, som skulle refinansiere F1-lån på dette tidspunkt.

Nykredit solgte ca. 13,5 mia. kr. 1-årige obligationer med udløb 1. juli 2015. Ifølge Nykredit foregik salget fint med et "bid to cover" (BTC) på over 3, hvilket angiver, at der er afgivet bud på mere end tre gange den udbudte mængde. Obligationerne blev solgt til en rente, som var beskedne 3-4 basispunkter højere end sammenlignelige obligationer underlagt den "gamle" lovgivning. Det beskedne rentetillæg er opnået ved et meget lavt generelt renteniveau. Det kan ikke udelukkes, at rentetillægget vil være anderledes i andre konjunktursituationer.

Oktober 2014

Oktober var den første store refinansiering, hvor der skulle sælges ca. 100 mia. kr. af 1-årige obligationer underlagt de nye regler. Obligationerne blev solgt i løbet af august og starten af september. Der var også langt flere aktører, idet både Nykredit Realkredit, BRFkredit, Nordea Kredit & DLR Kredit har lån med refinansiering i oktober. Herudover solgte BRFkredit ca. 8 mia. kr. af deres nye RTL-F-obligationer (beskrevet i afsnit 4.2).

Salgsmængder og foreløbige resultater fremgår af tabel 1.

	Nykredit	BRFkredit ²	Nordea kredit	DLR kredit
Udbudt mængde	65,6 mia. kr.	7,9 mia. kr.	18,9 mia. kr.	6,5 mia. kr.
Bid to cover	3,60	3,72	2,55	2,43
Effektiv rente ¹	0,26%	0,26%	0,24%	0,23%

¹ Bemærk, at denne rente ikke er lig den endelige F1-rente, og at det lave renteniveau ikke i sig selv siger noget om konkurrencebilledet. Derudover vil forskydning i auktionstidspunkter medføre forskellige renter institutterne imellem.

² BRFKredit anvender lidt anderledes obligationer end de øvrige 3 institutter, hvilket kan have en marginal betydning for nøgletallene.

Salget i forbindelse med oktober auktionerne ser ud til at være gået fint med et pænt bid-to-cover på 2,4 – 3,6 afhængig af udsteder. Disse niveauer tyder på, at der fortsat er stor efterspørgsel efter danske 1-årige fastforrentede obligationer, uanset at disse har tilknyttet en rentetrigger. Obligationerne blev solgt til en rente som var ca. 3 basispunkter højere end obligationer uden rentetrigger. Dette rentetilleg afspejler en konjunktur, hvor forventningerne til rentetriggerens anvendelse om 1 år må anses for at være lave. Under andre forventninger kan rentetillegget blive større.

Erfaringer fra auktionerne

Loven gør det eksplicit, at refinansieringsrisikoen er placeret hos investorerne og specificerer, under hvilke betingelser en forlængelse af obligationerne kan ske, fx giver rentetriggeren investorerne mulighed for at beregne præcist ved hvilken rentestigning (5 pct. point) en forlængelse vil ske. Det må derfor forventes, at investorerne vil kræve en merrente for at påtage sig denne risiko, som før lovens vedtagelse ikke var eksplicit adresseret. Forud for lovens vedtagelse vurderede Nationalbanken da også, at renten ville stige, men at et evt. rentetilleg ikke ville overstige 10 basispunkter, hvilket indtil videre er blevet bekræftet.

Tilbagemeldingerne fra investorerne, både ved lovens vedtagelse og i forbindelse med auktionerne, har været, at muligheden for forlængelse ved en fejlet auktion ikke er et problem. Investorerne anser det ikke for sandsynligt, at en auktion "fejler", hvorfor værdien af denne "option" reelt er nul. Forlængelse på grund af en rentestigning på 5 procentpoint, bliver derimod anset som et komplekst optionselement, som ikke umiddelbart er kendt fra andre soft-bullet konstruktioner. Det er denne option, som under de nuværende forventninger om lave renter flere år frem gør, at obligationerne handler til en rente som er 3-4 basispunkter højere end obligationerne uden rentetriggeren.⁹ Det bemærkes, at indbyggede optionselementer ikke er nyt i danske realkreditobligationer, da konverteringsmuligheden for låntager også er en option, der kan afhænge af rentebevægelser. De korte obligationer bag rentetilpasningslån har dog typisk været inkonverterbare og stående, hvorfor de ikke har indeholdt optionselementer.

De seneste salg af obligationer med krav om forlængelsesmulighed som følge af lovændringen har således vist, at obligationer med en løbetid op til og med 1 år fortsat kan sælges, om end til en marginalt højere rente for låntagerne end obligationer uden forlængelsesmulighed,

Nogle udstedere har i øvrigt udtrykt bekymring for, at udenlandske investorer kunne mindske efterspørgslen efter den nye type realkreditobligationer, da optionselementet i rentetriggeren ikke passer ind i udenlandske investorerers risikostyringsmodeller. Det kan konstateres, at siden lovens ikrafttrædelse 1. april er andelen af udenlandske investorer i 1-årige obligationer steget fra 24 pct. i marts til 28 pct. i juni 2014. Der er dog knyttet en vis usikkerhed til opgørelsesmetoden for udenlandske ejere.

⁹ jf. fx Nykredit Markets investeringsanalyse "Først soft bullet- og nu bullet soft-obligationer" fra 10. juni 2014.

Udviklingen i restløbetider for den udestående mængde realkreditobligationer viser, at der siden januar 2013 i højere grad er udstedt obligationer med en løbetid på mere end 1 år til og med 5 år. Mængden af obligationer med en restløbetid under 1 år og over 5 år er i samme periode faldet. Den samlede udestående mængde obligationer er vokset i hele perioden.

Udviklingen fra obligationer med en restløbetid op til og med 1 år til obligationer med en restløbetid over 1 år til og med 5 år kan bl.a. skyldes, at realkreditinstitutterne har hævet priserne markant på lån med årlig refinansiering, både via bidragssatserne og den såkaldte kursskæring, som er et fradrag i låntagers afregningskurs, der medfører en højere rente ved refinansiering. Derudover er der relativt lille forskel mellem renterne på obligationer med en restløbetid på 1 år sammenlignet med obligationer med en restløbetid på 5 år.

4.2 PRODUKTUDVIKLING

Siden de nye regler trådte i kraft d. 1. april 2014 for obligationer med løbetid op til 12 måneder, er der blevet udviklet flere nye variabelt forrentede realkreditprodukter, som minder om de eksisterende lånetyper, men som ikke er omfattet af rentetriggeren. Mest markant er to nye obligationer, som BRFkredit har udviklet til bl.a. at finansiere eksisterende F1-lån, hvoraf kun den ene har været udstedt indtil videre.

BRFkredit angiver, at baggrunden for de nye obligationer er, at selvom lovændringen fjerner refinansieringsrisikoen fra realkreditinstitutterne, kræver S&P fortsat, at BRFkredit skal have længere løbetid på sine obligationer (se afsnit 2.1). BRFkredits nye obligationer vil som minimum have tre års løbetid ved udstedelsen, og BRFkredit forventer derfor, at obligationerne blive regnet som stabil funding hos S&P. S&P har dog endnu ikke udtalt sig endeligt om obligationen.

Den første obligationstype har rentemæssigt tilsvarende karakteristika som de klassiske F1-obligationer, men har i modsætning hertil en løbetid på 3-30 år. Det specielle er, at obligationerne er konverterbare til kurs 100, men at denne ret ikke er låntagers (som tilfældet er ved normale fastforrentede lån), men derimod BRFkredits, og anvendelsen heraf vil afhænge af auktionsresultatet. BRFkredit forpligter sig til, at de hvert år udbyder nye obligationer, hvor salgsprovenuet bruges til at udtrække de udestående obligationer.

BRFkredit forventer derfor i "normale" markeder at kunne udskifte alle obligationer hvert år, og låntagers rente derfor ændres årligt som ved et almindeligt F1-lån. Hvis BRFkredit ikke kan sælge de nye obligationer, så udtrækkes de eksisterende obligationer ikke, men løber blot videre, mens låntagers rente skifter til kuponrenten. Eftersom obligationerne oprindeligt er solgt som 3-årige, vil der ikke være krav om forlængelse eller stigning i renten, ligesom efterstående kreditorer ikke skal forlænges.

BRFkredit udstedte d. 1. juli 2014 ca. 11,5 mia. kr. af denne obligation, og prissætningen blev en rente på ca. 6 basispunkter over de klassiske F1-obligationer med samme udløb. Niveaue vurderes af obligationsanalytikere til at være ca. 2 basispunkter højere end F1-obligationer med trigger. Der er således tale om et beskedent rentetillæg for disse nye

obligationer. Derudover solgte BRFkredit ca. 8 mia. kr. af obligationen i forbindelse med oktober auktionen, hvor renten blev 0,26 pct. tilsvarende den for Nykredits obligationer.

Den anden obligation, som endnu ikke er udstedt, er en 3-5 årig variabelt forrentet obligation ("floater"). En floater får typisk fastsat sin rente med et bestemt interval, fx hver 3. eller 6. måned, via et renteindex. Sådanne floatere kendes i dag fra bl.a. Cibor- og Cita-lån.

BRFkredits nye floater får imidlertid ikke fastsat renten ud fra et offentligt renteindex (Cibor/Cita). Renten fastsættes derimod til den F1-rente, som BRFkredit opnår ved auktionssalg af de klassiske F1-obligationer. Renten ændres således hvert år.

Kunden vil opleve et lån, som får ændret rente hvert år, og hvor renten fastsættes ved auktion, ligesom det er kendt fra F1-lånene. I modsætning til de klassiske F1-lån er obligationerne minimum 3 år lange, hvorfor obligationerne er undtaget fra rentetriggeren. Låntager vil dog implicit fortsat have en rentebeskyttelse, da F1-renteindexet vil være omfattet af en rentetrigger.

Senest har Nykredit annonceret et låneprodukt med rentefastsættelse hver 6. måned efter CITA-renten, som finansieres med variabelt forrentede obligationer med længere løbetid. Realkredit Danmark og Nordea Kredit lancerede tilsvarende produkter tilbage i 2013 før lovens tilblivelse. Det forventes, at disse lånetyper generelt finansieres med obligationer, der har en løbetid over 2 år, hvorfor de ikke er omfattet af rentetriggeren.

Der er ikke blevet observeret nye produkttyper fra SDO udstedende pengeinstitutter forud for lovens ikrafttrædelse for disse 1. januar 2015.

BILAG 1: ARBEJDSGRUPPENS KOMMISSORIUM

Regeringen har den 6. februar 2014 indgået en aftale med Venstre, Socialistisk Folkeparti og Det Konservative Folkeparti om regulering af refinansieringsrisiko i forbindelse med rentetilpasningslån ydet mod pant i fast ejendom. Aftalen håndterer realkreditinstitutternes refinansieringsrisiko og sikrer, at de korte rentetilpasningslån kan opretholde en central plads i finansieringen af ejendomme i Danmark.

Aftalen indebærer et krav til realkreditinstitutter om, at hvis et konkret lån ikke kan refinansieres, eller hvis renten i forbindelse med refinansiering bliver mere end 5 procentpoint højere end renten på en tilsvarende obligation med samme restløbetid ét år tidligere (for obligationer med op til og med to års løbetid), vil løbetiden på den eksisterende obligation blive forlænget med ét år.

I en afviklingssituation vil kurator som i dag have mulighed for at udstede refinansieringsobligationer. Realkreditinstituts obligationer forlænges med ét år ad gangen i tilfælde af, at kurator vurderer, at han ikke vil kunne honorere sine forpligtelser over for alle de eksisterende obligationsinvestorer, såfremt der udstedes refinansieringsobligationer, eller hvis der ikke er tilstrækkeligt med aftagere til obligationerne. Kurator fastsætter renten på den forlængede obligation som en ledende étårig referencerente (fx CITA) tillagt op til 5 procentpoint. Dette kan fortsættes hele lånets restløbetid. Låntagere med rentetilpasningslån i et realkreditinstitut under afvikling vil fortsat kunne indfri deres lån til pålydende værdi i forbindelse med refinansiering af deres lån.

Pengeinstitutter udsteder også særligt dækkede obligationer til finansiering af lån mod pant i fast ejendom. I tilfælde af, at særligt dækkede obligationer ved udløb ikke afløses af en ny udstedelse af særligt dækkede obligationer, vil pengeinstituttet kunne tilbagebetale hovedstolen på de udløbne obligationer ved hjælp af andre fundingkilder, fx indlån. For pengeinstitutter er refinansieringsrisikoen derfor primært relevant i en afviklingssituation, hvor der ikke er adgang til andre fundingkilder. Lovforslaget indebærer således, at et pengeinstituts obligationsudstedelse i en afviklingssituation vil blive forlænget med ét år ad gangen, hvis den ikke kan refinansieres.

Aftalen indebærer endvidere, at pengeinstitutters udstedelser af særligt dækkede obligationer skal have en løbetid på over 24 måneder. Herved skabes sikkerhed for, at pengeinstitutterne ikke får en fordel ved at kunne udstede særligt dækkede obligationer uden rentetrigger for løbetider, hvor lovforslaget pålægger realkreditinstitutterne at have en rentetrigger.

Det er ikke hensigten med lovforslaget at ændre i konkurrenceforholdene mellem realkreditinstitutter og pengeinstitutter. Der har dog i forbindelse med behandlingen af lovforslaget i Folketinget været udtrykt bekymring for, om lovforslaget ville ændre på konkurrenceforholdene mellem penge- og realkreditinstitutterne. Dette spørgsmål er søgt adresseret i lovforslaget. I forlængelse af den politiske aftale om lovforslaget nedsætter erhvervs- og vækstministeren en arbejdsgruppe, som har til formål at følge konkurrenceudviklingen på markedet for udlån mod pant i fast ejendom.

I forbindelse med behandlingen af lovforslaget har der endvidere været udtrykt bekymring fra pengeinstitutternes side for, om lovforslaget skaber bedre konkurrencevilkår for udenlandske institutters udstedelser til brug for lån ydet i Danmark, idet disse ikke pålægges begrænsninger på udstedelsernes løbetider. Dette forhold vil også indgå i arbejdsgruppens arbejde.

Arbejdsgruppens opgaver

Arbejdsgruppen får til opgave at:

1. Følge om lovændringen fører til ændringer af konkurrenceforholdene mellem penge- og realkreditinstitutterne. Det omfatter også lån fra pengeinstitutter, der er finansieret af et realkreditinstitut, og ligger på realkreditinstitutets balance (fælles funding).
2. Følge udviklingen i markedet for lån mod pant i fast ejendom med henblik på at afdække, om der ses forskydninger i markedet mellem penge- og realkreditinstitutter.
3. Følge om lovændringen fremmer, eller i fremtiden kan fremme, forretningsmodeller, som ikke kan modstå stressscenarier og/eller skaber risikoforskydninger i den finansielle sektor og medfører nye systemiske risici.
4. Følge om lovændringen utilsigtet ændrer på fundingmulighederne for danske kreditinstitutter sammenlignet med situationen i resten af Europa, og om udenlandske kreditinstitutter med aktiviteter i Danmark har opnået væsentlige fordele ved, og eventuelt benyttet sig af, at finansiere deres udlån i Danmark via deres hjemlige regler.
5. Hvis relevant komme med forslag, som kan imødegå ændringer i konkurrenceforholdet mellem pengeinstitutter og realkreditinstitutter, der måtte følge af lovforslaget.

Arbejdsgruppens sammensætning og tidsplan

Arbejdsgruppens medlemmer udpeges af erhvervs- og vækstministeren og består af;

- 3 uafhængige medlemmer
- 2 medlemmer fra Erhvervs- og Vækstministeriet,
- 1 medlem fra Finanstilsynet,
- 1 medlem fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen,
- 1 medlem indstillet af Nationalbanken,
- 1 medlem indstillet af Realkreditrådet,
- 1 medlem indstillet af Realkreditforeningen,
- 1 medlem indstillet af Finansrådet.

Én af de uafhængige eksperter varetager formandskabet for arbejdsgruppen, og Erhvervs- og Vækstministeriet, Nationalbanken, Finanstilsynet og Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen varetager sekretariatsbetjeningen af arbejdsgruppen.

Arbejdsgruppens skal afgive en foreløbig rapport til erhvervs- og vækstministeren inden 1. september 2014, således at eventuelle justeringer af lovgivningen kan vedtages inden 1. januar 2015, hvor lån med længere løbetid end 12 måneder omfattes af lovgivningen. Der gøres endvidere status over lovgivningen inden udgangen af 2014. Tre år efter lovens ikrafttræden gennemføres en analyse af konsekvenserne af loven.

**Arbejdsgruppen om lige
konkurrencevilkår mellem
penge- og realkreditinstitutter**
Foreløbig afrapportering september
2014

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

