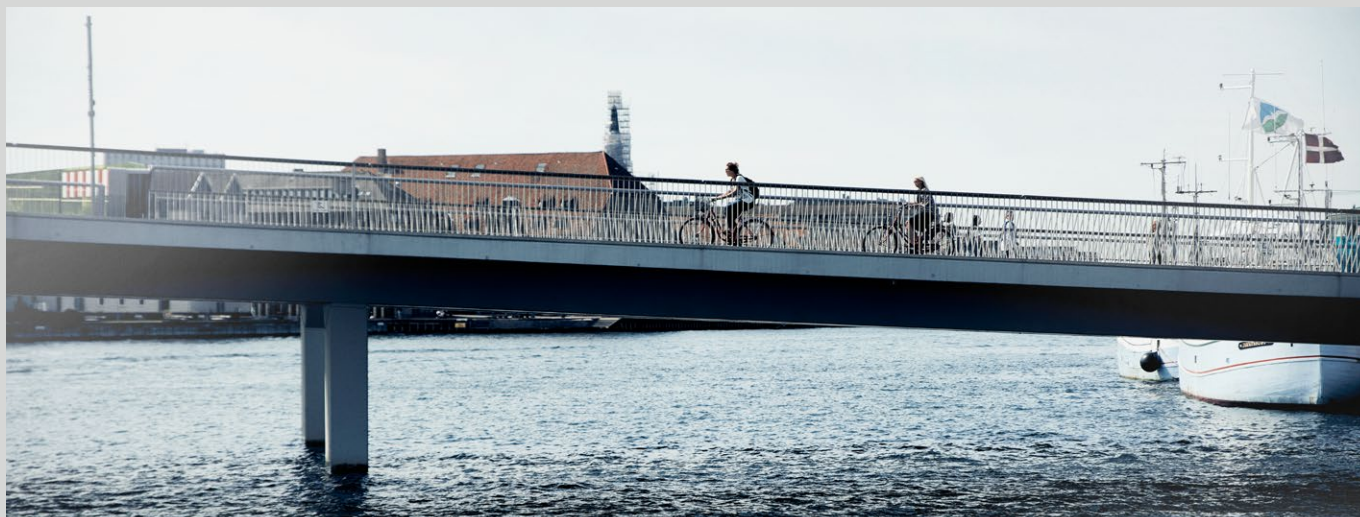




REALKREDIT-  
RÅDET  
FINANS DANMARK

# Den klassiske danske realkreditmodel





# Indhold

1 Den klassiske danske realkreditmodel	6
2 Finansiering med pant i fast ejendom	12
3 Danske realkreditobligationer er en meget sikker investering	17
4 Dansk realkredit har fungeret under finanskrisen	21
5 Dansk realkredit og finansiell stabilitet	25
6 200 år med dansk realkredit	28



*Ane Arnth Jensen,  
direktør i Realkreditrådet*

## Forord

Danmark har en af verdens bedste modeller til finansiering af ejerboliger og erhvervsjendomme, som er meget fordelagtig for låntagerne. Den er fleksibel, gennemsigtig og til markedsbestemte priser.

Renten på et realkreditlån og prisen for at indfri det er direkte bestemt af kursen på de obligationer, der finansierer lånet. Låntager kan indfri sit realkreditlån til gældende markedspris, hvor man i flere andre lande skal forhandle om prisen for indfrielsen af sit lån. I nogle tilfælde koster det helt op til 10 pct. af hovedstolen. Netop muligheden for at kunne indfri sit lån før tid på gode vilkår bliver rost af den europæiske forbrugerorganisation for at være smidigt og effektivt. Også EU-kommissionen har særligt fremhævet det danske indfrielsessystem.

For investorerne er de danske realkreditobligationer attraktive på grund af deres høje sikkerhed og likviditet. Det giver lave renter for låntagerne og gør det muligt for rigtig mange familier at eje deres eget hjem.

Dansk realkredit har vist sig at være robust under både op- og nedture i økonomien, bl.a. under den seneste finanskrisen. Her var det netop realkrediten, der i sin egenskab af tilgængelig og stabil udlånsmotor medvirkede til at holde hånden under dansk økonomi. Det er også konklusionen i Rangvid-udvalgets store rapport om finanskrisen. Hvor andre finansieringskilder tørrede ind, kunne realkrediten fortsat sælge obligationer og skaffe penge til udlån til danske boligejere og virksomheder. De seneste otte år har realkrediten øget sit udlån med mere end 450 mia. kr. jævnt fordelt over hele landet. Og trods faldende boligpriser har realkreditinstitutterne ikke haft væsentlige tab på udlånene, hvilket bl.a. kan tilskrives modellens grundlæggende sikkerhed.

De gode og billige realkreditlån kommer hele Danmark til gavn, ikke kun ejerboliger. Mange andelsboliger og almennyttige boliger er også finansieret af realkrediten til gavn for både børnefamilier, unge og ældre. På den måde er dansk realkredit en grundsten for danskere i alle livsfaser, alle sociale lag og alle slags boliger.

Dansk realkredit udgør et væsentligt bidrag til dansk økonomi. Mere end syv ud af 10 kr., der lånes ud i Danmark, kommer fra realkrediten. Og realkrediten dækker over halvdelen af virksomhedernes finansieringsbehov, fra landbrug, industri til virksomheder i byerne. Med sin billige og stabile finansiering udgør dansk realkredit et vigtigt rammevilkår for Danmark og har stor positiv betydning for danske virksomheders konkurrenceevne og dermed for vækst og velfærd i Danmark.

I kølvandet på finanskrisen har regulering af den finansielle sektor de senere år stået højt på den politiske dagsorden både herhjemme og på europæisk plan. Bølger af ny regulering er skyllet ind over de europæiske kreditinstitutter. Realkrediten er derfor ved at tilpasse sig nye og markant højere kapitalkrav, nye likviditetsregler, særlige regler for systemisk vigtige kreditinstitutter, forbrugerbeskyttelseskrav og krav fra Finanstilsynet. Hvis høje ratings på obligationerne skal fastholdes, kræver det også, at nye tiltag fra ratingbureauerne skal opfyldes.

Reguleringen er også problematisk for dansk realkredit. I de fleste EU-lande er bolig- og ejendomsfinansiering bygget op omkring en universal bankmodel. Den bygger sin långivning på indlån, kortfristet låntagning og udstedelse af obligationer. Realkreditinstitutterne derimod er specialbanker, som kun

”

*Realkreditrådet er vi enige i, at der generelt har været behov for at gøre den finansielle sektor mere robust*

yder lån mod pant i fast ejendom finansieret gennem udstedelse af obligationer.

Det giver udfordringer, fordi der i den tekniske og komplekse regulering ligger detaljer, som ikke tager hensyn til den danske realkreditmodel. Og det er her, at realkrediten kan komme i klemme, fordi vores system bygger på nogle helt andre principper.

I Realkreditrådet er vi enige i, at der generelt har været behov for at gøre den finansielle sektor mere robust, selv om dansk realkredit som nævnt har klaret sig godt under krisen. Men efter mange år med gennemgribende regulering, er der behov for et pusterum, så de mange nye regler får mulighed for at virke – også så eventuelle u hensigtsmæssige konsekvenser kan identificeres.

For regulering er heller ikke gratis. De massive kapitalkrav og nye omkostningstunge regler kræver nemlig øget indtjening. Og det rammer boligejernes og virksomhedernes økonomi – og dermed vækst og beskæftigelse. Samtidig risikerer de mange nye regler at skade det meget velfungerende og gennemsigtige marked for realkreditobligationer, som er selve krumtappen i dansk realkredit.

Derfor er det nødvendigt, at vi får en fortsat dialog om, hvordan vi finder den rigtige balance mellem finansiell stabilitet og vækst.

Selvom man både herhjemme og i EU er blevet mere opmærksom på reguleringens konsekvenser for vækst og beskæftigelse, er der løbende nye krav i støbeskeen. Og intet tyder på, at EU's ambitioner om at harmonisere den europæiske finansielle sektor er lagt på is. Realkreditmodellen vil derfor også være under pres i de kommende år, og det betyder, at der også fremover er brug for en stærk dansk indsats for at påvirke og tilpasse den internationale regulering. Målet er at bevare kernen i den danske realkreditmodel, som i mere end 200 år har givet boligejere og virksomheder billig og stabil finansiering.

Der er også behov for at sætte fokus på den indflydelse, som Basel Komiteen har på EU-regulering. Det er afgørende, at man tager en selvstændig europæisk stillingtagen til, om overvejelserne i Basel passer til de europæiske bankers og realkreditinstitutters forretningsmodeller. EU skal ikke blot lade sig styre af Basel Komiteen og dens dagsordener.

Denne publikation, der er revideret i 2016, er Realkreditrådets bidrag til en kvalificeret debat om fremtiden for den danske realkreditmodel. Den beskriver, hvordan det danske realkreditsystem fungerer og giver et overblik over realkreditens rolle i samfundsøkonomien.

God fornøjelse med læsningen!



Ane Arnth Jensen,  
direktør i Realkreditrådet, august 2016



# Den klassiske danske realkreditmodel

Et realkreditlån er et lån med pant i fast ejendom, der er optaget i et realkreditinstitut. I Danmark går realkreditsystemet mere end 200 år tilbage, og man taler i dag om den klassiske danske realkreditmodel. Modellen bygger på, at der er en-til-en sammenhæng mellem lån og obligationer. Den er unik – også i et internationalt perspektiv.

Den klassiske danske realkreditmodel betegner den måde, realkreditinstitutterne har valgt at drive deres virksomhed på i praksis. Den står i kontrast til den måde, en lang række andre EU-lande har indrettet sig på. Her gives lån til boliger og erhvervsjendomme typisk gennem såkaldte universalbanker, som yder lån på en lang række områder primært fundet med indlån og kortfristet låntagning. Realkreditinstitutterne i Danmark er specialbanker, som kun må yde lån mod sikkerhed i fast ejendom finansieret med realkreditobligationer. Se mere om special- og universalbanker på side 9.

Den danske realkreditmodel har en række fordelagtige egenskaber ikke bare for låntageren og køberen af obligationerne, men også for dansk økonomi i det hele taget:

- Låntageren er sikret lave og gennemsigtige priser på lånet og har unikke vilkår for at indfri lånet før tid.
- Investoren, der køber de udstedte obligationer, løber i praksis ingen risiko for ikke at få sine penge tilbage.
- Realkreditmodellen har en stabiliserende virkning på dansk økonomi og er med til at understøtte den finansielle stabilitet.

Den grafiske fremstilling på side 10 viser, hvordan den klassiske danske realkreditmodel fungerer i praksis.

## LOVEN Udstikker Rammerne

Den danske realkreditmodel bygger på to grundpiller: Lovens rammer og den måde realkreditinstitutterne i praksis udøver deres virksomhed på inden for disse rammer.

De væsentligste rammer i loven er følgende:

- Realkreditinstitutter yder lån med sikkerhed i fast ejendom. Der er fastlagt en lånegrænse for det enkelte lån i forhold til den vurderede værdi af ejendommen. Der gælder desuden en række regler for løbetider og afdragsfrie perioder på lånene.
- Realkreditinstitutter skal følge Finanstilsynets regler, når de vurderer en ejendoms værdi.
- Realkreditinstitutter skaffer alene penge til udlån ved at sælge obligationer.
- Realkreditinstitutter skal overholde et balanceprincip, når de udsteder obligationer. Balanceprincippet sætter klare grænser for den markedsrisiko, realkreditinstitutterne må påtage sig.
- Ejerne af obligationerne er sikret en særlig privilegeret status, hvis et realkreditinstitut skulle gå konkurs. Det er derfor meget usandsynligt, at en investor ikke får sine penge igen.

## DEN PRAKTISKE UDMØNTNING

Inden for rammerne i lovgivningen har realkreditinstitutterne valgt at udøve deres virksomhed på en måde, der giver yderligere fordele til både låntager og investor.

Der er som hovedregel en-til-en sammenhæng mellem lån og obligationer, se den grafiske fremstilling på side 11. Det betyder, at realkreditinstituttet fremskaffer penge til at yde et lån ved at sælge obligationer, der svarer til lånets karakteristika. Det er derfor låntypen, afdragsprofilen, løbetiden og valutaen, der bestemmer, hvilke obligationer realkreditinstituttet sælger.

Realkreditinstitutterne har også typisk valgt at finansiere lånene løbende. Det vil sige, at instituttet først sælger de nødvendige obligationer, når en låntager får udbetalt sit lån. Det betyder, at det er markedsprisen på obligationerne på salgstidspunktet, der bestemmer, hvilken rente låntager får på sit lån. Da institutterne yder nye lån hver dag, udsteder de også dagligt nye obligationer. Det kaldes tap-udstedelse. Realkreditinstitutterne kan også bruge udstedelse af obligationer i større mængder uden, at der samtidig sker udbetaling af lånet til låntager. Det kaldes blokudstedelse, men er kun brugt i begrænset omfang i forhold til tap-udstedelse.

### En-til-en sammenhæng minimerer risiko for tab

Der er flere grunde til, at realkreditinstitutterne har valgt at fastholde en-til-en sammenhængen mellem lån og obligationer, selvom de ikke er forpligtet til det ifølge loven.

Den er et historisk resultat af lovgivningen gennem tiderne og af institutternes behov for at mindske risikoen for tab som følge af udviklingen på de finansielle markeder. En-til-en sammenhængen fjerner risikoen for, at realkreditinstituttet taber penge, hvis markedet ændrer sig i lånets løbetid – for eksempel hvis renterne stiger. Det skyldes, at de betalinger, realkreditinstituttet modtager fra låntagerne, fuldstændig svarer til de betalinger, instituttet selv skal betale til ejerne af obligationerne.

I forhold til låntagerne påtager realkreditinstituttet sig dog en risiko, fordi instituttet taber penge, hvis en låntager ikke kan betale sine renter og afdrag. Det giver på den anden side instituttet en stærk tilskyndelse til at yde god og fornuftig

långivning, så den risiko bliver så lille som mulig. Låntageren bliver på den baggrund kreditvurderet i forhold til indkomst og betalingssevne ved stigende renter. Samtidig er lånet ydet inden for en nærmere fastlagt lånegrænse (lånets værdi i forhold til ejendommens værdi), som er med til at begrænse risikoen for tab på lånet.

### En-til-en sammenhængen er garant for modellens unikke egenskaber

Det er en-til-en sammenhængen mellem lån og obligationer, der gør det danske realkreditsystem unikt - også i international sammenhæng. Sammenhængen sikrer låntager fordelagtige vilkår, nemlig:

- Gennemsigtige låneomkostninger
- Markedsbestemte priser
- Unikke indfrielsesmuligheder.

I denne publikation beskriver betegnelsen en-til-en sammenhæng den konkrete sammenhæng mellem det enkelte lån og den bagvedliggende obligation. Det er for at undgå begrebsmæssig forvirring i forhold til lovens balanceprincipper. Et lovgivningsmæssigt balanceprincip sætter grænser for den risiko, et kreditinstitut må påtage sig. Det regulerer med andre ord den balance, der skal være mellem långiverens samlede udlån og de obligationer, der finansierer udlånet. Det overordnede balanceprincip i lovgivningen giver realkreditinstitutter mulighed for helt at adskille lån og obligationer. Realkreditinstitutterne har som hovedregel helt bevidst valgt at holde fast i en-til-en sammenhængen mellem lån og obligation, der er ryggraden i den danske realkreditmodel og garant for modellens unikke egenskaber. Uden en direkte sammenhæng mellem et lån og en bestemt obligation ville lånet miste sin gennemsigthed. Derved ville det være umuligt for den enkelte låntager at gennemskue, om prisen på obligationerne bag lånet og de vilkår, man får på lånet, er i overensstemmelse med de aktuelle markedsforhold.

### Gennemsigtige låneomkostninger

Låntager har fuldt overblik over sit lån. De samlede udgifter består af renter og afdrag på de obligationer, der finansierer lånet, samt et bidrag til realkreditinstituttet. Bidraget dækker





de omkostninger, der er ved at administrere lånene, forventede fremtidige tab, kravet til forrentning af den kapital, der er nødvendig for at kunne foretage udlånet, og opbygning af kapital.

Låntager får oplyst, hvilke obligationer der finansierer lånet, og obligationerne er noteret på en børs. Man kan derfor dagligt aflæse kurserne på obligationerne, blandt andet i avisernes kurslister. Gennemsigtigheden gælder, uanset om man skal have udbetalt et nyt lån, omlægge et lån eller indfri et lån.

### Markedsbestemte priser

Den pris, låntager betaler for et lån, er direkte bestemt af de gældende vilkår på de finansielle markeder, fordi renten på lånet bestemmes af renten på de obligationer, der ligger bag lånet. En-til-en sammenhængen sikrer derfor markedsbestemte priser.

Samtidig er udbuddet af låneprodukter relativt standardiseret. Det muliggør, at investorer kan sammenligne obligationer på tværs af udstedere og stille en skarp pris i markedet. Det er til gavn for låntagerne.

### UNIKKE INDFRIELSESMULIGHEDER

En-til-en sammenhængen sikrer også, at låntager har gode vilkår for at indfri sit lån. Låntager kan nemlig altid købe sig ud

af sit lån ved at købe lånets bagvedliggende obligationer i markedet. Det kan låntager udnytte, når markedsprisen er til hans fordel.

Låntager kan også indfri sit lån på andre måder afhængigt af låntypen. Måderne er beskrevet nærmere i kapitel 2.

### Fokus på at minimere risikoen for tab

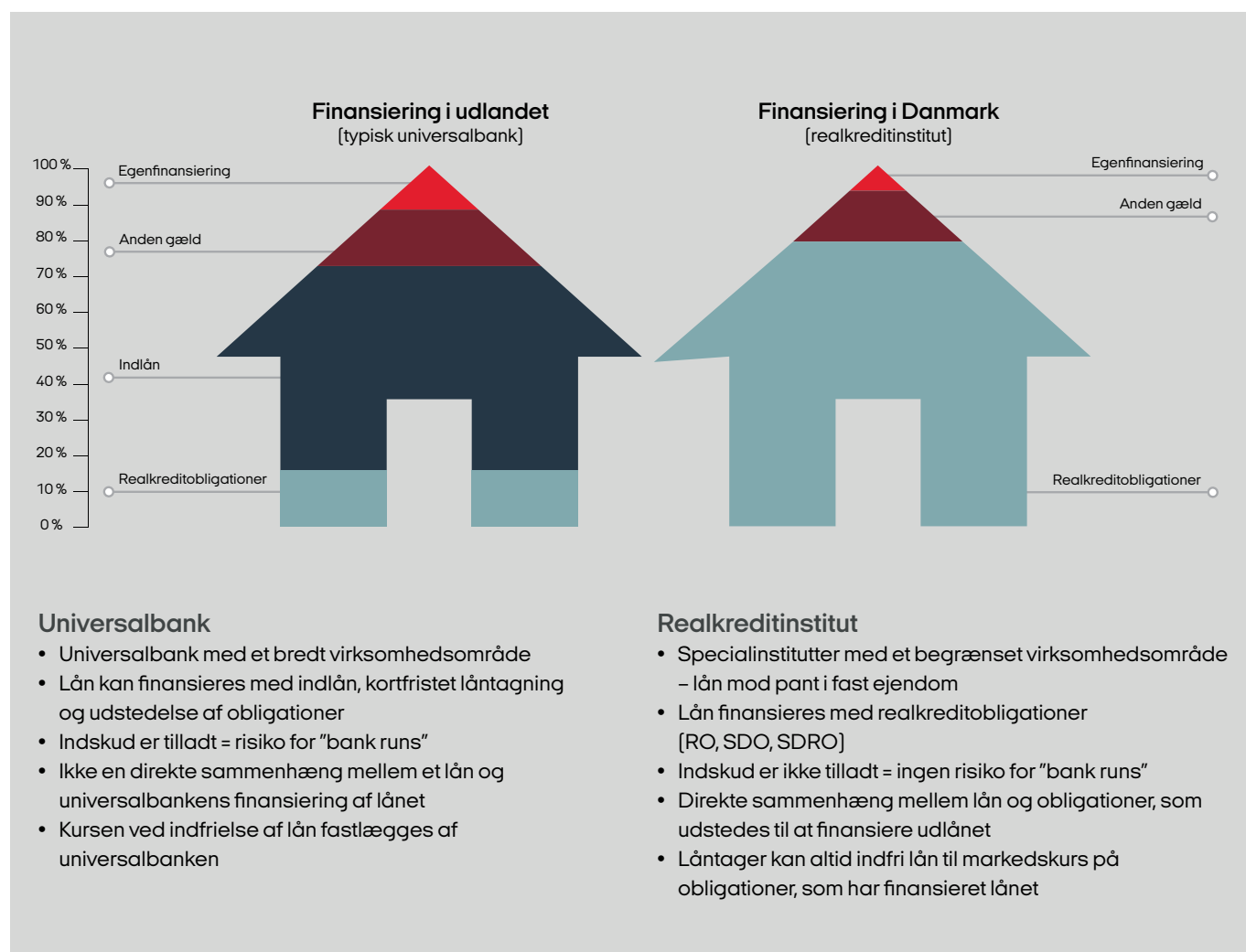
Realkreditinstitutterne er meget opmærksomme på at minimere risikoen for tab. De nøjes derfor ikke med at kigge på ejendommens værdi, når de vurderer, hvor stort et beløb låntager kan låne. I vurderingen indgår også låntagerens løbende indkomst og formue, der har stor betydning for låntagerens evne til at betale lånet tilbage. Finanstilsynet har fastsat nærmere retningslinjer for kreditvurdering ved belåning af boliger.

Endelig kan institutterne ikke opsige et lån, medmindre det misligholdes. Og det vil således blive på instituttets bøger i hele dets levetid. Det betyder, at institutterne har en utvetydig interesse i, at der kun bliver ydet lån, der må forventes at blive betalt tilbage. Det sikrer, at institutterne foretager en grundig vurdering af ejendommene og af låntagernes forventede evne til at tilbagebetale lånene.

# Finansiering af boliger og ejendomme i Danmark og i andre lande

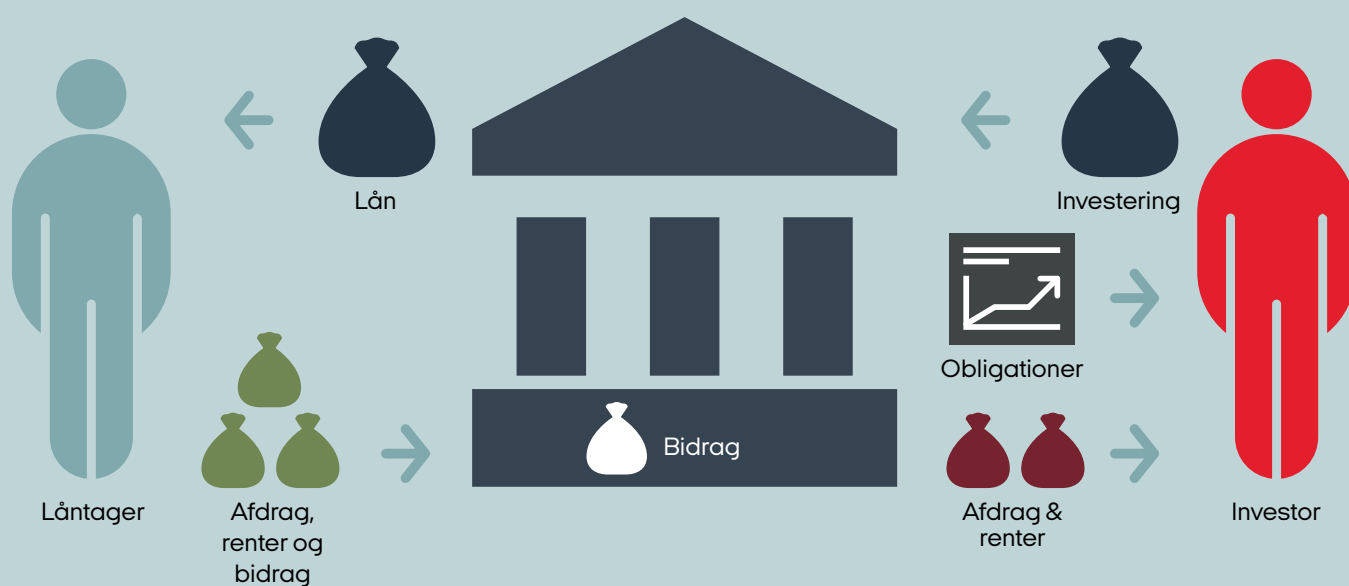
I de fleste EU-lande er bolig- og ejendomsfinansiering bygget op om en universal bankmodel, mens långivningen i Danmark sker fra realkreditinstitutter suppleret af pengeinstitutter på den del af belåningen, som ikke kan ske gennem realkreditinstitutter. Realkreditinstitutter skal overholde en maksimal lånegrænse, der er fastsat ved lov.

Universalbanker og realkreditinstitutter er begge kreditinstitutter, jf. EU-reguleringen, men der er en række forskelle mellem de to typer af institutter.





# Sådan fungerer realkreditsystemet



Et realkreditinstitut formidler kontakt mellem personer, der har brug for at låne penge til køb af fast ejendom, og investorer, der finansierer lånene ved at købe obligationerne.

Realkreditinstitutionen fungerer ikke som et pengeinstitut, der kan tage imod indlån eller låne penge hos et andet pengeinstitut og låne dem videre. Når et realkreditinstitut har givet en kunde grønt lys til at låne penge til fast ejendom, skal det først skaffe pengene.

Det sker ved, at instituttet udsteder og sælger obligationer til en investor, som på den måde finansierer lånet. Mens lånet løber, betaler låntageren løbende afdrag og renter til instituttet, som betaler dem videre til investoren.

Realkreditinstitutionen er derfor helt upåvirket af, om renten på et

variabelt forrentet lån stiger eller falder. Hvis renten for eksempel falder, modtager instituttet en lavere rente fra låntageren, men skal også kun videresende den samme lave rente til obligationens ejer, investoren. Det er altså kun investorerne og låntagerne, der mærker ændringerne.

Realkreditinstitutionen opkræver et bidrag på lånet for at dække de omkostninger, der er forbundet med administration af lånet, med forventede fremtidige tab, med kravet til forrentning af den kapital, der er nødvendig for at kunne foretage udlånet og med opbygning af tilstrækkelig kapital. Bidraget er en procentdel af lånets restgæld, som låntageren betaler, så længe lånet løber. Bidragssatsen svarer til rentemarginalen i et pengeinstitut, men er typisk lavere.



# Sammenhæng mellem lån og obligationer

I den klassiske danske realkreditmodel er der en en-til-en sammenhæng mellem et lån og en bestemt obligation. Den model fastholder realkreditinstitutterne i dag, selv om de ikke lovmæssigt er forpligtet til det. Det er ryggraden i den danske realkreditmodel og garant for modellens unikke egenskaber.

Eksempel: En låntager får et klassisk 30-årigt realkreditlån med en fast rente på 3 pct. Realkreditinstituttet finansierer lånet ved at udstede obligationer, hvor renten også er 3 pct. og løbetiden 30 år. Hvis låntager afdrager lånet løbende, betaler realkreditinstituttet også løbende afdrag til ejerne af obligationerne. Hvis låntager indfrier lånet før tid, får obligationsejerne deres penge tilbage, når lånet indfries. Realkreditinstituttet løber derfor ingen risiko for tab som følge af ændringer på de finansielle markeder. Samtidig er lånet gennemsigtigt. Det er en fordel for låntager, fordi han løbende kan følge udviklingen

i kursen på obligationen bag lånet, for eksempel i avisernes kurslister. Dermed kender han løbende prisen for at indfri lånet før tid.

En-til-en sammenhængen gælder for alle realkreditlån. For lån, hvor obligationerne har kortere løbetid end lånet fx et F3-lån, gælder en-til-en sammenhængen inden for de enkelte refinansieringsperioder. Når lånet refinansieres, udskiftes obligationerne bag lånet.

# 2

## Finansiering med pant i fast ejendom

Realkreditlån spiller en stor rolle i dansk økonomi, da alle boligejere og erhvervsvirksomheder har adgang til lån hos et realkreditinstitut, når de har fast ejendom, som kan stilles som sikkerhed. En af de vigtigste grunde er, at et realkreditlån har konkurrencedygtige renter. Men mange andre fordele ved lånene spiller også ind: Det er lån med gennemsigtige vilkår, de er tilgængelige for alle, og man kan indfri dem før tid på gode vilkår.

Der bliver optaget stadig flere realkreditlån i Danmark. I begyndelsen af 2016 var der i alt optaget realkreditlån for 2.600 mia. kr. Det svarer til, at hver borger i Danmark - spæd som gammel - har realkreditlån for omkring 465.000 kr. Realkreditinstitutionernes udlån er mere end dobbelt så stort som pengeinstitutionernes samlede udlån. Se figur 1.

Mere end 7 ud af 10 kr., der lånes ud i Danmark, kommer fra realkredit, og realkreditinstitutionerne låner ud i hele Danmark, jf. tabellen på side 14. Boligejerne får den lavest mulige rente, og realkredit dækker over halvdelen af virksomhedernes finansieringsbehov, fra landbrug, industri til byerhverv. Med sin billige og stabile finansiering udgør dansk realkredit et vigtigt rammevilkår for Danmark og har stor positiv betydning for danske virksomheders konkurrenceevne og dermed for vækst og velfærd i Danmark.

Realkreditinstitutionerne giver lån til alle typer ejendomme, men langt de fleste er til boliger. Se tabellen på side 14.

### Mange fordele for låntageren

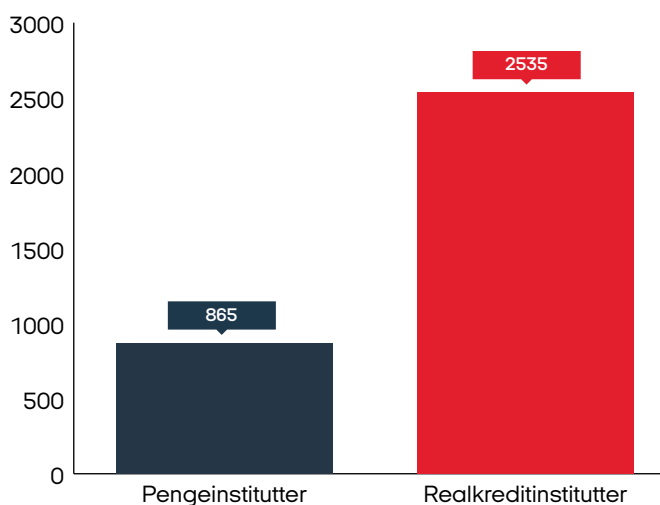
Realkreditlån er så udbredte, fordi alle personer, der ejer fast ejendom, har adgang til lån, hvis de samtidig er kreditværdige og deres ejendom kan belånes, og fordi et realkreditlån giver den enkelte låntager en række væsentlige fordele:

- **Konkurrencedygtig pris:** Prisen på lånene er konkurrencedygtig, fordi de lovgivningsmæssige rammer samt realkreditinstitutionernes udlånsregler og kreditpolitik gør lånene meget sikre. Når sikkerheden er høj, kræver køberne af obligationerne bag lånene ikke så høj en rente. Og lånets rente svarer netop til den rente, som investorerne kræver for at købe de bagvedliggende obligationer - altså markedsrenten - plus et særskilt bidrag til realkreditinstitutionen. Internationale studier viser, at prisen på de danske realkreditlån er meget lav.
- **Udviklingen i prisen på lånet kan løbende følges:** Lånet svarer til en bestemt obligation. Alle kan til enhver tid følge prisen på netop denne obligation for eksempel i avisernes kurslister eller på institutionernes eller fondsbørsens hjemmesider.
- **Låntager kan opsige og indfri lånet før tid på gode vilkår:** Lånene kan altid indfries ved at købe obligationerne bag lånet til markedspris. De gode indfrielsesvilkår giver mulighed for, at låntager kan styre sin gæld og økonomiske risiko fleksibelt. Det kan få stor betydning, hvis der indtræder uventede begivenheder, som for eksempel jobskifte eller skilsmisse, og der opstår behov for at indfri lånet før tid.
- **Realkreditinstitutionen kan ikke opsige lånet:** Lånet er uopsigeligt, så længe låntager betaler sine afdrag og renter.





**Figur 1 – Penge- og realkreditinstitutternes udlån til private og erhverv, juni 2016**



Realkreditinstitutternes udlån overstiger pengeinstitutternes udlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank

### Fast procedure når man optager et lån

Det første der sker, når man ønsker at optage et realkreditlån, er, at realkreditinstituttet vurderer ejendommens værdi. Det skyldes, at lovgivningen sætter et loft for, hvor meget en ejendom må belånes. For ejerboliger og andre ejendomme til beboelsesformål er loftet 80 pct. I forhold til finansieringen af de resterende 20 pct. af købesummen ved boligkøb, er der fra den 1. november 2015 indført et krav om, at boligkøbere skal lægge en udbetaling på 5 pct. De sidste 15 pct. finansieres fx af kundens pengeinstitut.

Med udgangspunkt i Finanstilsynets god skik-regler vurderer realkreditinstituttet herefter, om låntager er i stand til at betale lånet tilbage. Vurderingen er typisk baseret på indkomst, formue, kredithistorie og et budget. Vurderingen skal sikre, at låntagerne har en robust økonomi i forhold til lånenes renterisiko. Man kan kun få et rentetilpasningslån eller afdragsfrit realkreditlån, hvis man kan betale et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag. Det skal sikre et vist råderum hos den enkelte låntager ved optagelse af et rentetilpasningslån eller afdragsfrit lån.

Når realkreditinstituttet har godkendt lånebeløbet, kan realkreditinstituttet udbetale beløbet, og købet kan afsluttes. Ved udlån til erhverv, herunder små og mellemstore virksomheder, sker långivningen også på baggrund af en vurdering af ejendommens værdi samt en kreditvurdering af låntager.

### Tre hovedtyper realkreditlån

I dag tilbyder realkreditinstitutterne tre hovedtyper realkreditlån:

- Fastforrentet lån
- Rentetilpasningslån
- Lån med variabel rente (med eller uden renteloft).

De kan alle kombineres med perioder med afdragsfrihed og fælles for dem er, at der er tale om standardiserede lån – eller med et populært udtryk: Hyldevarer. Realkreditlån er ikke individuelt tilpasset til den enkelte kundes behov. Det giver stordriftsfordele og er med til at holde prisen nede. Den samlede lånepalette giver alligevel både låntager og investorer mulighed for at vælge et produkt, der passer til den enkeltes risikoprofil og investeringsønsker.

Figur 3 viser, hvordan de forskellige låntypers popularitet har varieret over tid. Låntagernes foretrukne valg af låntype afhænger bl.a. af det aktuelle renteniveau.

## Realkreditinstitutterne udlånsvækst er jævnt fordelt i hele landet.

Ejerboliger og fritidshuse	Udestående lånemasse		Nettonyudlån, k1-2010 - k2-2016	
	mia. kr.	ift. offentlig vurdering (2013)	mia. kr.	ift. offentlig vurdering (2013)
Bykommune	769	59%	184	14%
Mellemkommune	230	60%	37	10%
Landkommune	348	55%	69	11%
Yderkommune	97	49%	19	10%
Hele landet	1.444,7	57%	309	12%

### Fastforrentet lån

Det lange - typisk 30-årige - fastforrentede, konverterbare lån betragtes som det klassiske realkreditlån. Her kender låntager på forhånd den faste ydelse, han skal betale i hele lånets løbetid.

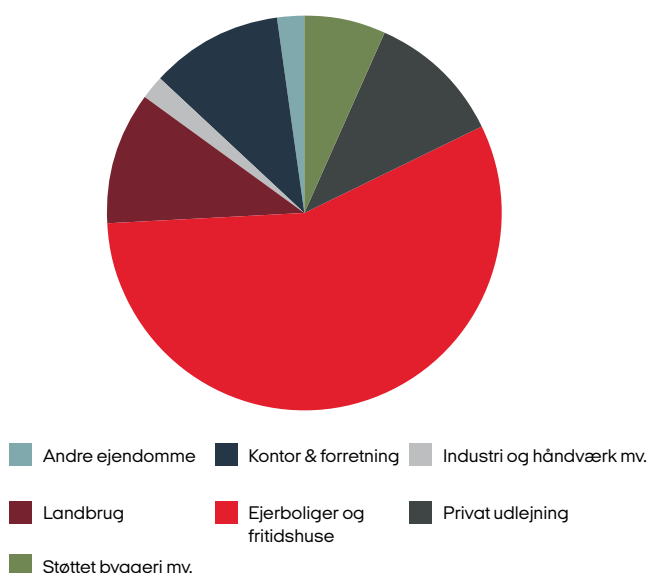
Det lange fastforrentede realkreditlån har samtidig den egenskab, at låntager kan indfri lånet før dets planmæssige udløb på to forskellige måder:

- Låntager kan betale restgælden tilbage ved at indfri lånets restgæld til kurs 100 (pari).

- Låntager kan opkøbe de obligationer, der ligger til grund for lånet, på de finansielle markeder og levere dem tilbage til realkreditinstituttet. Hvis kursen på obligationerne er under 100, er det den billigste metode. Ofte er det realkreditinstituttet eller låntagers pengeinstitut, der køber obligationerne på låntagers vegne. Men låntager kan frit vælge mellem mange obligationshandlere på markedet.

I dag kan alle lange fastforrentede lån indfries til kurs 100. Det giver låntageren en stor sikkerhed. Uden denne mulighed ville markedsprisen på obligationerne kunne stige langt over kurs 100, hvis renterne faldt meget. Og så ville det være dyrt at skulle opkøbe obligationerne bag lånet – de ville være meget dyrere end den gæld, låntager har på papiret.

**Figur 2 – Breakdown of mortgage lending by type of property, Q2/2016**



Realkreditinstitutternes udlån er fordelt på forskellige ejendomsstyper. Hovedparten af udlånene er til ejerboliger og fritidshuse.

Kilde: Finans Danmark

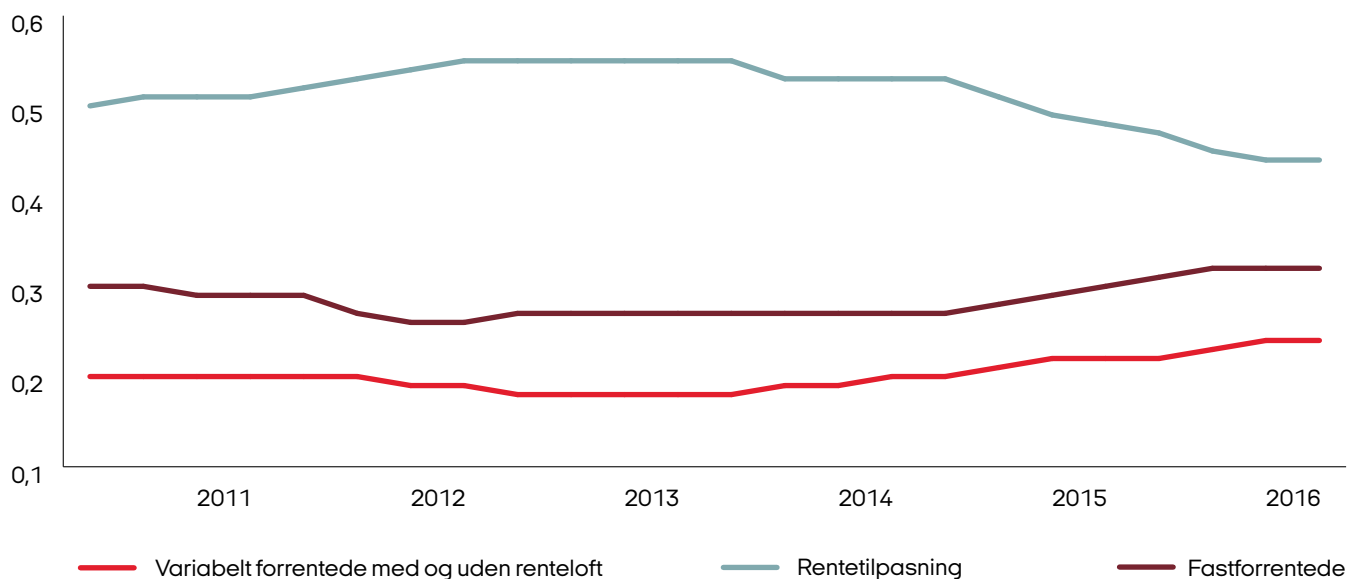
Muligheden for at indfri til kurs 100 betyder samtidig, at låntager i højere grad er sikret mod at blive teknisk insolvent, blot fordi renterne falder og kursen på obligationerne stiger. Låntager er teknisk insolvent, når den samlede gæld i ejendommen overstiger ejendommens værdi. Det er først et problem at være teknisk insolvent, når låntager får behov for at sælge ejendommen, og pengene fra salget så ikke dækker gælden i ejendommen.

### Rentetilpasningslån

Den umiddelbare fordel for låntager ved at vælge et rentetilpasningslån er, at renten typisk er lavere end renten på et fastforrentet lån, når lånet optages. Til gengæld kender låntager ikke den fremtidige ydelse på lånet. Renten ændrer sig nemlig over lånets løbetid, når lånet rentetilpasses. Det sker med 1 - 5 års mellemrum. Tidligere var lånene som oftest med rentetilpasning hvert år, men er nu typisk med 3 til 5 års mellemrum. Lånet rentetilpasses, når obligationerne bag lånet erstattes af nye obligationer. Renten på de nye obligationer bestemmer renten for den næste periode, indtil lånet rentetilpasses igen. Den lavere rente i begyndelsen skal derfor afvejes mod risikoen for, at renten stiger gennem lånets løbetid.

Et rentetilpasningslån kan indfries til kurs 100, hver gang en ny tilpasning af renten finder sted. Alternativt kan man - som ved alle realkreditlån - altid indfri det ved at opkøbe obligationerne bag lånet på markedsvilkår.

**Figur 3 – Realkreditinstitutternes udlån fordelt på låntyper, medio 2010 – medio 2016.**



De forskellige låntypers popularitet varierer over tid.

Kilde: Finans Danmark

### Lån med variabel rente (med eller uden renteloft)

Lån med variabel rente adskiller sig fra rentetilpasningslån ved, at renten ændrer sig med kortere intervaller, typisk 3 eller 6 måneder. Derudover fastsættes renten ud fra en referencerente, bestemt på pengemarkedet, typisk CIBOR-renten eller CITA-renten. CIBOR står for Copenhagen Interbank Offered Rate og CITA for Copenhagen Interbank Tomorrow/Next Average. Begge renter offentliggøres dagligt af OMX NASDAQ.

Det er muligt at vælge et lån, hvor renten er variabel, men maksimalt kan stige til et vist niveau (loft). På den måde sikrer man sig mod større rentestigninger. Hvis lånet har loft over renten på eksempelvis 4 pct., betyder det, at renten i en periode ikke kan blive højere end 4 pct. Lånets rente vil derfor følge udviklingen i CIBOR-renten, så længe CIBOR ikke overstiger 4 pct.

Lån med variabel rente kan indfries på to måder: Enten til en kurs, der er aftalt på forhånd - typisk kurs 100 eller 105, eller låntager kan købe obligationerne bag lånet til markedspris.

### Markedsbaseret indfrielse gælder for alle typer lån

Alle typer realkreditlån kan altså indfries på markedsbaserede vilkår. Det vil sige, at låntageren kan købe sig ud af sit lån ved at købe lånets bagvedliggende obligationer i markedet på samme vilkår som andre investorer. Denne mulighed er en direkte følge af en-til-en sammenhængen mellem lån og obligation.

Muligheden for markedsbaseret indfrielse er en fordel for låntager. Den afhænger af markedsprisen og skal ikke forhandles med realkreditinstituttet.

For fastforrentede lån har markedsbaseret indfrielse samtidig en indbygget mekanik, der betyder, at låntager kan indfri et lån billigere, når renterne er steget. Det skyldes, at obligationskurserne så er faldet. Det er ikke mindst en fordel, hvis låntager skal sælge sit hus, når huspriserne er faldet. Da fald i huspriser ofte sker i sammenhæng med rentestigninger, får danske låntagere ofte glæde af den mekanik.

”

*Det er ikke mindst en fordel, hvis låntager skal sælge sit hus, når huspriserne er faldet.*





### Gode indfrielsesvilkår giver fordele for låntager

De gode indfrielsesvilkår giver låntager en række muligheder for at foretage aktiv gældspleje. Man kan omlægge sine lån, hvis renterne har ændret sig, eller hvis man tror, de vil ændre sig i fremtiden. Omlægninger - eller konverteringer - er et udbredt fænomen i Danmark.

En mulighed ved konvertering er, at låntager kan få nedbragt sine renteudgifter ved at konvertere fra et fastforrentet lån med en høj rente til et fastforrentet lån med en lavere rente. Når renterne falder, udnytter titusindvis af låntagere den mulighed.

En anden mulighed er, at låntager med et fastforrentet lån kan nedbringe restgælden, når renterne stiger, fordi kursen på obligationerne så falder. Det har den ulempe, at renten på et nyt fastforrentet lån vil være højere. Men falder renterne igen, kan man lægge om igen til en lavere rente.

Endelig kan låntager skifte risikoprofil ved at gå fra én type lån til en anden. For eksempel ved at konvertere fra et lån med fast rente til et lån, hvor renten er variabel eller omvendt.

### En-til-en sammenhæng og balanceprincip

I denne publikation beskriver betegnelsen en-til-en sammenhæng den konkrete sammenhæng mellem det enkelte lån og den bagvedliggende obligation. Det er for at undgå begrebsmæssig forvirring i forhold til lovens balanceprincipper.

Et lovgivningsmæssigt balanceprincip sætter grænser for den risiko, et kreditinstitut må påtage sig. Det regulerer med andre ord den balance, der skal være mellem långiverens samlede udlån og de obligationer, der finansierer udlånet.

Det nye overordnede balanceprincip, der fulgte med SDO-lovgivningen, har i praksis givet pengeinstitutter og realkreditinstitutter grønt lys til helt at adskille lån og obligationer. Realkreditinstitutterne har helt bevidst valgt at holde fast i en-til-en sammenhængen mellem lån og obligation, der er ryggraden i den danske realkreditmodel og garant for modellens unikke egenskaber.

# 3

## Danske realkreditobligationer er en meget sikker investering

Den samlede markedsværdi af alle cirkulerende danske realkreditobligationer (RO'er, SDO'er og SDRO'er) er i omegnen af 2.800-3.000 mia. kr. De tre obligationstyper er beskrevet i boksen på side 20.

Realkreditinstitutterne udsteder i dag hovedsageligt SDO'er og SDRO'er, jf. figur 4. Det skyldes, at investorerne typisk vil betale en højere pris for disse obligationer end for RO'erne. Det vil de blandt andet, fordi der er lempeligere krav til, hvor meget kapital de skal sætte til side [kapitalkrav], når de køber en SDO eller en SDRO, end når de køber en RO. Den højere pris, som investoren betaler for en obligation, er til gavn for låntagerne, fordi renten bliver lavere.

Realkreditmarkedet er mere end fire gange så stort som markedet for danske statsobligationer. Se figur 5. Markedet er også større end hele det danske bruttonationalprodukt. Danmark har det største marked for realkreditobligationer med sikkerhed i fast ejendom i Europa. Alene som følge af sin størrelse spiller realkreditmarkedet en vigtig rolle på det danske finansielle marked.

### Obligationerne er guldrandede værdipapirer

Obligationerne betragtes som meget sikre investeringsobjekter:

- De bliver betegnet som 'guldrandede værdipapirer' i lovgivningen. Senest i det korte likviditetsmål (LCR), hvor de største realkreditobligationsserier kan tælle med som aktiver af allerhøjeste kvalitet [level 1 aktiver].
- De kan belånes i Danmarks Nationalbank og visse obligationer i euro også i Den Europæiske Centralbank.
- De har de højeste karakterer hos de internationale ratingbureauer - på linje med statsobligationernes.
- Der kan aldrig ske nedskrivning (bail-in) af obligationerne ved restrukturering eller afvikling af et realkreditinstitut.

De høje klassificeringer gør, at obligationerne bliver handlet til attraktive kurser. Det har en direkte positiv effekt på priserne for realkreditlån og er derfor til fordel for låntagerne.

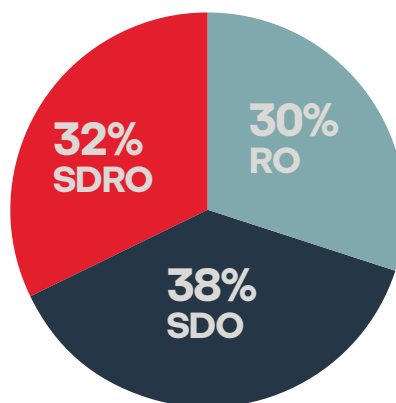
Den høje sikkerhed og deraf følgende høje klassificering er et resultat af lovgivningen på området og den måde, som institutterne har valgt at udøve deres virksomhed på, hvilket minimerer risikoen for tab.

### Obligationerne opnår stort volumen

Realkreditinstitutterne sælger nye obligationer, hver gang de sælger nye lån. Det sker på daglig basis.

Realkreditinstitutterne åbner løbende nye obligationer, når for

**Figur 4 – Realkreditinstitutternes udestående obligationer (markedsværdi) fordelt på SDO'er, SDRO'er og RO'er, medio 2016.**



SDO'er og SDRO'er udgør ca. 40% af realkreditinstitutternes udestående obligationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank



## OBLIGATIONSTYPER

Realkreditinstitutterne kan vælge mellem tre slags obligationer til at finansiere deres lån:

- Særligt dækkede obligationer [SDO]
- Særligt dækkede realkreditobligationer [SDRO]
- Realkreditobligationer [RO]

Både pengeinstitutter og realkreditinstitutter kan udstede SDO'er, mens det kun er realkreditinstitutter, der kan udstede SDRO'er og RO'er. I praksis er der ingen væsentlig forskel mellem de to typer særligt dækkede obligationer.

Både udstedte SDO'er og SDRO'er skal overholde en række krav, som RO'erne ikke skal overholde. Det væsentligste krav er, at lånene (pantgrundlaget), som de finansierer, skal overholde en lovbestemt lånegrænse i hele lånets løbetid. Ved udstedte RO'er skal lånene kun overholde lånegrænserne i det øjeblik, lånene bliver givet.

eksempel renterne ændrer sig, eller når institutterne tilbyder nye låneprodukter, hvor der er behov for nye obligationer, der svarer til disse lån. Fra realkreditinstituttet er der fokus på at have så store obligationsserier som muligt. Det store volumen er en fordel for låntageren, fordi obligationer med et stort volumen typisk bliver handlet til en bedre pris end obligationer med et lille volumen.

Med såvel ny regulering fra EU som dansk regulering står de danske realkreditinstitutter overfor tiltag på likviditetsområdet, som trækker i hver sin retning. I EU's nye korte likviditetsregler [LCR] bliver store obligationsserier bedst behandlet, mens der i den danske tilsynsdiamant for realkreditinstitutter er lagt op til i øget omfang at sprede refinansieringer. Spredningen af refinansieringer giver mindre obligationsserier.

### Obligationerne tiltrækker både danske og udenlandske investorer

Den høje sikkerhed har skabt en bred interesse for de danske

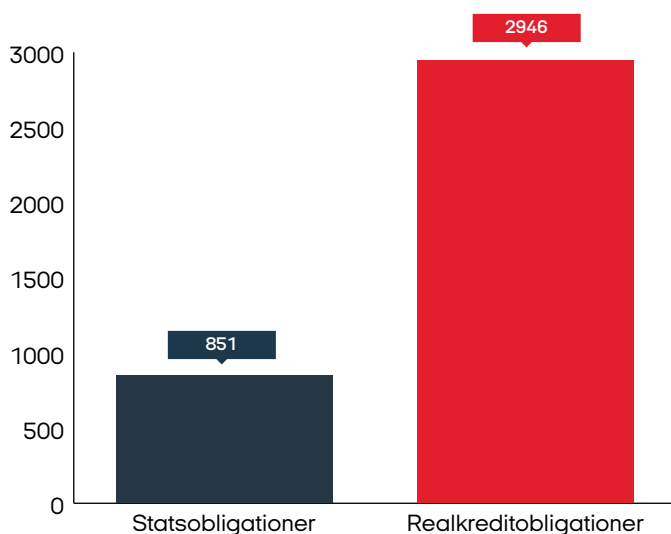
realkreditobligationer – både blandt danske og udenlandske investorer.

Hovedparten af obligationerne ejes af pengeinstitutter og realkreditinstitutter, investeringsforeninger og forsikrings- og pensionsselskaber. De ejer tilsammen 70-75 pct. af obligationerne.

Livsforsikrings- og pensionsselskaber har traditionelt haft en stor beholdning af lange, fastforrentede realkreditobligationer. Det skyldes, at de har en lang investeringshorisont og derfor har en særlig interesse i sikre obligationer med en lang løbetid. Der ses en bevægelse i retning af, at livsforsikrings- og pensionsselskaber også går efter realkreditobligationer med kortere løbetider. Til sammenligning køber pengeinstitutterne typisk realkreditobligationer med kortere løbetider.

Udenlandske investorer har de seneste år haft 15-20 pct. af den samlede beholdning af realkreditobligationer. Se figur 6.

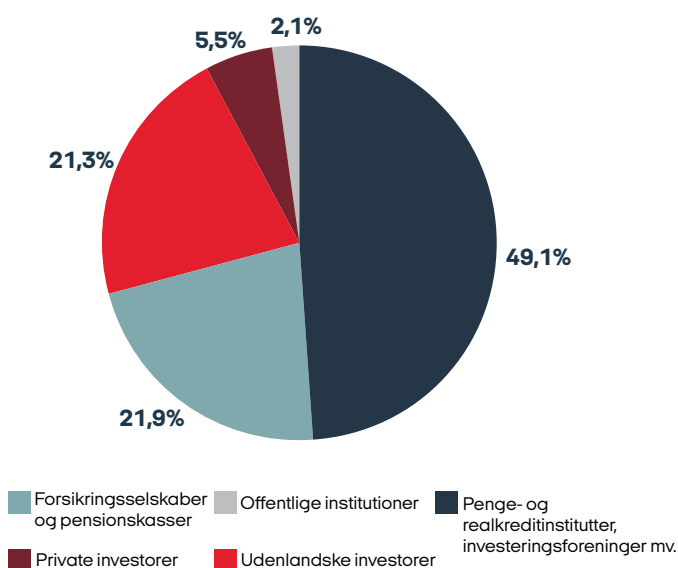
**Figur 5 – Markedsværdi af danske statsobligationer og realkreditobligationer, juni 2016.**



Det danske realkreditmarked er mere end fire gange så stort som markedet for statsobligationer.

Kilde: Danmarks Nationalbank

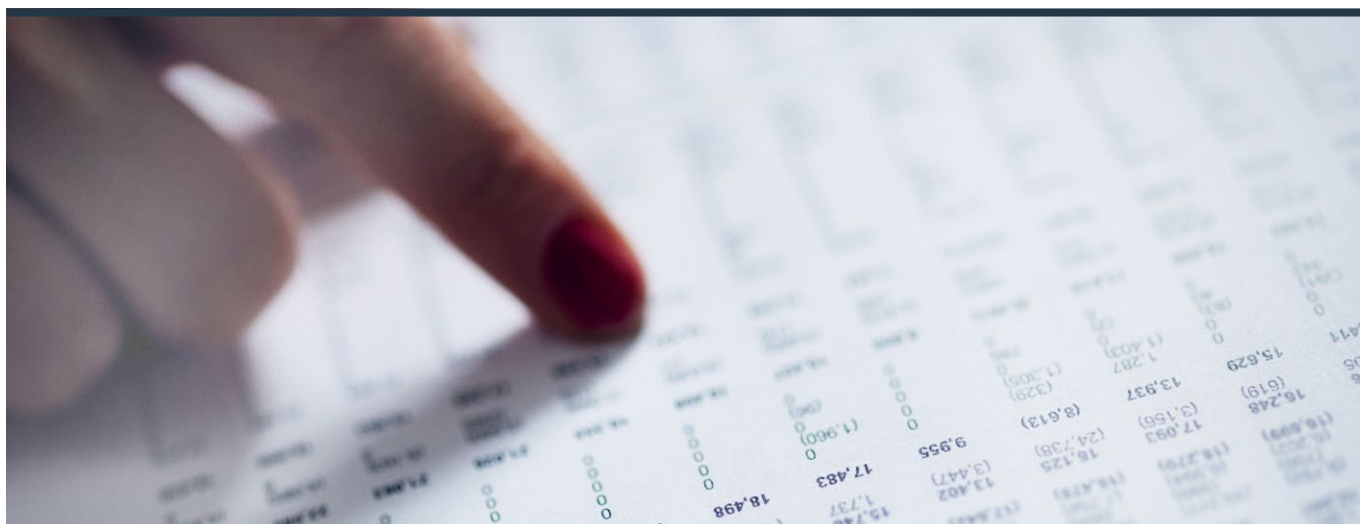
**Figur 6 – Fordelingen af de danske realkreditobligationer på investortype, juni 2016.**



Danske realkreditobligationer er populære blandt en bred skare af investorer – også udenlandske.

Kilde: Danmarks Nationalbank





## Forskelle og ligheder ved SDO'er, SDRO'er og RO'er

	Særligt dækket obligation [sdo]	Særligt dækket realkreditobligation [sdro]	Realkreditobligation [ro]
Hvem kan udstede obligationen?	Pengeinstitutter Realkreditinstitutter Skibsfinansieringsinstitutter	Realkreditinstitutter	Realkreditinstitutter
Hvordan vurderes obligationen som investeringsobjekt [opfylder ucits artikel 52, 4]?	Ja – guldrandet	Ja – guldrandet	Ja – guldrandet
Opfylder obligationen EU's krav til særligt dækkede obligationer [crr artikel 129]?	Ja – kapitalvægt på 10 pct. i standard-metode	Ja – kapitalvægt på 10 pct. i standardmetode	Nej, ikke obligationer, der er udstedt efter 1. januar 2008 – kapitalvægt på 20 pct. i standardmetode
Skal belåningsgrænsen overholdes?	Ja, løbende	Ja, løbende	Ja, men kun på belåningstidspunktet
Kan junior covered bonds [jcb]/senior secured bonds [ssb] anvendes som supplerende sikkerhed?	Ja	Ja	Ja
Balanceprincip – vælge mellem det generelle og det specifikke?	Ja	Ja	Ja



# Dansk realkredit har fungeret under finanskrisen

Trods historisk stor uro på de finansielle markeder fra efteråret 2007 frem til 2011 klarede de danske realkreditobligationer sig bemærkelsesværdigt godt. Realkreditinstitutterne gav nye realkreditlån til boligejere og virksomheder under hele krisen. Det understreger styrken ved den danske realkreditmodel.

Den finansielle krise, der begyndte i efteråret 2007, tog afsæt i et sammenbrud i det amerikanske finansielle system. Amerikanske banker havde givet mange boliglån til personer med dårlig kreditværdighed. Lånene finansierede de ved at udstede obligationer, som ikke var gennemsigtige. Det var umuligt at gennemskue, hvilke lån der lå bag obligationerne, og dermed hvilken risiko, der var for at tabe penge på dem.

De institutter, der lånte penge til boligejerne, solgte lånene videre til andre. De ville derfor ikke selv lide det fulde tab, hvis lånene ikke blev betalt tilbage. Tilskyndelsen til kun at yde lån til gode og kreditværdige kunder var derfor forringet.

## Overblikket forsvandt – og dermed tilliden

Ingen kunne overskue hvilke banker, der risikerede at lide tab på grund af de dårlige lån i USA. Tilliden til hele banksystemet forsvandt derfor i løbet af kort tid. Kollapset i den store amerikanske investeringsbank Lehman Brothers i september 2008 fjernede den sidste rest af tillid mellem bankerne. Derefter blev det meget vanskeligt for amerikanske og europæiske banker at låne penge af hinanden.

Det tvang USA og de fleste vesteuropæiske lande til at yde statsstøtte eller statsgarantier til bankerne for at forhindre

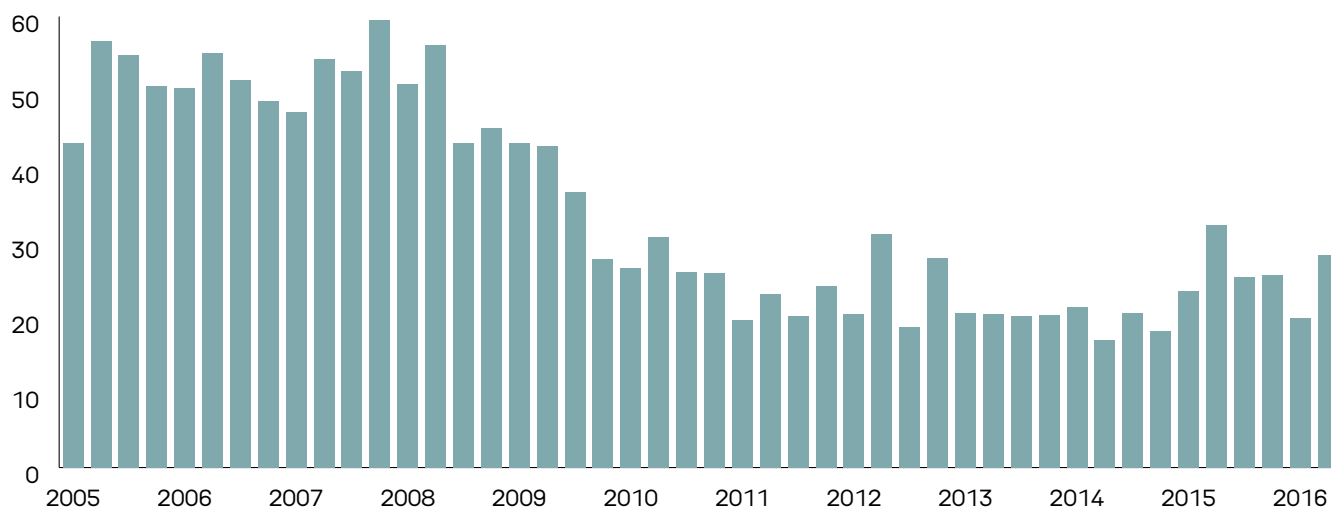
banksystemet i at falde sammen. Også i Danmark spændte Folketinget et statsligt sikkerhedsnet ud for at sikre tilliden til banksystemet.

## Europæisk marked gik i stå

I begyndelsen blev europæiske udstedere af realkreditobligationer ikke nævneværdigt påvirket af krisen. Obligationernes høje sikkerhed betød, at obligationsmarkedet i denne del af verden fungerede rimeligt, indtil Lehman Brothers gik konkurs.

Herefter gik også det europæiske marked for realkreditobligationer i stå. Banker og realkreditinstitutter måtte betale en betydeligt højere rente end normalt for at låne på obligationsmarkedet. De fleste var nødt til at udstede obligationer med meget kortere løbetider end ellers, hvis de ville låne penge - og mange kunne ikke låne uanset vilkårene.

I både Irland, Tyskland og Belgien måtte staten træde til og redde kreditinstitutter, fordi institutterne havde store forskelle mellem de lån, de havde ydet, og de obligationer, de havde udstedt for at finansiere lånene. Der var ingen sammenhæng mellem renten på lånene og renten på obligationerne. Den konstruktion gjorde institutterne meget følsomme over for renteviklingen. De fik store tab, da renterne begyndte at stige,

**Figur 7 – Realkreditinstitutternes nettoudlån, 2. kvartal 2016**

De danske realkreditinstitutter fortsatte med at yde nye lån under den seneste finanskrisen.

Kilde: Finans Danmark

fordi de skulle betale højere renter til obligationsejerne, mens de selv modtog uændrede renter fra låntagerne.

### Det danske marked klarede sig

I Danmark havde realkreditsektoren ikke behov for statsgarantier på realkreditobligationer. Som det fremgår af figur 7, ydede realkreditinstitutterne lån under hele krisen, fordi det var muligt at sælge nye obligationer. Danske boligejere og virksomheder oplevede derfor ikke begrænsninger i deres mulighed for at få finansieret deres ejendomme på grund af uroen på markederne.

I de sidste måneder af 2008 var finanskrisen på sit højeste, og obligationsmarkederne i det meste af Europa var lammede. Det danske marked gik heller ikke helt ram forbi, men var aldrig lammet. I en periode var der langt færre købere til obligationerne, end der var sælgere, og det betød, at kurserne på obligationerne blev presset længere ned. Renterne var derfor højere, end de ville have været under normale omstændigheder.

Udenlandske investorer valgte at sælge en del af deres danske realkreditobligationer - formentlig fordi det ganske enkelt var muligt at finde købere til disse obligationer. Det var langt fra tilfældet for alle værdipapirer.

Også de danske forsikrings- og pensionselskaber var tæt på at blive tvunget til at sælge en del af deres beholdning

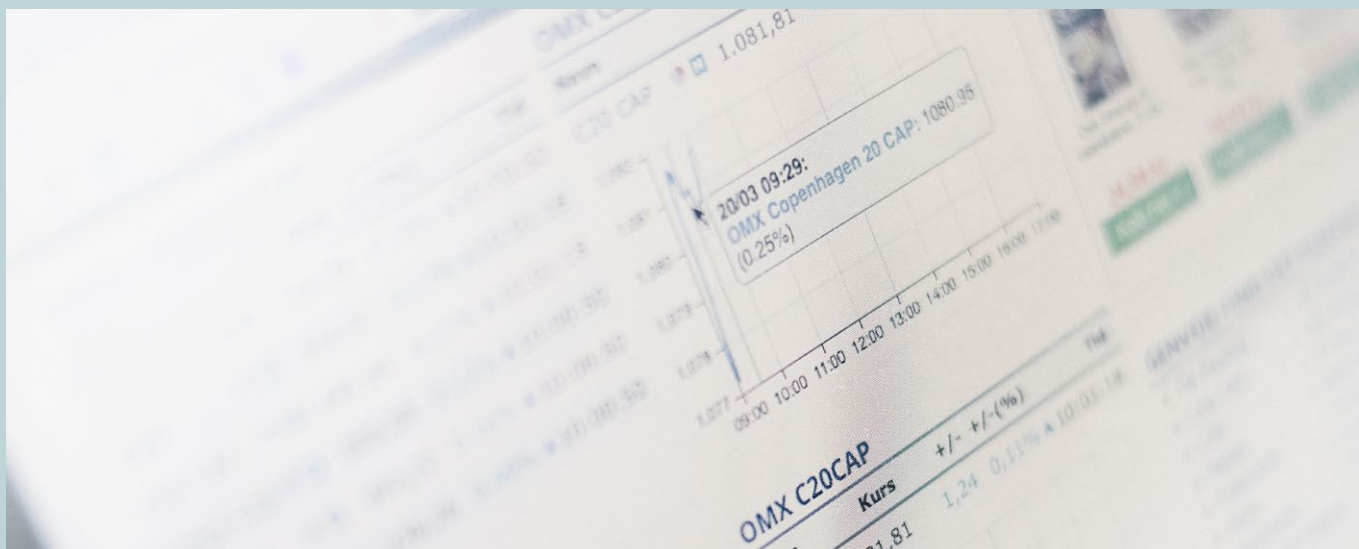
af danske realkreditobligationer. Det skyldtes de unormale forhold på de finansielle markeder og de regelsæt, de skulle overholde. Selskaberne slap dog for at tvangssælge, fordi myndighederne valgte at justere regelsættet for disse selskabers investeringer.

Mens krisen var på sit højeste i december 2008, skulle en stor mængde af realkreditinstitutternes rentetilpasningslån have fastsat ny rente. Realkreditinstitutterne skulle derfor sælge en stor mængde obligationer til erstatning for obligationer, der udløb. Trods krisen lykkedes det de danske realkreditinstitutter at sælge obligationer for mere end 350 mia. kr.

”

*Boligejere og virksomheder oplevede derfor ikke begrænsninger*





# Realkreditten og økonomiske kriser i nyere tid

Dansk økonomi har gennemlevet fem større nedture i de seneste 40 år:

- De to oliekriser i 1970'erne
- Kartoffelkur og skattereform i 1980'erne
- It-krisen fra 2001
- Finanskrisen fra 2007.

Kriserne har påvirket realkreditsystemet på forskellig måde – men aldrig sat det under pres.

## 1970'ernes oliekriser

I begyndelsen af 1970'erne indtraf den første oliekrise, og den anden oliekrise fulgte i slutningen af årtiet. Begge kriser blev udløst af kraftige stigninger i olieprisen. Under oliekriserne steg både ledigheden og antallet af tvangsauktioner kraftigt, men det danske realkreditsystem kom ikke under nævneværdigt pres.

## Kartoffelkur og skattereform

I midten af 1980'erne foretog regeringen nogle voldsomme indgreb i dansk økonomi. Der var opbygget betydelige ubalancer i økonomien blandt andet i form af et stort og stigende underskud på betalingsbalancen og en meget stor statsgæld. Det var derfor nødvendigt at foretage en kursændring af den økonomiske politik.

I efteråret 1986 gennemførte regeringen det, der i folkemunde blev kaldt kartoffelkuren. Det blev blandt andet dyrere at have boliglån, fordi løbetiden på et realkreditlån blev sat ned til 20

år. Samtidig blev låntagerne tvunget til at tage såkaldte mixlån. Konsekvensen var, at afdragsdelen på lånene blev sat kraftigt op i de første år af et låns levetid.

Den 1. januar 1987 trådte en ny skattereform i kraft, som blandt andet indebar, at den skattemæssige værdi af rentefradraget blev beskåret mærkbart. Herefter fulgte syv år med lav økonomisk vækst, kraftigt stigende ledighed og faldende boligpriser. Der har aldrig været så mange tvangsauktioner som i de år.

Realkreditinstitutterne oplevede store tab, og der skete en vis konsolidering i branchen, hvor flere små institutter blev lagt sammen til større. Men tabene gik ikke ud over investorerne. Ikke en eneste ejer af danske realkreditobligationer mistede sine penge.

## It-boblen

Den næste nedtur i dansk økonomi begyndte i 2001 og var foranlediget af en mindre international finanskris. Den opstod, fordi priserne på it-aktier faldt drastisk, efter at de var eksploderet i årene inden. Da it-boblen brast, førte det til en generel, men kortvarig, afmatning i økonomien. Det danske realkreditsystem blev ikke ramt af krisen. Snarere tværtimod. Investorerne skilte sig nemlig af med deres aktier og søgte over i mere sikre papirer – blandt andet danske realkreditobligationer.

Finanskrisen fra 2007

Se foregående kapitel.

# 5

## Dansk realkredit og finansiel stabilitet

Fundamentet i det danske realkreditsystem er så stærkt, at systemet har overlevet alle nedture i dansk økonomi. Gennem tiderne har det bidraget til at stabilisere samfundsøkonomien, og det vidner den seneste finanskriser om. Realkreditsektoren er også blevet mere robust.

Et stabilt og gennemprøvet realkreditsystem, der har overlevet 200 års op- og nedture i dansk økonomi, har stor værdi for samfundet. Det skaber tillid – og tillid er afgørende for, at borgere og virksomheder har lyst til at investere. Det er også understreget ved, at danske realkreditinstitutter er udpeget som systemisk vigtige institutter (SIFI'er).

For erhvervslivet betyder finansiel stabilitet, at virksomhederne tør foretage langsigtede investeringer. Det er afgørende for landets økonomi, da det er med til at skabe nye arbejdspladser og dermed økonomisk vækst.

Investorer reagerer også positivt på finansiel stabilitet. Så kan de trygt stille deres penge til rådighed eksempelvis for obligationsmarkedet, for de kan regne med at få pengene igen. Risikoen for, at det finansielle system bryder sammen fra den ene dag til den anden, er nemlig meget lille.

### Realkreditsystemet modstår krisetider

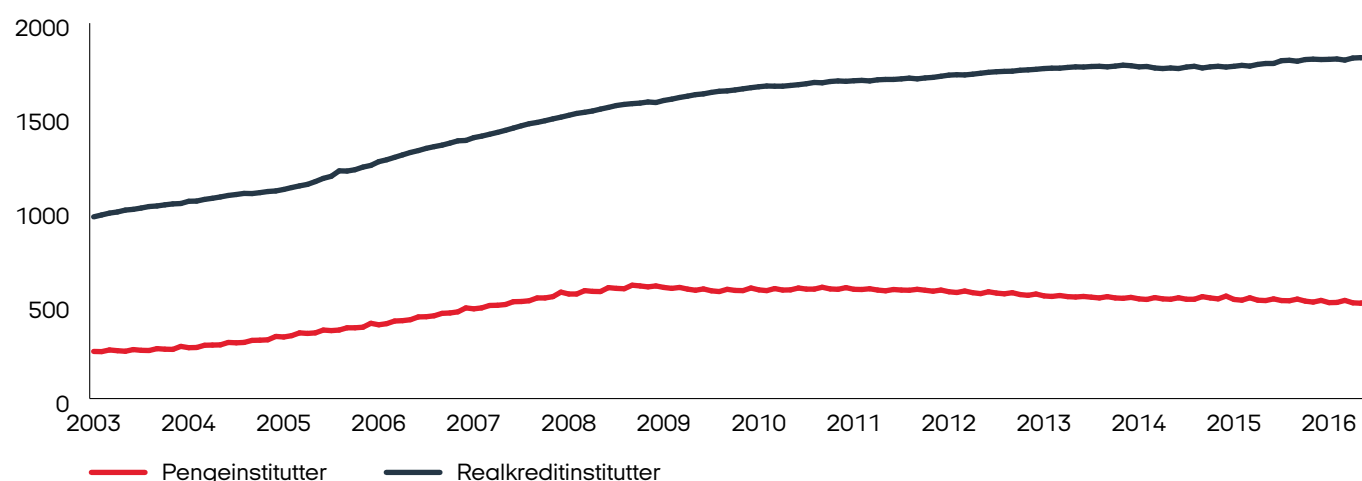
Styrkerne ved det danske realkreditsystem bliver især synlige i krisetider. Den seneste finansielle krise, der især tog fart i efteråret 2008, er ikke nogen undtagelse.

Det til trods for at det netop var problematiske boliglån på det amerikanske boligmarked, der fik krisen til at accelerere – de såkaldte subprime lån.

Men den voldsomme turbulens på de finansielle markeder i 2008-09 har ikke slået benene væk under realkreditsystemet i Danmark. Boligejere og virksomheder har kunnet låne penge i realkreditinstitutterne som før. Ejerne af realkreditobligationerne – investorerne – har heller ikke behøvet at bekymre sig for sikkerheden bag obligationerne.

### Realkreditinstitutterne låner også penge ud i krisetider

Realkreditinstitutterne fortsætter med at låne ud, også når der er lavkonjunktur. Det er vigtigt for samfundet. Virksomheder og private låntagere skal stadig kunne låne penge, selv om der er krise. Udlån skaber nemlig aktivitet i samfundet, og det er afgørende for, at økonomien kan komme på fode igen. Fra september 2008 til juni 2016 har realkreditinstitutterne øget udlånet til husholdninger og virksomheder med mere end 450 mia. kr., mens pengeinstitutterne har reduceret udlånet med knap 300 mia. kr. Se figur 8.

**Figur 8 – Udvikling i samlet udlån fra henholdsvis penge- og realkreditinstitutter.**

Realkreditinstitutternes udlån, juni 2016.

Kilde: Finans Danmark

Realkreditinstitutterne kan låne penge ud, så længe der er købere til de obligationer, der skal finansiere lånene. Under en lavkonjunktur vil investorerne ofte være tilbøjelige til at købe meget sikre aktiver. De danske realkreditobligationer er attraktive, da sikkerheden bag dem er meget høj på grund af lovgivningen samt realkreditinstitutternes udlånsregler og kreditpolitik.

Under lavkonjunkturer øges realkreditinstitutternes risiko for tab på udlån, fordi flere ikke kan betale deres afdrag og renter til tiden. Hvis det bliver nødvendigt, har realkreditinstitutterne mulighed for at forhøje bidrags-satsen.

### Robustheden i dansk realkredit er øget

Det er vigtigt at sikre robustheden i realkreditsektoren og den finansielle stabilitet, så danske boligejere og virksomheder fortsat har adgang til stabil finansiering af boliger og erhvervsjendomme. Som opfølgning på den finansielle krise er det bl.a. sket ved ny lovgivning om håndtering af refinansieringsrisiko. Det skaber klarhed om vilkårene for låntager, investorer og realkreditinstitutter i en ekstrem krise, hvor et realkreditinstitut ikke kan gennemføre refinansieringen af udløbne SDO-obligationer på markedsvilkår, eller hvis renten stiger voldsomt.

Dernæst har Finanstilsynet indført et sæt pejlemærker for realkreditinstitutterne - "Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter". Pejlemærkerne tager sigte på at begrænse risiciene i de enkelte realkreditinstitutter på fem områder. Det vedrører afdragsfrihed, begrænsning af lån med kort finansiering, låntagers renterisiko, udlånsvækst og store eksponeringer.

### Friværdien beskyttes, når huspriserne falder

En stor styrke ved det danske realkreditsystem er, at

boligejere med fastforrentede lån ofte automatisk vil få beskyttet friværdien i deres bolig i vanskelige tider, hvor boligpriserne falder.

Det skyldes, at boligpriserne ofte falder, når renterne stiger. Rentestigninger betyder, at kurserne på obligationerne falder. Da gælden til realkreditinstituttet følger kursen på obligationerne, vil boligejernes gæld derfor også falde, når boligpriserne falder.

Denne beskyttelse af friværdien har en stabiliserende effekt på dansk økonomi, fordi der er færre boligejere, der bliver teknisk insolvente. Man er teknisk insolvent, når gælden i ejendommen overstiger ejendommens værdi. Det kan blive et stort problem at skulle sælge sit hus, når man er teknisk insolvent, fordi pengene fra salget ikke dækker gælden i ejendommen.

### Boligejerne kan få glæde af faldende renter

Boligejerne kan omvendt også få glæde af faldende renter. Det skyldes, at et traditionelt fastforrentet realkreditlån kan indfries til kurs 100. Når renterne er faldet, kan man altså indfri lånet og optage et nyt lån med en lavere rente.

Denne mulighed er langt fra en selvfølge. I langt de fleste lande vil gevinsten ved at omlægge et lån med en høj fast rente til et lån med en lavere rente blive spist op af prisen for at indfri det gamle lån.

Mange boligejere har også nydt godt af lån med variabel rente, der typisk er lavere end renten på fastforrentede lån. Den besparelse har været med til at holde hånden under mange boligejeres økonomi under krisen.



# 200 år med dansk realkredit

Dansk realkredit opstod bogstavelig talt i ruinerne på Københavns brand i 1795 og har således mere end 200 år på bagen. Grundprincipperne er stadig de samme, men lovgivningen er løbende blevet ændret efter princippet: At forandre for at bevare og styrke robusthed.

Dansk realkredit udspringer af Københavns brand i **1795**, hvor en fjerdedel af København brændte ned. Efter branden opstod et stort behov for et organiseret kreditmarked, fordi der over en kort periode skulle opføres et stort antal bygninger.

Det var grundlovsvedtagelsen i **1849**, der for alvor satte skub i oprettelsen af kreditforeninger. Grundloven sikrede foreningsfriheden, og det benyttede grupper af låntagere sig af. De oprettede foreninger, hvor man hæftede solidarisk for den kapital, man rejste ved at udstede obligationer. Denne organisering prægede det danske kreditmarked i hen ved 100 år. Kreditforeningerne kunne yde lån op til 60 pct. af ejendommens værdi.

De nye kreditforeninger blev sat i verden for at varetage medlemmernes – altså låntagernes – interesser. Lånene blev derfor gjort uopsigelige fra långivers side, og foreningernes formue tilhørte medlemmerne, som fik udloddet en del af formuen, når de trådte ud af foreningen.

Solidarisk hæftelse bevirkede, at foreningerne havde en meget restriktiv kreditpolitik. Når de nåede en vis størrelse, havde de stærke incitament til at holde kassen lukket. Nye låntagere ville øge foreningens risiko, idet yngre låntagere ofte har en lavere kreditværdighed end etablerede låntagere.

En række velstående personer tog derfor initiativ til at oprette det første realkreditinstitut i Danmark i **1797**. Det hed Kreditkassen for Husejerne i Kjøbenhavn og ydede lån med udgangspunkt i udstedelse af obligationer.

Det var långiverne, der oprettede instituttet – ikke låntagerne. Det er muligvis grunden til, at lånene i første omgang var en primitiv udgave af det, der senere kommer til at karakterisere realkreditlån.

Kreditkassen for Husejerne i Kjøbenhavn var det eneste realkreditinstitut i godt 50 år.

I 1830'erne blussede debatten om en mere organiseret realkredit op som følge af det store lånebehov, der opstod i kølvandet på landbo-reformerne i slutningen af 1700-tallet.

I **1959** og 1960 oprettede man nogle særlige realkreditfonde, der havde til formål at supplere långivningen. Der var flere grunde til, at der var behov for disse fonde: Både kreditforeninger og hypotekforeninger var meget tilbageholdende med at låne penge ud, både på grund af deres konstruktion og fordi anden verdenskrig havde ført til en vis forsigtighed i kreditmarkederne.

Realkreditfondene var selvejende institutioner og udmærkede sig ved, at man ikke hæftede solidarisk for lånene.

I **1936** kom Hypotekforeningsloven. Man havde siden 1896 haft hypotekforeninger, der kunne supplere långivningen op til 75 pct. af ejendommens værdi. Men det var først i 1936, at der kom lovgivning på området. Det skyldtes, at politikerne tvivlede på systemets levedygtighed.

I **1989** kom en ny reform af realkreditlovgivningen som følge af et EF-direktiv. Det var første gang, at det europæiske fællesskab medførte ændringer i det danske realkreditsystem. Der blev indført en række objektive betingelser for godkendelse af nye institutter, og institutterne skulle godkendes, når de opfyldte betingelserne. Nye institutter kunne ikke længere nægtes godkendelse ud fra en vurdering af, om der var behov for dem. Nyoprettede realkreditinstitutter skulle desuden være aktieselskaber. De eksisterende realkreditinstitutter fik også mulighed for at omdanne sig til aktieselskaber. Som følge af reformen oprettede en række af landets større banker egne realkreditselskaber.

De næste store ændringer i det danske realkreditsystem skete i **1970**, hvor Folketinget vedtog Realkreditloven af 1970. Loven indskrænkede den meget frie adgang til den organiserede realkredit. Der indførtes lavere lånegrænser, kortere løbetid og begrænsninger i de formål, der kunne finansieres med realkreditlån.

Antallet af realkreditinstitutter blev desuden reduceret gennem fusioner. Få, men landsdækkende, realkreditinstitutter skulle give stor driftsfordele til gavn for låntagere og investorer.

I **2003** vedtog Folketinget Lov om Finansiell Virksomhed, som ændrede hele det lovgivningsmæssige grundlag for realkreditinstitutterne. I loven samlede man seks specifikke branchelove i én overordnet lov for den finansielle sektor. Herefter er de danske realkreditinstitutter reguleret via Lov om realkreditobligationer og realkreditlån mv. og Lov om finansiell virksomhed.

I **2014** vedtog Folketinget refinansieringsloven (ændringer i lov om finansiell virksomhed og lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv.), hvormed der vil ske forlængelse af realkreditobligationer, særligt dækkede realkreditobligationer eller særligt dækkede obligationer, hvis et realkreditinstitut ikke kan gennemføre refinansieringen af de udløbne obligationer på markedsvilkår, eller hvis renten stiger voldsomt.

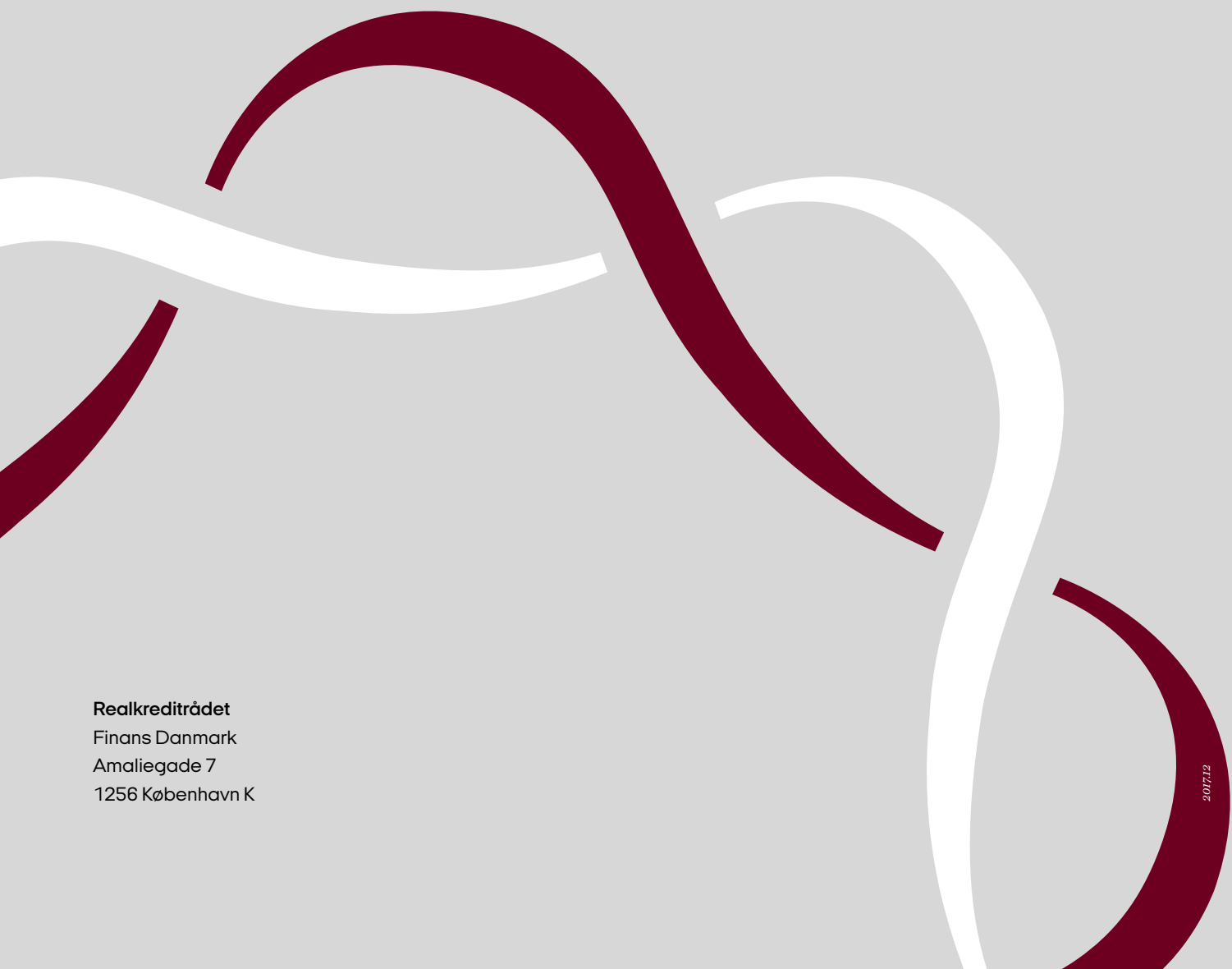
Også i 2014 vedtog Folketinget en omfattende ændring af lov om finansiell virksomhed. Med ændringen blev gennemført EU's nye kapitalkrav- og likviditetsregler (CRR/CRD IV) og regler om systemisk vigtige finansielle institutter.

I **2007** vedtog Folketinget lovgivningen om særligt dækkede obligationer. Loven implementerede EU's regler om SDO'er fra Kapitaldækningsdirektivet i dansk lovgivning. Desuden åbnede lovgivningen for, at både realkreditinstitutter og pengeinstitutter kan udstede særligt dækkede obligationer.

I **2015** blev EU-regler om krisehåndtering af penge- og realkreditinstitutter gennemført ved Folketingets vedtagelse af en ny dansk lov om restrukturering og afvikling af penge- og realkreditinstitutter og ved tilpasning af den eksisterende finansielle lovgivning.

Læs mere om realkreditens historie i Danmark i Michael Møller og Niels Christian Nielsen, BRF, 1997: Dansk realkredit gennem 200 år.





**Realkreditrådet**  
Finans Danmark  
Amaliegade 7  
1256 København K

2017/12