

# Særligt Dårlige Obligationer

Almindelige låntagere er oftest dem, der sidst finder ud af, hvordan EU, politisk propaganda og økonomiske interesser, influerer på deres økonomiske beslutninger. Særligt Dækkede Obligationer (SDO) er det nyeste eksempel herpå.



Af Poul Stubkjær  
Partner - Realråd

info@parcelusmaegleren.dk

Argumentationen for Særligt Dækkede Obligationer (SDO) lånene bliver fra politisk side elegant pakket ind i ord som fri konkurrence og tiltro til markedskræfternes selvregulering. Bankernes argumenter handler om truslen fra udenlandsk konkurrence eller om de mange nye produkter, som de mener forbrugeren efterspørger og kan få glæde af. Faktum er, at låntager må bevæbne sig til tænderne med kritiske spørgsmål, hvis de vil vide, hvordan lånet påvirker deres økonomi.

Reelt handler det om at få dannet en europæisk standard for realkreditprodukter. For bankerne er det en guldrandet mulighed for at få andel i et af de nyeste og mest potente markeder i den finansielle verden - markedet for covered bonds eller på dansk Særligt Dækkede Obligationer.

## Laveste fællesnævner

De nye lån er ikke bare et nyt i rækken af låneprodukter, som har tilflydt markedet de seneste mange år. Der er derimod tale om et radikalt anderledes lånesystem baseret på et europæisk kludetæppe bestående af laveste fællesnævnerne.

Hvis gennemsnittet af de øvrige EU standarder for realkredit var højere end den danske, måtte man naturligtvis hilse det velkomment. Nok er det en forbedring for den spanske, italienske, tyske etc. låntager. Men de er sandt at sige heller ikke forventede med billige eller gennemskuelige realkreditprodukter.

Eksempelvis har Italien end ikke et realkredit system (obligations baseret) til andet end offentlige ejendomme. Der er dog udarbejdet et rammeforslag til brug for private låntagere. Spanien har et system for SDO lån, men med betingelser som ville få enhver dansk låntager til at sove uroligt. Hvis låntagers ejendom eksempelvis ikke længere udgør tilstrækkelig sikkerhed, så skal debitor enten pantsætte andre aktiver, indtil den fornødne sikkerhed er etableret eller tilbagebetale lånet med så stor en andel, at det svarer til værdien.

## Den danske model

Dette princip om at aktivet der ligger til grund for den særligt dækkede obligation løbende skal vurderes, og hvis værdien er faldet skal 'erstattes' (derfor særligt dækkede), er gennemgående i Europa. Det effektueres på mange forskellige måder, men grundtanken er den samme. I det danske system er det helt overflødig at tage aktivet op til løbende og bekostelig vurdering grundet en til-en princippet og ikke mindst pari reglen for konvertible obligationer.

Derfor er præmissen for at danske låntagere kan få noget bedre, end det de har i dag ved indførelsen af SDO lån i den europæiske udgave helt forfejlet.

Alt det som EU gennem CRD-direktivet ønsker at opnå med SDO lånene er på enkleste og billigste måde allerede eksisterende i den danske model.

## Einstein og dansk Realkredit

Gennem en smuk, overbevisende og enkel logik, sammenfattede Einstein en teoretisk byggekloks der uden lige har åbnet vores forståelse for det, vi kalder universet. Der er endnu ikke fremsat et overbevisende alternativ til teorien og den må derfor, indtil det modsatte er bevist, antages at være rigtig.

På samme måde er den danske realkreditmodel bygget på en finansiell teori og praksis der er lige så smuk, overbevisende og enkel. Intet andet system i verden har på en overbevisende måde kunnet modbevise det danske systems fortræffeligheder. Uden at overdrive kan man kalde det for en genistreg indenfor boligfinansiering på grund af sin overskuelighed, sikkerhed og noget så sjældent indenfor den finansielle branche som solidaritet mellem låntagere og långivere.

De klassiske danske realkreditlån adskiller sig fra den europæiske models SDO lån på nogle afgørende punkter. Disse punkter er helt centrale for forståelsen af, hvorfor den danske model er bedre og den europæiske lånekonstruktion kommer til kort.

## En-til-en princippet

En-til-en princippet betyder, at de obligationer der bliver udstedt og solgt for at finansiere de penge låntager skal modtage, er direkte forbundet til lånet og sikret ved pant i låntagers ejendom. Det er de som udgangspunkt ikke ved SDO lån. Her adskiller man derimod obligationen og sikkerheden, hvilket de facto forhindrer låntager i at gøre pari

reglen gældende.

Pari reglen for konvertible obligationer betyder, at låntager kan indfri (tilbagekøbe) sin gæld til enten en maksimal kurs på 100 eller en lavere dagskurs svarende til obligationskursen.

Herved opstår den mekanisme, der netop gør SDO lånets behov for løbende og fordyrende vurdering af ejendommen overflødig. Hvis renten stiger vil det påvirke ejendomsværdien i negativ retning. Obligationskursen vil tilsvarende falde. Kursen på obligationen bliver fastsat på børsen, og indfrielsesvilkåret er dermed gennemskueligt for låntager. Låntager kan konvertere/indfri sit lån til en lavere kurs og dermed et lavere indfrielsesløb. Indfrielsesløbet finansieres ved optagelse af et nyt konvertibelt lån. Godt nok til en højere rente, men da beløbet det betales af er mindre, vil ydelsen være den samme.

Der er altså opnået følgende. Gælden er blevet mindre, parallelt med den faldende ejendomsværdi, og dermed er der genskabt balance mellem ejendomsværdien og lånegrænsen.

Princippet kan måske tydeliggøres ved følgende tænkte eksempel. Lad os sige at du låner penge til at købe aktier for. Aftalen med din bank er, at hvis aktierne stiger i kurs, får du gevinsten. Hvis aktierne omvendt falder, er dine lånevilkår sådan, at dine lån falder tilsvarende. Pga. af det parallelle forløb mellem lånet og aktiekursen er du sikret, og kan således ikke tabe penge.

## Ingen sammenhæng

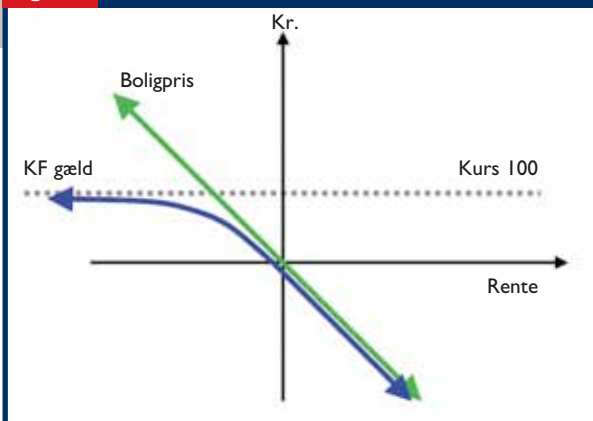
SDO lånet derimod, har ikke denne direkte sammenhæng mellem obligation eller sikkerhedsstillelse. Låntager er derfor som udgangspunkt afskåret fra at indfri/tilbagekøbe sit lån til dagskurs. Hvis man som ovenfor overfører SDO princippet til en aktieinvestering for lånte penge, sker følgende. Du låner pengene i banken og hæfter for dem. Banken bruger dine penge til at købe aktier. Hvis aktierne giver gevinst, tilfalder de banken. Giver aktierne omvendt et tab, skal du dække det. Oplysning om aktierens kurser kan du ikke se på en børs, men du må forlade dig på bankens opgørelse.

## Hvem sikrer låntagernes interesser?

Markedet for boliglån er allerede stort og uoverskueligt for de fleste. SDO lånene gør det ikke mindre uoverskueligt. Mange oplever i disse måneder, hvad det vil sige at have



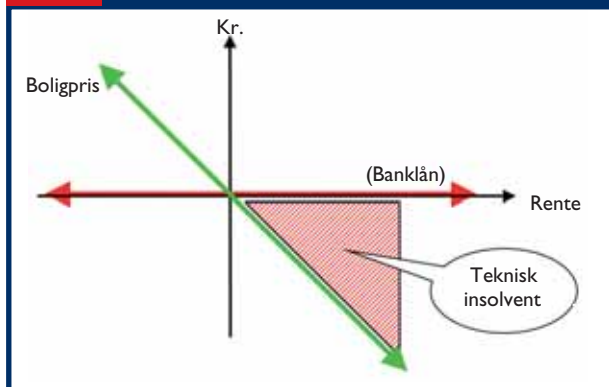
**Figur 1 Fast konvertibelt lån**



**Fast konvertibelt lån**

Med varierende rente falder og stiger boligpriserne. Stigende rente vil medføre faldende boligpriser, mens faldende rente vil medføre stigende boligpriser (Grøn kurve). • Kreditforeningsgælden varierer ligeledes med varierende rente. Med stigende rente, falder kursen på den bagvedliggende obligation, og dermed falder gælden også. Hvis renten falder, stiger kursen. Selvom kursen går over 100, kan lånet altid indfries til kurs 100 (pariindfrielse) (Blå linie).

**Figur 2 Inkonvertible lån: Herunder SDO, FI, rentemax og prioritetslån**



**Inkonvertible lån**

Med varierende rente falder og stiger boligpriserne. Stigende rente vil medføre faldende boligpriser og omvendt (Grøn kurve). • Fælles for de nævnte lånetyper er, at der næsten ingen kursbevægelse med ændring i renteniveauet. Faktisk kan flere typer have en stigende kurs med stigende rente (Rød linie). • Med stigende rente bliver der en stor risiko for teknisk insolvens (gælden overstiger boligens værdi)!

variabelt forrentede lån, når renten stiger og ejendomspriserne stagnerer eller sågar falder. Nogle bliver alvorligt overraskede over de reelle konsekvenser, for de har ganske enkelt ikke forstået kompleksiteten i de låneprodukter, de har valgt. Til trods for vejledningen i deres pengeinstitut.

Bendt Bendtsens forsvar af liberale EU

principper som oplæg og motivation for lovforslaget er forventeligt. Også banksektorens forsøg på at dreje fokus fra det sagen reelt handler om ved at rejse forventninger hos forbrugerne om alskens låneprodukter, de end ikke var klar over de havde brug for, eller ved 'trusler' om den udenlandske konkurrence er lige så forventelig.

Låntagerne må derfor bevæbne sig til tænderne med kritiske spørgsmål, sund fornuft og krav om Særligt Dækkende Oplysninger, hvis lånene bliver lanceret. ■

Red.: Læs DAFs pressemeddelelse af 25. januar 2007 vedr. SDOer på [www.shareholders.dk](http://www.shareholders.dk) under 'Presse'.