

Saga og eiginleikar danskra íbúðalána

Helgi Tómasson¹

Ágrip

Danskur skuldabréfamarkaður er mjög þróaður og hlutfallslega stór miðað við umfang hagkerfisins. Rætur hans liggja í langri regluhefð stofnana sem sýsla með veðlán. Í þessari grein er rakin saga tegundar skuldabréfa sem ganga undir heitinu *realkredit*-skuldabréf. Þannig bréf eiga sér langa hefð í Danmörku en eru lítt þekkt utan Danmerkur. Markmið útgáfunnar er að miðla markaðsvöxtum beint til lántaka þannig að þeir nái sem hagstæðustum vöxtum. Þessi tegund skuldabréfa er notuð til að fjármagna fasteignir, bæði í íbúðar- og atvinnuhúsnæði. Dregin er upp mynd af 200 ára þróun vaxta og fjármálaafurðum. Tengslum vaxtaþróunar, greiðslubyrði lána og fasteignaverðs á tímabilinu 1992-2013 er lýst og borið lauslega saman við íslenska þróun. Nokkrir þættir í samspili við bankakerfi og Evrópusambandið eru raktir.

Abstract

The Danish bond market is highly developed and relatively large compared to the size of the Danish economy. Its roots lie are based on a long tradition of institutions that deal with mortgages. This paper gives a review of the history of a particular type of bond which are called real-credit bonds. These bonds have a long tradition in Denmark but are virtually unknown outside of Denmark. The aim is to link the bond market directly to the borrower and ensure that they obtain best possible interest rates. This type of bond is used to finance real estate, both for domestic and industrial investment. A review of 200 years of development in interests and financial products is given. A particular review of the period 1992-2013 is given and compared briefly to the development in Iceland in that period. Some comments on the interaction between the banking system and the European Union are given.

JEL flokkun: B15, B25, R30

Lykilorð: Veðlán, skuldabréf, fasteignir, stofnanaumhverfi

¹ Helgi Tómasson, prófessor í hagrannsóknnum og tölfraði við Háskóla Íslands. Höfundur þakkar Jens Lunde við Handelshøjskolen i København leiðsögn um eðli RK-starfseminnar. Einnig þakka ég góðar móttökur hjá Realkreditrådet og Realkreditforeningen. Alþingi er þakkað fyrir að hafa veitt mér aðstöðu í Jónshúsi. Ritstjórn er þakkað fyrir góðar ábendingar.

This work is licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 License.

1 Inngangur

Eftir óróa á skuldabréfamarkaði seinni hluta árs 2008 hefur það vakið athygli að skuldabréfamarkaður Danmerkur virtist standast þau áföll sem urðu víða um heim. Í þessari grein er leitast við að greina eiginleika þess markaðar til að varpa ljósi á eiginleika dansks skuldabréfamarkaðar og hvort dönsk stofnanauppbygging hafi hugsanlega verið sérstaklega hæf til að veita viðspyrnu. Stofnanaumhverfi er ekki auðvelt að flytja á milli landa.

Í Danmörku er rekinn sérstakur skuldabréfamarkaður sem hefur það að markmiði að miðla fjármagni milli fjárfesta og kaupenda íbúðarhúsnæðis. Formið á skuldabréfunum gengur undir nafninu *Realkredit* (RK). Annað meginmarkmið þessarar greinar er að setja danskt húsnæðislánakerfi nútímans í sögulegt samhengi. Hitt meginmarkmið greinarinnar er að lýsa helstu atriðum í stöðu RK-kerfisins í Danmörku í upphafi 21. aldar. Gert er ráð fyrir að Íslendingar eins og aðrir utan Danmerkur viti lítið um tilurð og eiginleika RK-kerfisins. Hugmyndin með ritun þessarar greinar er að veita Íslendingum örlitla innsýn í þetta einstaka danska fyrirbæri. Slíkt gæti auðveldað upplýsta ákvörðun um það hvort taka meggi upp hugmyndir úr RK-kerfinu í lánaumhverfi framtíðarinnar. Hugtökin eign og skuld eru fyrirferðamikil í hagfræði og lögfræði. Áherslan í þessari grein er á samspil hefða og samfélags en ekki er farið út í hagfræðilegar eða lögfræðilegar greiningar.

Fjárfesting í fasteign, landi eða húsnæði er stöðutaka til langs tíma. Það er einnig fyrir marga það stór fjárfesting að fjárfestirinn þarf að leita til stofnana eða samtaka til að fá þá fyrirgreiðslu sem nauðsynleg er til að fjárfestirinn lifi það að fá arð af fjárfestingunni, t.d. að geta búið í góðu húsnæði. Samfélög hafa því þróað með sér kerfi stofnana sem miðla og veita aðgang að fjármunum svo fjárfestirinn nýti tímann á sem hagkvæmasta hátt. Lánveitandinn vill að sjálfsögðu fá fjármuni sína til baka og því má segja að fjárfestirinn sé að kaupa traust og tíma. Það veitir lánveitandanum aukið öryggi að hann geti tekið einhvers konar tryggingu, í dag oft kallað veð, í þeirri eign sem fjárfest er fyrir.

Danmörk er land með rótgróna stofnanauppbyggingu og þar eru í dag umsvifamiklar lánastofnanir sem sérhæfa sig í að miðla lánsfé til fjárfestinga í fasteignum. Þessar stofnanir hafa þróað til hliðar við hefðbundið bankakerfi sem líkist því sem tíðkast í mörgum löndum. Dönsku stofnanirnar sem sérhæfa sig í lánnum til fasteignakaupa ganga undir heitinu *realkredit* (RK)-félög/fyrirtæki. Það heiti rekur uppruna sinn til 19. aldar þegar ákveðin félög sérhæfðu sig í að veita lán á „fyrsta forgangi“ (sjá nánar í kafla 2). Lán sem veitt voru á „öðrum forgangi“ gengu undir heitinu *hypotek* (HT)-lán. Í byrjun 19. aldar voru hugtökin eignaréttur og veðréttur frábrugðin því sem síðar varð. Í dag gengur öll þessi starfsemi undir heitinu realkredit. RK-kerfið stóðst fjármálakreppuna 2008 í þeim skilningi að viðskipti með skuldabréf stöðvuðust ekki (Lunde, 2012b). Stýrivextir Seðlabanka Danmerkur hafa á tímabilinu 2008-2014 verið í sögulegu lágmarki og skuldabréfavextir einnig. Þessir lágu vextir hafa haft það í för með sér að höfuðstóll skulda, (t.d. sem hlutfall af landsframleiðslu), er mjög hár. Þess vegna er ákveðinn ótti við það hvað gerist þegar vextir verða aftur „eðlilegir“. Hugsanlegt er talið að hökt komi á skuldabréfaútbodin og ávöxtunarkrafa snarhækki. Þessi ótti hefur leitt þjóðþing Danmerkur (*Folketinget*) til að setja sérstök lög (1. apríl 2014) sem kveða á um það að vextir meggi ekki hækka meira en 5 prósentustig á ári. Þessi lagasetning og miklar skuldir danskra heimila og fyrirtækja hafa vakið athygli erlendis og tímaritið Economist (2014, 19. apríl) notaði fræga tilvitnun úr Hamlet, „something is rotten“: *Denmark's property market is*

*built on rickety foundations*². Danir eru stoltir af hefð sinni í fjármögnun fasteigna og munu leggja sig fram um að halda sérstöðu sinni innan Evrópusambandsins.

Í upphafi 19. aldar voru skilmálar um að bæði lánveitandi og lánþegi gætu sagt upp lánasamningnum með eins greiðslutímabils fyrirvara. Það voru tvö greiðslutímabil á ári. Lánþegi gat því þurft að endurfjármagna lánið í skyndi ef lánveitandi taldi sig þurfa á peningunum að halda. Í raun hafði þetta minni þýðingu en ætla mætti því að í litlu samfélagi vissu lánveitandi og lánþegi hver af öðrum. Lánþegi gat áætlað hvort lánveitandinn væri líklegur til að þurfa á fjármagni að halda í bráð. Einnig að ef lánveitandi yrði uppvís að því að segja upp láni án góðrar ástæðu, væri hugsanlega að reyna að komast yfir eignir lántaka á nauðungaruppboði, þá ætti sá lánveitandi ekki góða möguleika á að fá trúverðuga lántakendur í framtíðinni. Á þeim tíma voru lögbundnir hámarksvextir á RK-skuldabréfum 4% og því líklega ekki mikið svigrúm til spákaupmennsku með vexti. RK-félögin voru því ekki að verðleggja áhættu vegna vaxtabreytileika heldur lögðu þau áherslu á að tryggingin (í dag veðið) væri sem allra öruggast. Frávik frá þessum hámarksvöxtum mynduðust á eftirmarkaði með skuldabréf. Lengi var langtíma fastvaxtalan með uppgreiðslurétti af hálfu lántaka aðalafurð RK-fyrirtækja.

Þróun RK-kerfisins hefur leitt af sér þá stöðu að Danmörk hefur nú í upphafi 21. aldar einn þróaðasta skuldabréfamarkað heims. RK- og HT-félögin hafa þróast og skilin milli fyrsta og annars forgangs hafa dofnað. Í fyrstu voru RK og HT-félögin samábyrgðar/samvinnufélög. Þetta eru ekki lengur samábyrgðarfélög þar sem meðlimirnir taka áhættu á því að aðrir félagsmenn borgi. Nú eru þetta hlutfélög sem bæta áhættuþóknun inn í verðskrána og þeir sem vilja taka áhættu geta keypt sig inn í hlutfélagið. Skuldabréf nýju RK-hlutfélaganna njóta enn ákveðinnar lagalegrar sérstöðu og eru talin sérlega örugg eign. Þessi staða ásamt traustri stöðu danskra ríkisfjármála, trú markaðarins á tengingu danskra krónu við evru og að á 200 árum hefur það aldrei gerst að eigandi RK-skuldabréfs hafi fengið skerta greiðslu, gerir það að verkum að RK-fyrirtækin bjóða einhverja lægstu vexti til húsnæðislána sem um getur í heiminum. *Totalcredit* (hluti af *Nykredit*), segist bjóða heimsins bestu lán (11.02.2015 á <https://www.totalcredit.dk/om-totalcredit/fakta-om-totalcredit/>). Ávöxtunarkrafa RK-skuldabréfa hefur lengst af verið óverulega hærri en ávöxtunarkrafa danskra ríkisskuldabréfa (sjá t.d. gagnabanka á heimasíðu Danska seðlabankans, <http://www.nationalbanken.dk>). Í samræmi við venjulegar núvirðingarformúlur hefur hið lága vaxtastig þrýst upp verði fasteigna í Danmörku. Það gerir það að verkum að danskir húsnæðiseigendur eru meðal skuldugustu húseiganda heims (Lunde, 2012a).

Söguleg atriði greinarinnar í 2. kafla eru að miklu leyti byggð á bók Møller & Nielsen (1997) um 200 ára sögu RK. Nokkrum afurðum RK-fyrirtækja og eiginleikum þeirra er lýst í 3. kafla. RK-félögin veittu lán gegn tryggingu í eign, þ.e. lánuðu fyrirfram ákveðið hlutfall, í byrjun 60%, af virði eignar. Þetta hlutfall hefur undanfarin ár verið 80%. Til að hægt sé að tala um eign þarf að vera til einhver opinber skilgreining eða skrá um lánshæfar eignir og það þarf einhvers konar verðmatskerfi. Lausn Dana á þessum vanda er lauslega rakin í kafla 4. Þróun raunvaxta (nafnvaxta að frádreginni verðbólgu) í Danmörku, ásamt lauslegum samanburði við íslenska þróun, er rakin í 5. kafla. Í kafla 6 er velt upp umræðupunktum og teknar saman nokkrar ályktanir um stöðu RK-kerfisins á 21. öld. Einnig eru ræddar hliðstæður við íslenskt regluumhverfi og hvers vegna RK-hugmyndin er óþekkt utan Danmerkur.

² Eignamarkaður Danmerkur er byggður á ótraustum grunni.

2 Saga RK-hugmyndarinnar

2.1 Upphaf og grundvallaratriði

Saga RK-skuldabréfa hófst árið 1795 þegar afstaðinn er (enn einn) stórbruni í Kaupmannahöfn. Þá bindast menn samtökum og mynda félög sem hafa það að markmiði að afla fjár til endurbygginga. Þetta voru eins konar samvinnu- eða samábyrgðarfélög þar sem lántakendur gengu í ábyrgð hver fyrir annan (*solidarisk hæftelse*) og gáfu út sameiginleg skuldabréf. Þessi félög voru kölluð *real-kredit foreninger* (RK-félög). Hugmyndin var að ef einn í félaginu gæti ekki borgað þá myndu aðrir félagsmenn hlaupa undir bagga og þannig var áhætta lánveitenda mjög lítil. Gefin voru út sérstök skuldabréf sem höfðu forgangstöðu. RK-skuldabréfin mátti í upphafi nota fyrir allt að 60% af virði eignar og höfðu svokallaðan fyrsta forgang. Hér er notað hugtakið fyrsti forgangur, því upp úr aldamótunum 1800 var þetta að einhverju leyti frábrugðið því sem í íslenskri lögfræði í dag er kallaður fyrsti veðréttur. Þegar leið á 19. öldina kom í ljós að þörf var á frekari fjármögnun og voru þá stofnuð félög sem sérhæfðu sig í lánum á öðrum forgangi. Þau félög voru kölluð *hypotek-foreninger* (HT). Síðasti hluti fjármögnunar þurfti alltaf að koma frá húseigandanum (landeigandanum) sjálfum í formi eigin framlags, bankaláns, arfs eða sparifjár.

Notkun á hugtakinu forgangur kallaði á sérstök lög sem sett eru í danska ríkinu á seinni hluta 19. aldar. Þetta mótar einnig íslensku veðréttarlögin sem eru að uppistöðu til frá árinu 1887 (Þorgeir Örlygsson, 2002). Í upphafi var veðréttur (panteret á Norrænu) aðallega handveð, þ.e. að lántakinn gat ekki haft veðið í vörslu sinni fyrr en skuld var greidd. Þorgeir Örlygsson rekur þróun hugtaksins sjálfsvörsluveð. *Eftir því sem atvinnurekstur varð umfangsmeiri varð til ný tegund veðréttinda ... Veðsali gat haldið veðinu hjá sér meðan hann stóð í skilum með greiðslu afborgana og vaxta* (Þorgeir Örlygsson, 2002, bls. 23 og fyrirlestranótur). Í Norrænni orðabók virðist hypotek-hugtakið vera svipað. *Hypotek (av gresk hypotheke 'underlag, pant') eller hypotekarisk pant er en form for pant der objektet ikke overføres til pantehaver* (Babylon 10: Free Online Dictionary, 2014)³. RK-félög fengu í upphafi forgang umfram HT-félög. Þ.e. handhafar RK-bréfa fengu sínar kröfur á undan handhöfum HT-bréfa (núttíma veðréttur var ekki skilgreindur í upphafi 19. aldar). Hér eftir er þessi trygging kölluð veð, þó að það hafi ekki lagalega skírskotun allt tímabilið.

Þó að RK eigi sér 200 ára sögu þá er víðsfjarri að engu hafi verið breytt á þeim tíma. Hliðstæð þróun hafði verið í Prússlandi, einnig eftir stóráfall, 7 ára stríðið 1756-1763. Þar var komið á lánamiðlun sem var kölluð „landschaften“. Sú hugmynd var sett fram af kaupmanni að nafni Büring og framkvæmd undir stjórn Friðriks mikla. Á fyrri hluta 19. aldar tileinkuðu Danir sér þýsku hugmyndirnar og þróuðu endurbætur. Í sögulegri lögfræðiritgerð ber Ditlev (2009, bls. 7) saman þróun danskra og þýskra laga um skuldabréf sem hann segir að séu elstu þess háttar lög í Evrópu. Þýska útfærslan með „pfandbriefe“ hafi hins vegar orðið ráðandi í mörgum Evrópulöndum. Hann skýrir þetta með stærðarmun landanna. Vitnað er til athygliverðrar bókar eftir danskan hagfræðing, A.F. Bergsøe, „Motiveret Udkast til en Creditforening for danske Grundbesiddere“ (Bergsøe, 1839). Bergsøe lagði áherslu á jafnvægi milli skuldabréfaútgáfu og útlána og talaði fyrir því að lán væru borguð niður. Áherslan á jafnvægi (balance-prinsippet) hefur verið einn af hornsteinum RK-skuldabréfaútgáfu æ síðan. Jafnvægisreglan kveður á um það að greiðsluskylda skuldarans skuli vera nákvæmlega í takt við greiðsluflæði til lánveitanda. Þ.e. lánamiðlunarstofnunin tekur ekki stöðu í

³ Orðið hypotek kemur úr grísku og lýsir því að hluturinn sem lánað er út á þurfi ekki að vera í vörslu lánveitanda.

skuldabréfunum. Síðan er tæknilegt atriði að útfæra hvað „nákvæmlega“ þýðir. Bergsøe benti á að verðmæti undirliggjandi veðs gæti rýrnað með tímanum og því ætti lántaki að borga lán niður. Sú skoðun hans náði ekki sömu fóttfestu og jafnvægishugmyndin. Bergsøe taldi að lánveitandi ætti ekki að þurfa að vakta veðið að eilífu en eigi að síður urðu lánasamningar mjög langir, 50-60 ár. Bergsøe talar fyrir því að kerfið skuli vera sjálfbært án afskipta ríkisvaldsins. Að hálfu ríkisvaldsins var innbyggð tortryggni gagnvart svona hugmyndum. Þar blönduðust saman samskipti konungs, aðals, bænda og borgara. Ýmsir jarðeigendur töldu það auka verðmæti lands síns ef bændur ættu þess kost að fjárfesta í endurbótum. Konungsvaldið treysti ekki jarðeigendum, efaðist um hæfni bænda og vildi ekki sitja uppi með stórskuldugan bændaskara ef illa færi. Bergsøe talaði fyrir því að lánastofnanir skyldu starfa í öllu landinu til að ná hagkvæmni stórrekstrar. Yfirvöld voru ósammála og töldu að það ætti ekki að vera of langt á milli lánadrottins og skuldara. Þannig gætu þeir betur haft eftirlit hvor með öðrum. Útfærslan var því lengi vel hólfuð, bæði landfræðilega og einnig eftir því hvort fjárfestingin var í borg eða sveit og einnig eftir því hvernig nota átti fjárfestinguna. Sum félög gátu aðeins lánað í viðurkenndum kaupstöðum (danskt stjórnarsýsluhugtak), aðrir bara til landbúnaðar, o.s.frv. Vísbendingu um margbreytileika RK- og HT-félaga má lesa úr töflu 1. Nokkur ártöl úr sögu kerfisins eru sýnd í töflum 2 og 3.

Tafla 1. Nöfn og stofnár nokkurra gamalla RK- og HT-félaga.
Nöfnin gefa vísbendingu um staðsetningu og hlutverk (Bolígministeriet, 1987).

Dansk Landbrugs Realkreditfond (1960),
Kreditforeningen for Industrielle Ejendomme (1898),
Industriens Hypotekfond (1971),
Aalborg Hypotekforening (1895),
Jydsk Hypotekforening(1899),
Jydsk Landhypotekforening(1906),
Sønderjyllands Kreditforening (1920),
Den vest- og sønderjydske Kreditforening (1860),
Jyske Husmandskreditforening (1880),
Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere (1851),
Københavns Hypotekforening (1895),
Østifternes Hypotekforening (1896),
Creditkassens for Landejendomme i Østifterne (1866),
Fyens Stifts Kreditforening (1860),
Østifternes Husmandskreditforening (1880),
Københavns Kreditforening (1882),
Jydske Grundejer Kreditforening (1893),
Ny jyske Kjøbstad-Creditforening (1871),
Østifternes Land-Hypotekforening (1906),
Husmandshypotekforeningen for Danmark (1906),
Grundejerenes Hypotekforening (1905),
Østifternes Kreditforening (1851),
Husejernes Kreditkasse i Kjøbenhavn (1797).

2.2 Stjórnarskrá og félagafrelsi

Í upphafi 19. aldar ríkti einveldi konungs, félagafrelsi var takmarkað og ný starfsemi þurfti sérstaka blessun konungs. Ný stjórnarskrá í Danmörku 1849, afnám einveldi konungs og heimild til félagafrelsis breytti aðstæðum m.a. á lánamarkaði mikið. Eftir þetta verður heimilt að stofna samvinnufélög um ábyrgðir og félög um veitingu lána. Tímabilið 1850-1860 einkennist af grósku í nýsköpun í félagamyndun. Félagafrelsið þýddi að menn gátu valið sér féлага. Bændur gátu t.d. talið að það væri áhættusamara að lána til fjárfestinga í borgum en sveitum. Í félögum þar sem samábyrgð ræður er erfitt að ná samkomulagi um það hvernig lána skuli til misáhættusamrar starfsemi. Þannig lá í samábyrgðarhugmyndinni eins konar sjálfvirkni um að félögin yrðu mjög mörg. Þeir félagsmenn sem þegar voru komnir með lán og hugsanlega byrjaðir að borga niður voru tregir til að ganga í ábyrgð fyrir nýja unga meðlimi. Að lokum stöðvaði þjóðþing Danmerkur frekari fjölgun félaga með því að skylda þau til að vera með flokka eða raðir (serier) af skuldabréfum, þannig að lántakendur innan hverrar raðar yrðu einsleitari og að ábyrgðin væri meiri innan raðar og við nálægar raðir. Það lá í hlutarins eðli að á meðan nýjasta röðin var mjög lítil þá bar röðin sem var næst þeim meiri ábyrgð. RK-félögin innheimtu umsýsluþóknun (*bidrag*) sem varð grundvöllur myndunar eiginfjár, sem nota mátti sem tryggingu gegn útlánatöpum, þannig að síður reyndi á samábyrgðina.

Þetta frjálsræði sem þarna tíðkaðist er skert í dag en með lögum sem sett voru 1989 er bannað að stofna ný RK-samvinnufélög. Með þeim lögum var ákveðið að ný RK-félög yrðu á hlutafélagaformi, eldri samvinnufélögum var leyft að starfa áfram. Þróun leiddi í ljós að öll

RK-starfsemi varð á hlutafélagiformi. Það síðasta, *Dansk landbrugsrealkreditfond*, varð DLR A/S árið 2001 (eftir að einkaréttur á ákveðnum landbúnaðarviðskiptum var afnuminn).

Það má segja að kerfið í dag (2016) sé nánast óþekktanlegt séð með augum þeirra sem stofnsettu kerfið. Í upphafi og lengi fram eftir 20. öld voru RK stofnanirnar samvinnufyrirtæki og rekin á einhvers konar félagslegum (*foreningsbaseret*) grunni. Upp úr 1950 var tekið fyrir að meðlimir fengju fé sitt til baka við uppgreiðslu láns og útgöngu úr félaginu. Eftir 1970 breytist eðli RK-kerfisins og fram koma nýjar stofnanir sem líkjast meira hefðbundnum fyrirtækjum sem hafa hámarkshagnað að leiðarljósi. Samábyrgðarkerfið þótti hafa gengið sér til húðar. RK-félögin voru mörg og í sumum voru til umtalsverðir sjóðir og áhættudreifing ójöfn. Áhætta RK-fyrirtækis vegna nýrra lána var meiri en undirliggjandi lánasafns. Hlutafélagiformið þar sem hluthafar einir bæru ábyrgð þótti vera kall tímans. RK fyrirtækjum fækkaði og einstökum lántakendum dugði fyrirgreiðsla frá einu RK-fyrirtæki en þurfti minnst frá þremur aðilum áður (BRFKredit, 2014). Nú (2016) eru mörg þeirra nátengd almennum viðskiptabönkum.

Møller & Nielsen (1997) rekja þætti úr sögu dansks fjármálakerfis og reyna jafnframt að tengja hana við hagsögu og greina hversu gagnleg RK-hugmyndin hefur verið fyrir danskt samfélag. Þeir benda á að þó að efnahagsreikningar RK-stofnana hafi vissulega verið stórir, þá sé mikilvægi þeirra e.t.v. alls ekki í hlutfalli við stærðina. Hlutverk þeirra sé að miðla *kredit* af einföldustu gerð, þ.e. láni með veði í fasteign. Það sé e.t.v. sú lánastarfsemi sem einfalt sé að skipuleggja án milligöngu sérhæfðra aðila.

Þessi félög voru langtímum saman mjög varkár í útlánum og dugðu lán frá þeim ein og sér ekki til að fjármagna húsnæðis kaup. Í löggjöf frá 1850 var sett þak á RK-lán sem var 60% af matsvirði eignar. Afganginn þurfti að fjármagna með bankalánum, sérstökum veðbréfum (*pantebrev*) o.s.frv. RK-stofnanirnar leystu því einungis hluta fjármögnunarvandans. Því voru stundum í boði viðbótarlán frá opinberum sjóðum. Slíkt kallaði á lagskipta stjórnun í lánamálum sem varla getur verið samfélagslega hagkvæm. Møller & Nielsen (1997) kalla þetta (bls. 16) „insider-outsider“ vandamál. Árið 1997 lýsa þeir stöðunni þannig að nú standi RK-formið frammi fyrir stórum áskorunum. Krafa um að öll skuldabréf séu uppgreiðanleg geti ekki verið samfélagslega hagkvæm. Viðskiptakostnaðurinn við slíkt sé of hár og varan verði ógagnsæri. Verðlagning uppgreiðsluréttarins byggir á flóknum tölfræðilegum líkönum. Annað vandamál séu deilur stjórnmalamanna um hvort henti betur samvinnufélagsform eða hlutafélagsform og hvort löggjafinn skuli beita sér varðandi val á formi.

2.3 Alþjóðleg samskipti

Á vissu skeiði (í kringum 1900) var reynt að selja skuldabréfin utan Danmerkur. Á þeim tíma vanmátu menn gengisáhættuna. Skuldabréfin voru færð í aðra gjaldmiðla í trausti fastgengis. Um aldamótin 1900 var 1/7 hluti (meira en um og eftir aldamótin 2000) útistandandi skulda í annarri mynt en dönskum krónum. Verðbólga á 19. öld var óveruleg, innbyrðis gengi gjaldmiðla stöðugt og menn því lítt meðvitaðir um atriði eins og gengisáhættu og verðbólguáhættu. Þetta meðvitundarleysi leiddi til þess að Danir gáfu út skuldabréf þar sem eigandinn gat valið í hvaða gjaldmiðli vextirnir skyldu borgaðir. Gjaldmiðlagengi vaxtanna var ákveðið á útgáfudegi skuldabréfsins. Í heimstyrjöldinni 1914-1918 riðlast þetta og upp komu vandamál með tvímyntarskuldabréfin því menn völdu að fá vextina greidda í verðmætasta gjaldmiðlinum. Árið 1923 voru tvímyntkerfisskuldabréf bönnuð (Møller & Nielsen, 1997). Trú manna á fast gengi og enga verðbólgu var brostin.

Eftir tilkomu evrunnar hafa RK-fyrirtækin gefið út skuldabréf í evrum og var sagt að menn reiknuðu með að vextir í evrunni yrðu lægri en í dönsku krónunni vegna smæðar krónunnar. Ávöxtunarkrafa danskra RK-skuldabréfa í evrum hefur verið lægri en í dönskum

krónum meirihluta þess tímabils sem evran hefur verið til. Það gæti verið vísbending um að menn hafi talið evruna betri gjaldmiðil. Árin 2012-2014 var ávöxtunarkrafan í dönskum krónum yfirleitt lægri.

Samkvæmt Realkreditráðet (2012) eru erlendir fjárfestar á 21. öld eigendur að 10-15% útistandandi RK-bréfa, þ.e. heldur minna en fyrir 100 árum. Bankar, tryggingafélög og lífeyrissjóðir eiga um 75% og einstaklingar um 8%.

2.4 *Kreppur og inngríp stjórnvalda*

Árin upp úr 1930 er talað um að samkeppni sé of mikil á milli RK-fyrirtækja. Realkreditkommissionen⁴ segir lántakendur hafa getað gengið á milli fyrirtækja. Þetta hafi leitt til þess að of mikið hafi verið lánað út. Þessi umræða kom upp eftir útlánatöp af stærðargráðunni 0,5-2,0% á árunum upp úr 1930. Það er ekki gott að segja hve tapið varð að lokum mikið því kröfuhafar geta reynt að innheimta í 20 ár eða jafnvel lengur. Þetta var engan veginn sérdanskt fyrirbæri. Víða um heim höfðu útlán verið of mikil og því orsakaði verðfallið vegna heimskreppunnar útlánatöp víða. Viðamikil lagabreyting var því gerð árið 1936. Hluti vandans var alþjóðlegur og rekur Callø (1932) hvaða áhrif hagsveiflur og rangar áherslur í útlánum hefðu haft á stöðu RK-félaganna. Hann taldi upp kreppur á 19. öld sem höfðu leitt til útlánatapa hjá RK-félögum og sér í lagi hvernig ríkið hefði þurft að bjarga HT-félögum. Sérstök lög voru sett um HT-félög 1936 (sem höfðu verið starfrækt frá 1895). Síðast reyndi á samábyrgðina á þessu tímabili. Callø nefndi of mikil útlán til landbúnaðar, dreifðra byggða og sveitarfélaga. Hann nefndi einnig ofmat eigna og oftrú á hæfni matsmanna eigna, hann sagði: *naar man ser Resultaterne af Vurderingsmændenes Arbejde maa man sige at den hjælper ikke meget*⁵, og sagði að vinna matsmanna hjálpaði ekki alltaf mikið (Callø, 1932, bls. 296). Viðbrögðin voru á þá leið að draga úr samkeppni og úthluta einstökum RK-félögum sérstökum svæðum og skilgreindum verkefnum.

Tímabilið frá 1965 til 1980 einkenndist af inngrípum í markaðsferlið. Á þeim árum var sú hugsun að láta vextina ákvarðast á uppboði á markaði ekki ráðandi. Nefnd sem starfaði á þeim tíma taldi að hemja ætti skuldabréfaútgáfuna, bæði upphæðina og tímalengdina. Árið 1970 var mikil kerfisbreyting, stofnunum var fækkað, HT og RK starfsemin voru sameinuð.

Það var ekki fyrr en á milli 1980 og 1990 að samstaða myndast um að kredit sé vara og verð vörunnar, vextir og þjónustugjöld ákvarðast á markaði. Tímabilið eftir 1980 einkennist af því að menn hafa meiri og meiri efasemdir um gagnsemi pólitískra inngrípa varðandi upphæðir, lánstíma, notkun fjárens o.s.frv. Til dæmis var á tímabilinu reynd aðhaldsstefna sem nefnd var *kartoffelkuren*⁶. Hluti af þeirri stefnu var að stytta lánstíma og að lán skyldu greidd upp. Því fylgdi mikil verðlækkun eigna og ný ríkisstjórn breytti um stefnu sem hvatti til lántöku. Það var kallað finansiell kickstart (Rasmussen, ofl. 2011).

2.5 *Evrópu- og hlutafélagavæðing eftir 1989.*

Lögin frá 1989 marka tímamót því að með þeim er endanlega lokað fyrir að stofnuð séu ný samábyrgðarfélög um RK-lán. Miklar sameiningar eiga sér stað. Sameiningarferli var að nokkru leyti hafið upp úr 1965. Með lögum er ákveðið að ný RK-félög skuli vera hlutafélög. Í 25 ára afmælisriti Realkreditráðet er hlutafélagavæðing gömlu samábyrgðarfélaganna rædd.

⁴ Eftirlitsnefnd þess tíma.

⁵ Þegar maður sér útkomuna úr vinnu matsmanna verður maður að segja að hún hjálpar ekki mikið.

⁶ Kartöflukúrin.

Þar er því velt upp hvort RK-félög verði hugsanlega eins og hver önnur fyrirtæki (Realkreditráðet 1997).

Það má segja að árið 2015 séu á markaðnum tvær meginblokkir. Realkreditforeningen og Realkreditráðet eru samtök stærstu aðila á markaðnum. Meðlimir Realkreditráðet eru fjögur hlutafélög, BRFkredit A/S, DLR Kredit A/S, Nykredit Realkreditaktieselskab og Totalkredit A/S. Realkreditforeningen hefur þrjá meðlimi, Realkredit Danmark A/S, Nordea Kredit Realkreditaktieselskab og LR Realkredit A/S (sem sérhæfir sig í lánnum til landbúnaðar og lánað ekki einstaklingum). Bankar hafa á seinni árum orðið tengdari RK-starfseminni. T.d. sameinuðust BRFkredit A/S og Jyske-bank árið 2014. Þetta eru allt hlutafélög sem mörg eiga rætur í eldri samvinnu-/samabyrgðarfélögum. Ljóst er að danska RK-kerfið á sér djúpar rætur í viðskiptahefðum sem ekki er auðvelt að flytja úr landi. Kjarninn í hugmyndinni er að jafnvægi sé í útlánnum og skuldabréfaútgáfu (*balance-princippet, match-funding*). Tæknilega hefur jafnvægisreglan þróast í tímans rás. Árið 2007 þótti tímabært að setja formlega fram tvær útfærslur af reglunni, *det specifikke balanceprincip* og *det overordnede balanceprincip*. Það fyrra er formleg framsetning á hefðbundinni danskri RK-jafnvægisreglu, það síðara er nýttiskulegri útgáfa sem er undir áhrifum af Basel-II reglum um fjármálafyrirtæki. M.a. eru sett skilyðri um að laust fé skuli vera 30 daga greiðsluflæði. RK fyrirtækin eru frábrugðin öðrum fjármálastofnunum í þeim skilningi að þau taka ekki við innlánnum og ákvarða ekki vexti. Í töflum 2 og 3 eru sýnd nokkur tímamótaatvik í þróun RK-starfseminnar.

Í 200 ára sögu RK-kerfisins hefur það aldrei gerst að fjárfestir hafi ekki fengið sitt. Slík saga er til þess fallin að skapa traust. Þeir lántakar sem skulda RK-lán losna ekki við þá skuld þó að þeir fari í gjaldþrot og veðið dugi ekki fyrir skuldinni. Á fundum með Realkreditforeningen og Realkreditráðet kom fram að kröfuhafar miðuðu stundum við 20 ár frá gjaldþroti. Vel væri þó hægt að viðhalda kröfu lengur. Í Danmörku er sagt að þegar einstaklingur lendir í greiðsluþroti get uppboðsferli hafist eftir 6 mánuði en þessi tími geti verið 7 ár í Frakklandi (Haldrup, 2014). Þetta skýri að nauðungaruppboð og gjaldþrot séu ófýsilegur kostur fyrir Dani (Haldrup, 2014). Campbell (2013) rekur ýmis atriði varðandi veðlán og húsnæðis kaup í ýmsum löndum. Greining hans leiðir í ljós að grundvallarþáttur í flestum löndum og flestum ríkjum Bandaríkjanna (Kalifornía undantekning) er að skuld fylgir lántaka þó svo að hann hafi þurft að ganga út úr húsi með neikvætt eigið fé. Hann kallar þau ríki Bandaríkjanna þar sem gengið er að öðrum eignum lántaka en húsinu „*recourse states*”⁷. Campbell telur að í endurkröfuréttarfylkjum gangi kröfuhafar í Bandaríkjunum hægar fram í innheimtu en almennt í Evrópuríkjum. Danir hafa hefð fyrir harðri framgöngu í innheimtu við gjaldþrot (Haldrup, 2014).

⁷ Endurkröfuréttarfylkin.

Tafla 2. Nokkrir punktar úr þróun RK-kerfisins.

1797-1850	Félagasamtök samábyrgjast lán til endurreisnar eftir stórbruna í Kaupmannahöfn. Starfsemin er bundin við Kaupmannahöfn
1850-1950	Mörg RK/HT félög verða til og starfa í allri Danmörku. Samábyrgðarkerfi ríkjandi. Starfsemin hólfuð í svæði og atvinnugreinar
1950-1970	RK/HT lán þykja ekki duga. Ríkið grípur inn í á ýmsa vegu, t.d. lánshlutföll, lánstíma, viðbótarlán. Ríkið reynir að sleppa út af markaði með því að stuðla að stofnun sjálfseignarsjóða.
1970-1989	Miklar sameiningar. Ríkið notar enn reglur um RK-lán sem hagstjórnartæki. „Kartoffelkuren“ kveður á um stuttan lánstíma og hraða niðurgreiðslu.
1989-2015	Hlutfélagavæðing RK-fyrirtækja. Síðasta stóra hagstjórnaráttak ríkisins, „kvikstart“-1993. Slaknar enn á jafnvægisreglunni sem er formlega tvískipt 2007. Nýjar fjármálaafurðir koma fram. Tengsl við banka aukast. Reglur Evrópusambandsins fá aukid vægi.

Tafla 3. Nokkur atvik og lagasetningar úr fjármálaumhverfi Danmerkur 1795-2015.

1795-1849	Bruni í Kaupmannahöfn 1795. RK-félögum leyft að bjóða út skuldabréf til endurreisnar í borginni. Nationalbanken stofnaður 1818, fyrirrennari seðlabanka. Ýmsir sparisjóðir stofnaðir. Taka fyrst við innlánum og kaupa ríkisskuldabréf. Veita síðar útlán.
1849-1914	Ný stjórnarskrá 1849. Félagafrelsi opnar á fjölda RK-félaga um alla Danmörku. Den Danske Landmansbank Hypothek og Vexelbank stofnaður 1871. Viðskiptabankar ná fótfestu HT-félagasamtök hefja lán á veðrétti neðar en RK-félög 1895.
1914-1945	Heimstýrjöld 1914-1918. Verðbólga og gengi gjaldmiðla riðlast. Tvímyntar skuldabréf bönnuð 1923. Lagabætur. Lög um HT-félög. Kreppa og útlánatöp upp úr 1930. Danmörk hernumin.
1945-1970	Ýmis afskipti stjórnvalda. Skattabreytingar og sjálfseignar-RK sjóðir settir á stofn að frumkvæði ríkisins. Eigendastaða meðlima í RK-félögum dofna. Þriggja laga fjármögnun komið á fót 1958.
1970-1989	Þriggja laga kerfi afnumið 1970. Miklar sameiningar RK-félaga. Realkreditrádet stofnað 1972. Í fyrstu sem hagsmunasamtök og eftirlitssamtök. Jafnvægisreglan mykist. Sveiflur í verðbólgu og vöxtum (10-25%). Ýmsar stjórnvaldsáðgerðir, t.d. <i>kartoffelkuren</i> .
1989-2000	Evrópu- og hlutfélagavæðing. Ný lög 1989 eftir 12 ára aðlögunarferli við Evrópureglu frá 1977. RK-félög sameinast. Enn teygt á jafnvægisreglunni. Nýjar fjármálaafurðir koma fram.
2000-2015	Öll RK-lána starfsemi á hendi hlutfélaga. Enn frekari aðlögun að Evrópureglum með lögum frá 2003 og 2006. Jafnvægisreglunni formlega tvískipt í hefðbundna útgáfu og Basel-II útgáfu. Enn fleiri fjármálaafurðir koma fram, svo sem afborgunarlaus lán. Alþjóðleg skuldabréfakreppa 2008. Stjórnvaldsviðbrögð með markaðsinngrípi 2008 og lögum um vaxtabreytingar við endurfjármögnun 2014.

3 Fjármálaafurðir og uppgreiðslur

Í upphafi 19. aldar var eins og nú að menn sem höfðu nýjungar á þróunum leituðu eftir stuðningi ríkisins við verkefnið. RK-félögin voru þar engin undantekning og tókst að ná því fram að fjármagnstekjuskattur af RK-skuldabréfum og stimpilgjald var fellt niður. Þetta gildi um takmarkaða lánsupphæð og einungis ef um nýbyggingu á brunarústum væri að ræða. Hér var því um niðurgreiðslu á vöxtum/fjármagnskostnaði að ræða. Það að RK-skuldabréfaútgáfan væri undanþegin stimpilgjöldum var e.t.v. ekki beinn ríkisstuðningur því að RK-fyrirtækin miðla lánunum og lántakinn borgar stimpilgjöld af þeim lánunum sem hann tekur og var því í raun verið að koma í veg fyrir tvísköttun. Í upphafi 19. aldar var

fjármagnstekjuskatturinn á því formi að 0,25 prósentustig runnu til ríkisins. Ef hámarksvextir voru 4% þá þýddi það að fjárfestir fékk í mesta lagi 3,75% vexti eftir skatt. Þessi skattur var aflagður fljótlega á 19. öld. Tímabilið frá 1945 og fram yfir 1980 einkennist af margþættum ríkisafskiptum þar sem hið opinbera leitaðist við að stytta lánstíma, setja inn ákvæði um hvernig lánið væri notað, hverjir mættu fá lán o.s.frv. Einnig voru settir á stofn opinberir sjóðir sem höfðu afskipti af ýmsum fjárfestingum. Jafnframt einkenndist tímabilið af tíðum skattkerfisbreytingum.

Sá sem skuldar 30 ára fastvaxtalán og vill endurfjármagna á lægri vöxtum þarf að taka á sig viðskiptakostnað, þjónustugjöld til fjármálastofnana og stimpilgjöld (og fleiri skatta) til ríkisins. Með tilkomu nýrra afurða á fjármáلامarkaði má segja að markaðsaðilar víki sér undan skatti (stimpilgjaldi) með því að skilgreina endurfjármögnun ekki sem nýtt lán. Meðal slíkra nýrra afurða eru svokölluð F-lán. F-lánin eru byggð á stuttum úppgreiðanlegum skuldabréfum. Þegar líftími F-láns er á enda er endurfjármagnað, t.d. með nýju F-láni. F-lánin eru auðskilin og bera lægri vexti en 30 ára fastvaxtalán með uppgreiðslurétti. Þetta gæti að hluta skýrt vinsældir F-lánanna og fleiri nýrra RK-afurða.

Eftir inngríp Evrópubandalagsins 2007 voru RK-fyrirtækin skyldug til að hafa sérstakar tryggingar gagnvart yfirveðsettum eignum. Vörnin felst í að gefin eru út sértryggt skuldabréf, *særlig dækkede obligationer* (SDO) (enska: Covered Bonds). Hugmyndin er að þegar verð eigna fellur þá séu þessi bréf trygging fyrir því að fjárfestir fái sitt komi til greiðslufalls. Sérstök RK-útgáfa af SDO, SDRO *særlig dækkede real obligationer*, sem einungis RK-félög mega gefa út hefur einnig verið sett á markað. Þessi tegund fjármögnunar er hins vegar frávik frá hinni hefðbundnu jafnvægisreglu RK-lána. Hlutur SDO og SDRO hefur aukist mikið frá 2007 (Realkreditráðet, 2012). Árið 2013 voru þau orðin meirihluti útistandandi skuldabréfa RK-fyrirtækja. Þau njóta ákveðins forgangs við hugsanlegt gjaldþrot fjármálastofnana og eru því eftirsótt af fjárfestum sem sérlega örugg eign. Ávöxtunarkrafa þeirra er því lág og njóta lánþegar þess í ákveðnum mæli.

Aðalafurðir RK-stofnana hafa lengi verið fastvaxtalán til langs tíma með uppgreiðslurétti. Uppgreiðslunni er miðlað til skuldabréfaeigenda í formi óreglulegra afborgana. Í dag er notast við reglu sem kölluð er *matematisk udtrækning*⁸. Sú regla ákvarðar hlutfall óreglulegrar afborgunar. Eftir 1990 og sérstaklega eftir 2000 jókst fjölbreytni lána. Mest umtöluð eru lán sem kölluð eru *avdragsfri*, þ.e. afborgunarlaus lán. Frá árinu 2003 hafa verið í boði lán sem eru afborgunarlaus í allt að 10 ár.

Hin hefðbundnu 30 ára fastvaxtalán hafa verið á undanhaldi frá árinu 1996. Ýmis önnur lán með breytilegum vöxtum, sem oftast hafa verið lægri en föstu 30 ára vextirnir, hafa orðið ráðandi. Lánaflokkarnir F1, F3 o.s.frv. lýsa því að vextir séu fastir í 1 og 3 ár o.s.frv. Skuldabréf eru seld á uppboði til þess að para þessi vaxtatímabil. Þessi lán eru úppgreiðanleg á vaxtatímabilinu og því má segja að RK-félögin hafi komið vissum böndum á uppgreiðsluáhattuna. Það má segja að um vissa sveigju sé að ræða á gömlu jafnvægisreglunni því að boðin eru lán þar sem vöxtum er breytt oftar en einu sinni á ári þó svo að skuldabréfið að baki láninu sé til eins árs, t.d. getur verið um að ræða einhvers konar blöndu af F1 og F2 láni með mörgum vaxtadögum á tveggja ára tímabili⁹. Í töflu 4 eru taldar upp nokkrar útfærslur. Einhver RK-félög reyndu á árunum 1976-1985 að markaðssetja lán með breytilegum vöxtum en þau lán náðu ekki mikilli útbreiðslu (Astrup Jensen, 2013). Á árunum eftir 2000

⁸ Stærðfræðilegur útdráttur.

⁹ Þetta samræmist hins vegar nýrri útgáfu af jafnvægisreglunni (*det overordnede balance-prinsip*), sem er undir áhrifum frá Basel-II reglum.

hafa RK-félögin einnig gefið út skuldabréf þar sem vextirnir miðast við einhverja ytri vexti, t.d. stýrivexti, CIBOR, EURIBOR o.s.frv.

Eftir tilkomu evrunnar gefa RK-félögin út skuldabréf í evrum og dönskum krónum og geta lántakendur valið um gjaldmiðil.

Tafla 4. Ýmsar lánategundir RK-fyrirtækja.

F1, F3, F5 lán	Lán til 30 ára með föstum vöxtum í 1, 3 eða 5 ár
Fastvaxtalán	Lán til 10, 20, 30 ára fastir vextir út lánstímann
Afborgunarlaus	Engar afborganir í tiltekinn tíma (mest 10 ár)

Í upphafi voru lán uppsegjanleg (*opsigelig*) bæði að hálfu lánþega og lánveitenda. Á árunum eftir 1850 þegar lánþegastýrð félög hófu útgáfu skuldabréfa urðu ráðandi bréf sem voru uppsegjanleg af hálfu lánþega en ekki lánveitenda¹⁰. Það er því löng hefð fyrir uppgreiðanlegum RK-lánnum. Í tímans rás hefur orða- og hugtakanotkun þróast, samanber forgangur/veðréttur. Til dæmis er í dag sagt á íslensku að lán sé uppgreiðanlegt ef lánþegi má greiða upp lánið hvenær sem er. Á dönsku er orðið *konverterbar* notað. Það að lánveitandi geti sagt upp lánasamningi er á nútíma íslensku kallað að lánveitandi geti gjaldfellt lánið. Eftir 1860 má segja að möguleiki lánveitanda til að gjaldfella RK-lán einhliða sé úr sögunni. Lán eru einungis gjaldfelld ef lántaki stendur ekki við sinn hluta samnings. Á 19. öld var það líklega ekki til að varast vaxtalækkanir, heldur til að verjast einokunarverðlagningu tiltekinnna skuldabréfa. Í 200 ára sögu RK hafa uppgreiðslur komið í nokkrum bylgjum (Møller & Nielsen, 1997). Hin venjulega leið til uppgreiðslu láns var að fara út á markaðinn og kaupa skuldabréfið til baka. Ef veltan, þ.e. framboðið af því skuldabréfi sem skuldarinn vill kaupa, er lítið, þá má hugsa sér að seljandinn geti krafist yfirverðs. Útgáfa á óuppgreiðanlegum skuldabréfum hélt þó áfram og þessi einokunarverðlagning kom úr fylgsni sínu. Til dæmis var gengi skuldabréfa RK-félagsins, Dansk Landbrugs Realkreditfond, langt yfir 100 og því mjög dýrt fyrir bændur að kaupa skuldabréfin til baka. Þetta þótti herða svo rækilega að landbúnaði að ríkisstjórnin greip inn í á þann hátt að skuldurum bauðst að losna undan skuldinni með því að kaupa ríkisskuldabréf sem var þannig að afborganir af ríkisskuldabréfinu greiddu afborganir af upphaflega skuldabréfinu Møller & Nielsen (1997, bls.136). Það má segja að þarna hafi jafnvægisreglan verið brotin, því að ríkisskuldabréf var á móti RK-skuldabréfi.

Á 19. öld voru lengst af 4% lögbundnir vextir á skuldabréfum. Þegar gengi slíkra bréfa fór yfir 100 gerðu menn sér grein fyrir að markaðsvextir voru lægri og gáfu út bréf með 3,5% vöxtum og jafnvel 3,0%. Árið 1915 var þrýstingur á vexti upp á við og sótti þá Creditkassen i Østifterne um að fá að gefa út bréf með 5% vöxtum. Þeirri beiðni var neitað og brást félagið við með því að hafa bréfið óuppgreiðanlegt í 10 ár. Þannig hækkuðu þeir verðið á bréfinu (Møller & Nielsen, 1997). Ljóst er því að menn hafa snemma áttað sig á að valið um uppgreiðanleika er ekki ókeypis. Í töflu 2 í grein eftir Frankel, Gyntelberg, Kjeldsen & Persson (2004) sýna höfundar tengsl vaxta og höfuðstóls skuldar við uppgreiðsluhegðun. Eins og vænta má eru stórskuldarar líklegri til að kaupa til baka skuldabréf sín og skuldabréf með háum vöxtum eru frekar greidd upp. Til dæmis höfðu á tímabilinu 1997-2002 45% af þeim sem skulduðu meira en 3 milljónir DKK á 10% vöxtum eða hærri greitt upp sín lán, 11% af þeim sem skulduðu minna en 200.000 DKK á 10% vöxtum og einungis 3% af þeim sem skulduðu 200.000 á 6% vöxtum. Frankel, Gyntelberg, Kjeldsen & Persson (2004) rekja og vísa til rannsókna sem benda til þess að lánþegar noti uppgreiðsluréttinn ekki endilega á

¹⁰ Call option for debtor.

hagkvæmasta máta. Það er eflaust bæði viðskiptakostnaður og fáfræði sem gerir að lánþegar endurfjármagna ekki uppgreiðanleg skuldabréf þegar vextir lækka. Sögulega hafa þeir sem fjárfest hafa í RK-skuldabréfum þurft að nota flókin tölfræðileg líkön til að spá fyrir um uppgreiðsluhegðun lántaka. Þetta er ekkert sérdanskt vandamál. Demarzo & Duffie (1999) rekja aðferðir um hvernig megi verjast og verðleggja uppgreiðsluáhættu.

Á seinni árum má segja að hlutfallslegt vægi uppgreiðslu hafi minnkað því að gömlu 30 ára fastvaxtalánin hafa að miklu leyti verið greidd upp með lánnum á breytilegum vöxtum. Meiri hluti útistandandi lána er nú endurfjármagnaður reglulega með skammtímaskuldabréfum (Realkreditrádet, 2012).

Umdeild stjórnvaldsaðgerð var skattalagabreyting árið 1993, þar sem lántakendum var boðið að fá að halda skattaafslætti vegna verðhækkunar á skuldabréfum þó svo að þeir greiddu upp lánið. Þetta stjórnvaldsinngríp gerði það að verkum að mun fleiri nýttu sér uppgreiðslurétt á skuldabréfum með 18-20% vöxtum og eigendur skuldabréfa fengu óvænt högg. Hugmyndin með þessari aðgerð var að reyna að aftra frekari verðlækkun fasteigna og örva hagkerfið (*finansiel kickstart*). Møller & Nielsen (1997) benda á að stjórnvaldsaðgerðir af þessari gerð séu ekki gagnlegar því að markaðurinn læri af þessu og bæti áhættuþóknun við verð skuldabréfa í framtíðinni. Skattalagabreytingar hafa áhrif á hegðun aðila á markaði. Það getur t.d. haft áhrif á hvort lántakar fá peninga beint í hendur (*kantantlán*) eða skuldabréf sem þeir þurfa síðan að selja á markaði (*obligationslán*). Skattaleg meðferð peningalána og skuldabréfalána er ólík. Á vissum tímabilum hefur annað þótt betra en hitt. Núgildandi reglur eru að gengishagnaður við uppgjör peningaláns er skattskyldur, en gengishagnaður við uppgjör skuldabréfaláns ekki.

Það má segja að uppgreiðanleg skuldabréf hafi verið ráðandi í sögu RK-skuldabréfa. Það hafa einnig verið í boði óuppgreiðanleg skuldabréf. Nánast öll verðtryggðu skuldabréfin sem gefin voru út upp úr 1980 voru óuppgreiðanleg. Verðtryggð RK-lán voru í nokkrum flokkum (I, AI, IE, IS, SI, IJ) og voru notuð til að fjármagna tiltekna málaflokka. T.d. var flokkurinn IJ (*indeks-jordbrug*) helgaður landbúnaði og þar mátti ef viss skilyrði voru uppfyllt greiða upp skuldabréfið. Astrup Jensen (2013) rekur eðli þessara verðtryggðu dönsku lána. Astrup Jensen (2013, bls. 232) segir að Danir séu á ýmsan hátt eftirbátar annarra í þróun verðtryggðra samninga og nefnir sem dæmi að Danir hafi ekki gefið út verðtryggð ríkisskuldabréf fyrr en 2012. Hann vísar í Deacon, Derry & Mirfendereski (2004) sem gott yfirlitsverk um notkun verðtryggingar í heiminum. Það má segja að verðtryggði IS-skuldabréfaflokkurinn (IS=*indeksstøttet byggeri*) sé óbeint hluti af opinberum skuldum Danmerkur (Astrup Jensen, 2013).

4 Eignarhugtök og verðmat

Þegar lána á ákveðið hlutfall t.d. 80% af virði eignar þá þarf að liggja fyrir mat á eigninni. Skattayfirvöld meta eignir með sínum hætti og hvert RK-félag framkvæmir sitt eigið mat. Samkeppniseftirlitið bannar þessum aðilum samvinnu við matið. Það er því ekki augljóst hvað 80% þýðir. Sumir vilja nota kaupverðið sem hið raunverulega mat, t.d. þannig að ef einhver framvísar skilyrtum kaupsamningi þá sé hann vísbending um mat.

Í upphafi voru RK-lán veitt til handhafa lóðar. Fasteign var jarðnæði og allt sem á því stóð. Lóðarhafi gat sett upp fjós, verksmiðju, íbúðarhúsnæði eða hvað sem honum þóknaðist á landinu. Árið 1966 var ákveðið að hugtakið eignaríbúð (*ejerlejlighed*) skyldi skilgreint í Danmörku. Rökin voru einhvern veginn á þá leið að fyrst hægt væri að skilgreina margar fasteignir hlið við hlið á gamalli lóð þá væri alveg eins hægt að skilgreina fasteignir sem staflað væri upp lóðrétt. Eignarréttur í fjölbýlishúsi er þinglýst skráð eign á sama hátt og einbýlishús

og eigandinn ræður öllu innan dyra, þ.e. má breyta herbergjaskipan og leigja út húsnæðið. Húspak, stigar, bílastæði, gluggar og það sem er utanhúss er sameign, þ.e. það er húsfélag (*ejerforening*) sem ber rekstrarskyldur við fasteignina. Oft hefur það félag einhvers konar formlega kröfu (*pantebrev*) á íbúðareigandann til að tryggja greiðslur til samrekstursins. Greiðsluskylda og atkvæðisréttur í þessum félögum er hlutfallslegur, í hlutfalli við fermetra, þ.e. að stærri íbúð hefur þyngra vægi en lítil. Húsfélagið getur sett íbúð á nauðungaruppboð ef íbúðareigandi stendur ekki í skilum við félagið. Húsfélagið tekur ekki sjálft RK-lán en íbúðareigandinn getur fjármagnað sig að hluta með RK-lánnum.

Þessi lýsing á útfærslu á eignaríbúðarhugtakinu er ekki framandi í augum Íslendinga. Hún er þó fjarri því að vera sjálfsgöð. Í Svíþjóð var eignaríbúðarhugtakið óþekkt þar til 1. maí árið 2009. Fram að þeim tíma höfðu Svíar notað þá skilgreiningu á fasteign að það væri land með öllu sem á því stendur.

Hugtakið *andelslejlighed* á við aðild að húsnæðisfélagi. Sá sem kaupir andelslejlighed kaupir staðfestingu á því að hann eigi hlut í félagi, *andelsforening*, og hafi þar með afnotarétt á íbúð. Það er félagið sem ákveður alla hluti er varða íbúðina og meðlimirnir hafa atkvæðisrétt óháð stærð íbúðar. Félagið ákveður verð hlutarins, þ.e. ekki íbúðarhafinn. Vel flest félög af þessari gerð eru með reglur um verðlagningu. Eignin sem *andelslejlighed* er í hefur oft verið fjármögnuð með RK-láni, en það er félagið sem hefur tekið lánið en ekki íbúðarhafinn.¹¹ Íbúðarhafinn getur ekki veðsett sinn hlut og fengið út á hann RK-lán. Íbúðarhafinn borgar húsaleigu sem félagið notar til reksturs eignarinar, afborganir af lánnum (m.a. RK-lánnum), o.s.frv. Efnahagsreikningur félagsins getur því verið flókinn og mikið atriði að sá sem kaupir hlut (*andel*), setji sig inn í stöðu félagsins áður en hann kaupir sig inn. Félagið þarf að samþykkja nýjan eiganda. Félagið getur til dæmis verið með reglur um að börn eða gæludýr skuli ekki búa í íbúðinni eða að íbúinn sé eldri en 50 ára.

Frá upphafi hafa verið ítarleg ákvæði um hversu mikið megi lána út á hverja fasteign. Ákvæðin hafa verið á því formi að RK-stofnun megi lána allt að 60% af virði eignar. Í nýbyggingu liggur byggingarkostnaður fyrir og því eðlileg viðmiðun. Í ýmsum tegundum atvinnuhúsnæðis eru upplýsingar um veltu aðgengilegar og nothæfar sem mat á virði húsnæðis. Í öðrum tilfellum er markaðsvirði óljóst og nauðsynlegt að leggja í sérstaka matsvinnu til að fá upplýsingar um virði eignar. Nú er þess krafist að ef eign er fjármögnuð með SDO (*særligt dækkede obligationer*) eða SDRO (*særligt dækkede realkredit obligationer*) þá megi lánshlutfall ekki vera hærra en 75% og nauðsynlegt að meta íbúðarhús að minnsta kosti þriðja hvert ár og atvinnuhúsnæði hvert ár.

5 Þróun verðbólgu og vaxta

Fyrr á öldum var tæknilega erfitt að reikna út vexti og afborganir. Meðal tæknilegra úrlausna var að festa áletraða miða (*coupon*) á skuldabréfið þar sem kveðið var á um greiðslu á tilteknum degi. Miðarnir voru síðan rifnir af og sendir í pósti. Önnur útfærsla var að númera skuldabréfin og hafa síðan einhvers konar happdrætti um hvaða bréf skyldi greitt upp. Líkindafræðin sá þannig um afborganirnar.¹² Lengi vel á 19. öld voru hámarksvextir á RK-skuldabréfum 4%. Vextir höfðu því lækkað úr 5% á miðri 18. öld en heimildir eru um að þeir hafi verið 6,25% fyrr. Það hlutfall er líklega tengt gjaldmiðilskerfi þar sem talan 16 er viðmið.

¹¹ Nýlega hefur Nordea samstæðan boðið einstaklingum lán með RK-eiginleika til kaupa á *andelslejlighed*.

¹² 1989-2004 var í gildi á Íslandi svonefnt húsbrefakerfi með þessu fyrirkomulagi.

Menn fengu 16 einingar að láni en átta að borga til baka 17 einingar síðar ($1/16=6,25\%$). Til eru dæmi um að sótt hafi verið um heimild til að hafa hærri vexti en 4%, t.d. 5%, á skuldabréfum og því hafi ýmist verið synjað eða samþykkt. Í upphafi 19. aldar voru einnig ýmiss konar gjaldmiðlar í notkun, málmpeningar og pappírspeningar. Hægt var að gera samninga í bæði málm og pappír. Danir lentu illa í Napóleonsstríðunum (1803-1815) og verðbólga var vandamál á árunum fram að 1814. Danska ríkið reyndi að endurheimta lánstraust með eins konar eftir-á-verðtryggingu og lofa að standa við sínar raunskuldbindingar (Møller & Nielsen, 1997, bls. 81).

Frá 1815 til 1914 var verðbólga í Danmörku og víðar óveruleg. Um það bil helming tímabilsins var verðhjöðnun. Gengi skuldabréfa á 4% vöxtum var oft yfir 100 þannig að þrýstingur var á lækkun vaxta. Til dæmis þannig að bréf með 3,5% og jafnvel 3,0% vöxtum voru seld á markaðsgengi 100. Verðhjöðnun var nánast annað hvert ár, sem var ekkert sérdanskt fyrirbæri. Í töflu 1. hjá Bordo & Filardo (2005, bls.28) sést að langtímaverðbólga á 19. öld var nánast engin. Vísbendingu um þróun hrávöruverðs á 19. öld má t.d. lesa í Sögu skútualdarinnar eftir Gils Guðmundsson (1946) en þar segir að verð á tunnu af hákarlalýsi hafi verið 23 ríkisdalir árið 1820 og 24 ríkisdalir árið 1872. Hæst fer það í 29 ríkisdali árið 1864 og er lægst 16 ríkisdalir árið 1828. Verð á lýsi er skráð í krónum 1877 og virðist frekar vera á niðurleið fram að heimsstyrjöldinni fyrri 1914. Í mörgum löndum hækkaði verðlag nánast ekki neitt í 100 ár fram til 1914. Verðbreytingar milli ára voru þó oft miklar. Til dæmis lækkar verð í London um 20% frá 1820 til 1914 en staðalfrávik breytinga milli ára er 5% og verðbólga er mest 17% og verðhjöðnun er mest 17%. Svipað gildir um önnur svæði í Evrópu (Bordo & Filardo, 2005; Fisher, 1930).

Fyrri heimsstyrjöldinni fylgdu verðhækkningar sem að miklu leyti gengu til baka á árunum 1918-1935. Eftir 1945 er verðhjöðnun nánast óþekkt og verðbólga nánast viðvarandi.

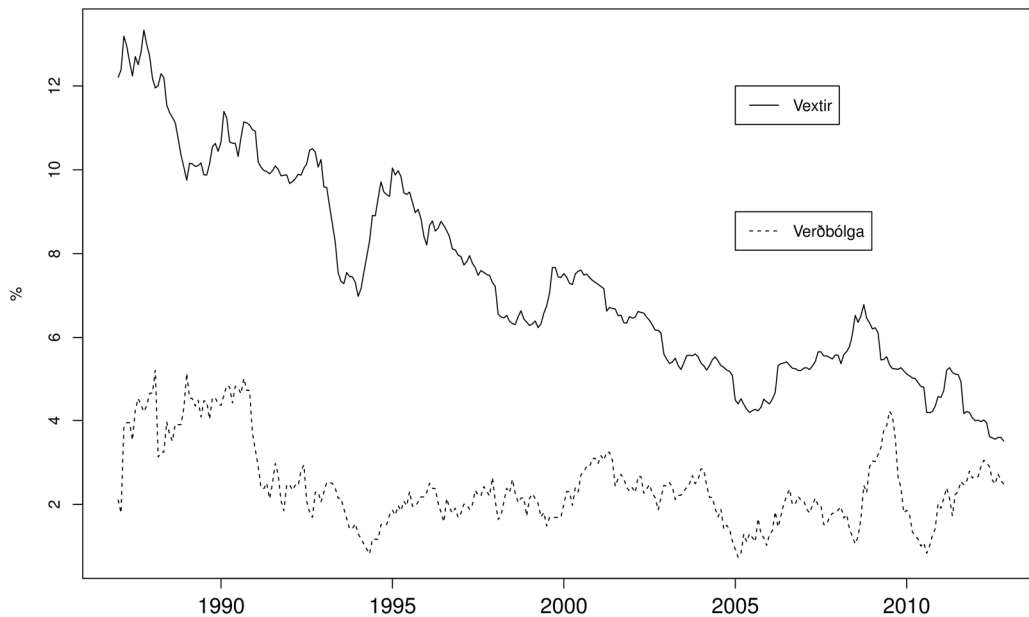
Nielsen & Risager (2001) lýsa ávöxtun á dönskum verðbréfum á tímabilinu 1922-1999. Meðalávöxtun hlutabréfa er hærri en skuldabréfa, eins og á mörgum öðrum mörkuðum. Nafnávöxtun skuldabréfa er í 5-7 % rétt eftir fyrri heimsstyrjöldina en dalar síðan. Á tímum verðbólgu og mikilla ríkisafskipta eftir 1945 er mikill breytileiki í ávöxtun skuldabréfa sem nær hámarki í kringum 1980. Lætur nærri að þá hafi Danir búið við 10% raunvexti í 10 ár. Nafnávöxtun var þá um og yfir 20%. Þetta leiddi m.a. til þess að Danir settu sérstök lög um verðtryggingu 1982. Andersen & Gyntelberg (1999) segja: *Udgangspunktet var en situation med høj inflation (ca. 10 pct) og høje effektive obligationrenter (ca. 19 pct.)*.¹³

Raunvextir voru því í kringum 10% á um það bil 10 ára tímabili. Svo hátt raunvaxtastig í langan tíma hefur lamandi áhrif á byggingariðnað og aðrar fjárfestingar. Í munnlegum samskiptum við einn af þeim (Jens Lunde) sem vann við að þróa verðtryggðra samninga á þessum tíma kom fram að þetta hafi að hluta verið pólitísk aðgerð sósíaldemókrata sem vildu stuðla að byggingu húsnæðis sem lágtekjufólk réði við. Danir hafa þarna verið á svipaðri línu og Campbell & Cocco (2003) sem álykta að framboð verðtryggðra lána auki velferð almennings, sérstaklega lágtekjufólks. Einn flokkur verðtryggðra skuldabréfa frá þessum tíma heitir IS. Þar sem IS stendur fyrir „*indeks-støttet-byggeri*“¹⁴, þ.e. einhvers konar styrkta byggingarstarfsemi.

¹³ Útgangspunkturinn var staða með mikilli verðbólgu (u.þ.b. 10%) og hárra ávöxtunarkröfu skuldabréfa (u.þ.b. 19%).

¹⁴ Vísitölustyrkt byggingarstarfsemi.

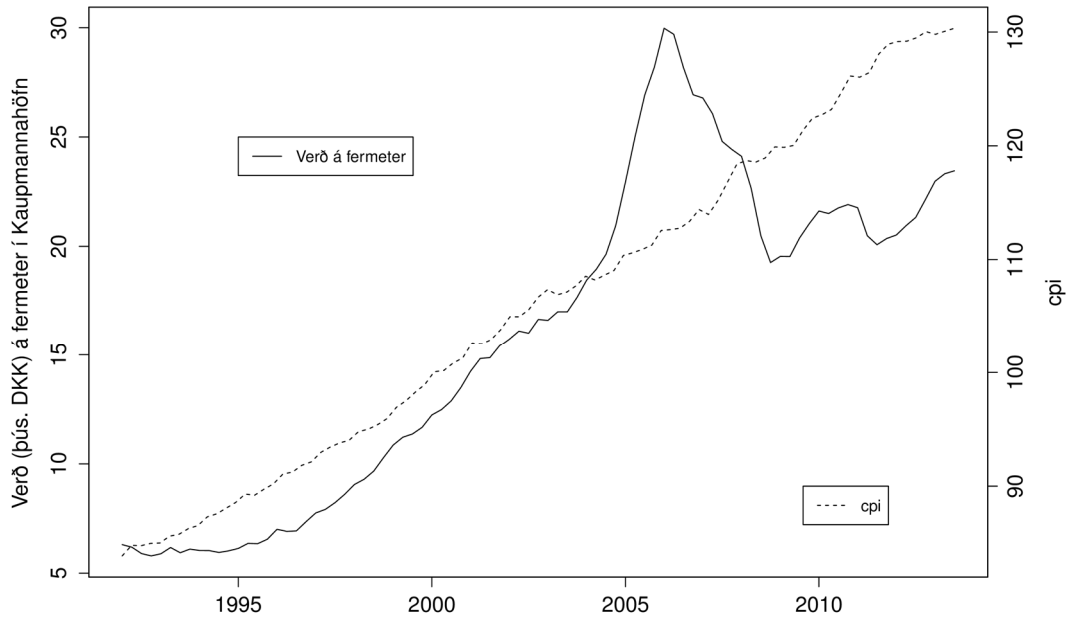
Meðalraunávöxtun skuldabréfa í 80 ár, 1922-1999, sem Nielsen & Risager (2001) skoða er um 4,5%. Eftir aldamótin 2000 hafa vextir að mestu verið á niðurleið ef undanskilið er stutt tímabil á árunum 2005-2008.



Mynd 1. Þróun vaxta á 30 ára RK-lánunum og árleg breyting á neysluverðsvísitölu.

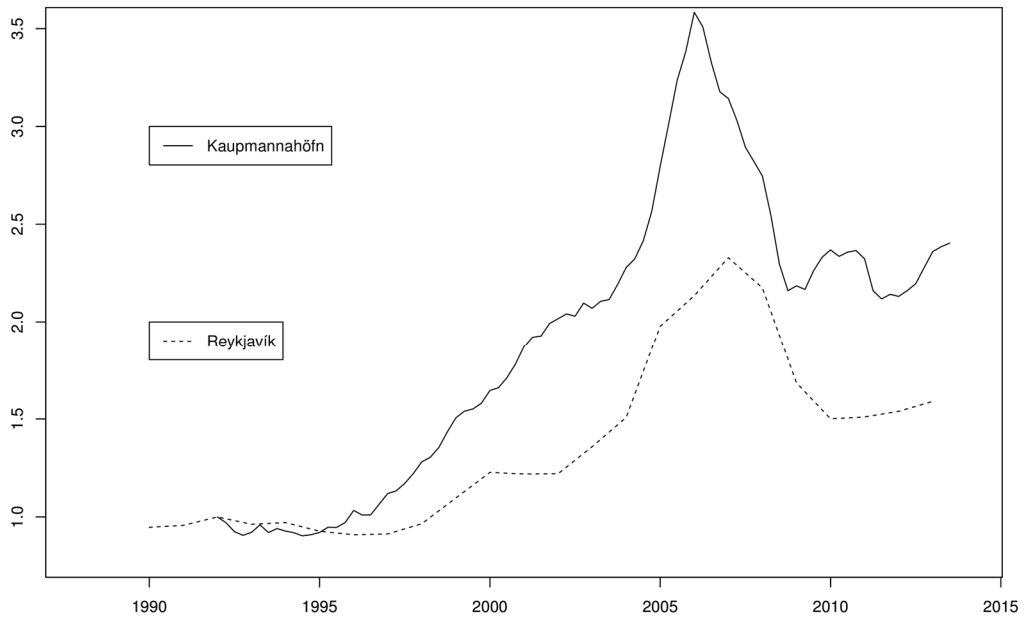
Byggt á tölum frá nationalbanken.dk.

Tímabilið eftir 2000 hefur einkennst af sögulega mjög lágum vöxtum, ekki einungis í Danmörku heldur einnig í flestum af stærstu gjaldmiðlum heims. Setningin „vextir í sögulegu lágmarki“ hefur oft verið notuð til að lýsa ástandinu (Astrup Jensen, 2013). Þetta lágvaxtatímabil hefur hugsanlega skert svigrúm RK-lána til að vera ódýrara en lán frá veðdeildum banka. Bankar kjósa ef til vill að bjóða út eigin skuldabréf og lána beint fremur en að kaupa hagstæð RK-skuldabréf og endurlána. Á mynd 1 er sýnd þróun á árlegri breytingu neysluvísitölu og meðaltali 30 ára fastvaxta RK-lána samkvæmt útreikningum Seðlabanka Danmerkur (Nationalbanken). Vísitalan (Consumer Price Index), (*cpi*), er fengin frá Hagstofu Danmerkur (Danmarks statistik). Myndin sýnar lækkandi nafnvexti og raunvexti í 20 ár fram að 2005. Eftir 2005 er þróun nafnvaxta enn að mestu niður á við en smákippr í verðbólgu.

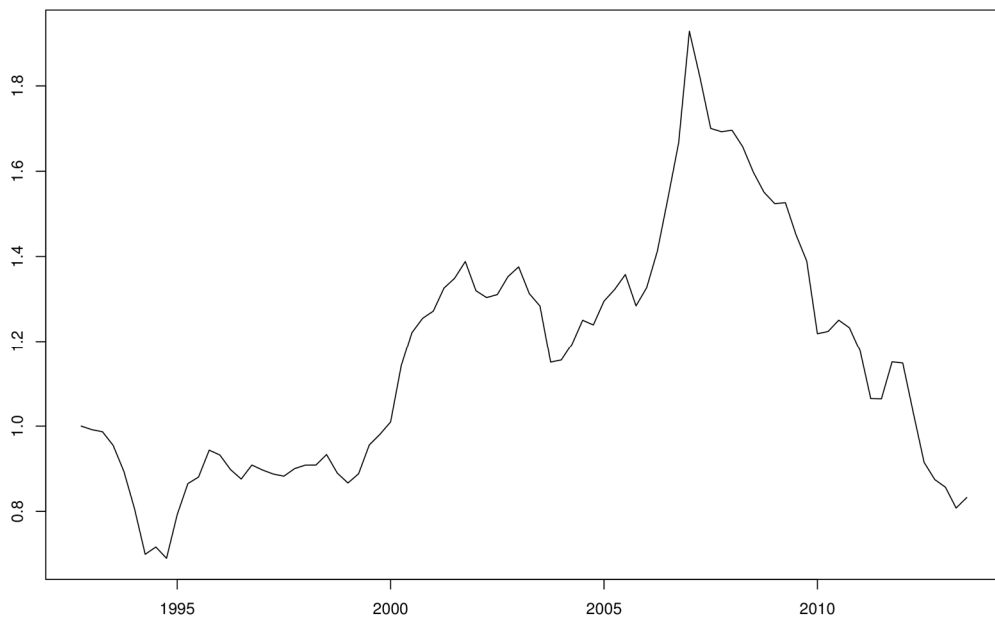


Mynd 2. Þróun á fermetraverði í Kaupmannahöfn og nágrenni í þúsundum danskra króna og neysluvöruverðsvísitölu. Gögn um verð á fermetra eru fengin hjá Realkreditráðet.

Mynd 2 sýnir þróun fermetraverðs íbúðarhúsnæðis í Kaupmannahöfn og nágrenni og þróun neysluvöruverðsvísitölu. Þróunin er að miklu leyti í takt, en skrefstærð fermetraverðs er mun stærri, þ.e. fermetraverðshækkunin er margföld vísitöluhækkun. Tímabilið 2004-2007 einkennist af mikilli verðbólgu. Athugið að á mynd 2 eru tveir kvarðar. Fermetraverð fimm- til sexfaldast frá 1992 til 2008 en vísitala eykst einungis um 38% til loka 2013. Það er einnig athyglisvert að skoða verð á fermetra á föstu verðlagi. Á mynd 3 er sýnd þróun verðs á fermetra á föstu verðlagi í Kaupmannahöfn og Reykjavík. Í toppi bólunnar 2006-2008 er raunverð í Kaupmannahöfn rúmlega þrisvar og hálfu sinnum hærra en það var 1992. Í Reykjavík rétt tvöfaldaðist raunverðið í bólunni. Verð fasteigna hefur hækkað í takt við lækkandi vexti og á vissum tímabilum gott betur. Vegna höfuðstólshækkunar er greiðsluskylda á fermetra því vaxandi og mikil eiginfjármýndun hjá þeim sem keyptu ódýrt.



Mynd 3. Verð á fermetra í Kaupmannahöfn og nágrenni og Reykjavík og nágrenni á föstu verðlagi 1992=1. Byggt á útreikningum höfundar og verðlagsgögnum frá hagstofum Danmerkur og Íslands



Mynd 4. Hlutfallslegur vaxtakostnaður á fermetra í Kaupmannahöfn og nágrenni á föstu verðlagi. Hér eru notaðir vextir af 30 ára fastvaxtalánnum. Mánaðargögn frá Seðlabanka Danmerkur.

Á mynd 4 er þróun vaxtakostnaðar á fermetra, miðað við 30 ára fastvaxtalán, í Kaupmannahöfn og nágrenni á föstu verðlagi sýnd. Það virðist sem að í lok tímabilsins, 2013-2014, sé vaxtabyrði á fermetra svipuð og hún var í byrjun, árin 1992-1993. Það má þó segja að

staðan sé háskalegri árið 2013 en hún var 1992 því að vextir geta varla lækkað mikið meira og svigrúmið í vaxtabreytingum virðist aðallega vera upp á við.

Ef aðgengileg væru íslensk gögn um sambærilega vexti yfir tímabilið mætti gera íslenska útgáfu af mynd 4. Vissa vísbendingu má fá með því að sjá að í kringum 1990 var ávöxtunarkrafa af húsbrefum rúm 7%.¹⁵ Íslendingar hafa því þá verið að horfa á um það bil 7% raunvexti sem áttu eftir að hækka. Í lok tímabilsins eru raunvextir á íbúðarlánunum í kringum 4%. Það má því áætla að vaxtabyrðin, þ.e. margfeldi vaxta og höfuðstóls skuldar, á Íslandi sé svipuð í lok tímabilsins og í byrjun þess. Sama má segja um ástandið í Danmörku. Verðið hækkaði það mikið í bólunni að danska vaxtabyrðin hækkaði mun meira en íslenska vaxtabyrðin á sama tímabili. Þessar myndir eru ekki réttvísandi fyrir greiðslubyrði því að á tímabilinu eftir 2003 verða afborgunarlaus lán vinsæl í Danmörku. Í myndunum eru notaðir vextir á „hefðbundnum“ 30 ára fastvaxtalánunum. Eftir 1996 fer hlutur þeirra á markaðnum minnkandi og óuppgræðanleg lán með styttri fastvaxtatímabilum verða síðan algengari á 21. öldinni (Realkreditrádet, 2012). Þessar myndir samræmast því að tilkoma afborgunarlausra lána og lækkandi vextir hafi að miklu leyti komið fram í hærra verði íbúðarhúsnæðis í Danmörku. Á tímabilinu 2010-2011 er minni hluti útistandandi skulda (undir 30%, Realkreditrádet (2012), Haldrup(2014)) á fastvaxta 30 ára lánunum með afborgunum. Lán með lægri breytilegum vöxtum og afborgunarlaus lán eru ráðandi.

Á þessu rúmlega 20 ára tímabili hefur því raunverðfermetra í Kaupmannahöfn og nágrenni tvöfaldast en raunverð á fermetra í Reykjavík og nágrenni aðeins hækkað um 50%. Á báðum svæðum má greina verðbólgu. Verðbólgan virðist vera stærri í Kaupmannahöfn og nágrenni. Freistandi er að álykta að stóran hluta þessa munar megi skýra með því að greiðslubyrði af dönskum lánunum hafi lést meira en á íslenskum lánunum. Aðrir þættir gætu t.d. verið gæðabreytingar. Varasamt er að álykta um þróun greiðslubyrði og samanburð milli landa. Laun og skattar hafa mikil áhrif þó að ætla mætti að greiðslubyrðin sé í grundvallaratriðum fall af margfeldi höfuðstóls og vaxta. Ýmis úrræði eru fyrir einstaklinga til að færa greiðslubyrði til á milli æviskeiða.

Í hinum vestræna heimi hefur meginþróunin verið sú að fasteignaverð hefur verið á uppleið og vextir á niðurleið. Nánari greining á þeirri þróun er utan sviðs þessarar greinar. Það er þó athyglivert að verðhækkun fasteigna í Kaupmannahöfn er umfram bæði það sem skýra má með lægri nafnvöxtum og almennum verðlagshækkunum. Hér er Kaupmannahöfn valin sem samanburðargrundvöllur því að Kaupmannahöfn er að miklu leyti einsleitur markaður. Í strjálbýlli hlutum Danmerkur og annarra landa er verðþróun margbreytilegri. Til dæmis eru illseljanlegar eignir í ýmsum minni bæjum.

6 Samantekt og umræður

6.1 Staðan í dag

RK-kerfið á sér langa sögu. Það kerfi sem er ráðandi í ársbyrjun 2014 er í grundvallaratriðum frábrugðið því upphaflega. Nú eru nokkur stór hlutafélög sem ráða markaðnum. Markmið þeirra er að hámarka tekjur hluthafa. RK-félögin veita lán til fasteigna um alla Danmörku en eru ekki svæðis- eða atvinnugreinatengd eins og áður var. Veðrétturinn, forgangsröð kröfuhafa, er á allri eigninni en ekki háður því hvers konar aðili veitir lánið, þ.e. HT-fyrirtækin eru horfin.

¹⁵ Húsnæðisstofnun ríkisins (með ríkisábyrgð) miðlaði skuldabréfalánunum með svipuðum hætti og RK-fyrirtæki í Danmörku (húsbrefakerfið).

Í upphafi voru RK-félögin samvinnu/samábyrgðarfélög, þ.e. hugmyndin var að ef einn lántaki gæti ekki borgað þá myndu hinir hlaupa undir bagga. Síðan 1989 eru RK-félögin hlutafélög þar sem hluthafar bera ábyrgð í samræmi við hlutafjáreign. Árið 2007 var að kröfu Evrópusambandsins bætt í lög um fjármálastofnanir að þau skyldu gefa út sérstök skuldabréf sem væru þannig að ef undirliggjandi veð færi undir tiltekið hlutfall¹⁶ af áætluðu virði þá þyrfti að leggja fram viðbótartryggingu. Þessi skuldabréf ganga í Danmörku undir heitunum SDO og SDRO (á ensku Covered Bonds og Junior Covered Bonds). RK-félögin tilkynntu að þau myndu ekki krefjast þessarar viðbótartryggingar af lánþegum (sem margir eru e.t.v. með neikvætt eigið fé), heldur myndi RK-félagið sjálf leggja þessa fjármuni fram. RK-félögin mega ekki taka stöðu í skuldabréfunum þannig að þau verða að fjármagna þetta framlag á annan hátt. Það fer þannig fram að RK-félagið tekur lán og bætir vaxtakostnaðnum af því láni við árlega umsýsluþóknun sem lánþegar borga félaginu. Þannig má segja að góðu skuldararnir borgi fyrir þá lélegu vegna hærri þóknunar. Því má að vissu leyti segja að samábyrgðin sé enn til staðar þrátt fyrir hlutafélagavæðingu.

Í 25-ára afmælisriti Realkreditráðet (1997), koma fram áhyggjur af því hvernig RK-starfseminni vegni í samkeppni við banka. Sérstaklega þar sem sumir af meðlimum hagsmunasamtakanna eru nátengdir bönkum. Í dag er nánast öll RK-starfsemin nátengd bönkum en staðan á skuldabréfamörkuðum er sú að RK-bréf eru mjög stór hluti skuldabréfamarkaðarins. Samkvæmt töflu 4 hjá Meric & Sorup (2010, bls 47) eru árið 2009 hlutafélögin Nykredit Realkredit A/S, Realkredit Danmark A/S, Nordea Realkreditaktieselskab og BRFKredit A/S með um 70-75% af viðskiptum með skuldabréf (aðrir mælikvarðar 70% af markaðsvirði, 67% af veltu). Opinberir aðilar, Danmarks Nationalbank (ríkisskuldabréf) og KommuneKredit (sveitarfélög), með rúm 15%.

6.2 Markaðs- og tækniatriði

Í dag eru RK-lán húskaupenda grunnurinn í lánamöguleikum einstaklinga. Ef einstaklingur á kost á RK-láni við fjármögnun þá tekur hann það. Þar eru hagstæðustu kjörin og reglan er nú og hefur lengst af verið að sá sem hefur aðgang að veði getur tekið RK-lán. Fjármálaráðgjöf gengur því út á að hvetja fólk til að hafa sem mest af sínum skuldum í RK-formi. Þ.e. ef veðrymi er til staðar þá sé best að borga niður önnur húsnæðislán, bílalan, námslán svo ekki sé talað um neyslu- og rekstrarlán. Sjá nánar á (<http://www.laanogrealkredit.dk/Forbrugslaan.html>). Mikilvægur þáttur í fjármálaráðgjöf er um það hvernig eigi að skuldbreyta og endurfjármagna. Uppgreiðanleg lán má borga upp á genginu 100 (á nafnverði). Vegna viðskiptakostnaðar er reyndin sú að uppgreiðslan svarar ekki kostnaði fyrr en skuldabréfið hefur gengið 102-105. Þar sem skattaleg meðferð gengishagnaðar peningaláns og skuldabréfaláns er mismunandi getur reyndin verið að uppgreiðslan er ekki hagkvæm fyrir einstakling fyrr en gengið er 110 eða jafnvel hærra. Vaxtabreytingar hafa mikil áhrif á eigið fé skuldara. Verð fasteigna og gengi skuldabréfa þróast í tíma og ekki endilega í takt. Ef lán að fjárhæð 100 er keypt aftur á genginu 80 þá hefur nafnverð bókfærðar skuldar og eigin fjár í fasteign breyst. Skattaleg meðferð á þessum breytingum og hugsanlegri sölu eigna skiptir máli. Formúlur sem skýra þessi atriði má sjá til dæmis í Astrup Jensen (2013) og Rasmussen o.fl. (2011).

Tengingin að hvert lán sé fjármagnað með sérútgefnu skuldabréfi er enn ráðandi hugmynd en ekki eins fastskorðuð og áður. Gamla varan, 30 ára skuldabréf með föstum vöxtum og uppgreiðslurétti (á genginu 100), er ekki lengur aðalafurðin. Nú eru lán þar sem

¹⁶ T.d. ef áhvílandi lán er meira en 75% af áætluðu söluvirði eignar.

afborganir miðast við 30 ára afborganir, hugsanlega með afborgunarlausum tímabilum, sem fjármögnuð eru með runu af stuttum óuppgreiðanlegum skuldabréfum, ráðandi. Flokkar eins og t.d. F1, F2, fyrir eins eða tveggja ára óuppgreiðanleg bréf. Endurfjármögnun F-lána hefur vissan umsýslukostnað í för með sér sem þarf að greiða árlega hjá þeim sem eru með F1 lán og á fimm ára fresti hjá þeim sem eru með F5 lán. Lánþegar þurfa að kaupa sig út úr F-lánum, ef t.d. einhver vill greiða upp F5-lán eftir tvö ár. Þegar ný lán eru tekin þarf að greiða stimpilgjöld. Endurfjármögnun á einu F-láni með öðru telst ekki nýtt lán, en uppgreiðsla á 30 ára fastvaxtaláni með nýju 30 ára fastvaxtaláni telst vera nýtt lán. Mörg lán frá RK-fyrirtækjum má borga upp hvenær sem er og endurfjármagna með öðru RK-láni. Vegna viðskiptakostnaðar eru uppgreiðslur og endurfjármögnun útbreiddari meðal þeirra sem skulda háar upphæðir. Það er því ekki augljóst að greiðslubyrði danskra RK-lána sé meira fyrirsjáanleg en til dæmis íslenskra verðtryggðra lána. Kjörin á RK lánnum ákvarðast að miklu leyti beint á markaði. Vextir RK-lána eru ekki samningsatriði, heldur miðla RK-fyrirtækin skuldabréfavöxtum beint til lántaka. Þau taka þóknun (*bidrag*) fyrir að stjórna lánunum. Þóknuninni er breytt þegar þurfa þykir og er mismikil eftir því um hvers konar lán er að ræða. Þóknunin er hæst fyrir F1 lán.

Tilkoma SDO og SDRO skuldbréfa á að tryggja fjárfestum aukið öryggi við hugsanlegt gjaldþrot RK-fyrirtækis. Þeir sem skulda RK-lán geta farið út á fjármagnsmarkaðinn og keypt skuldabréf sín til baka. Efasemdarmenn um RK-hugmyndina hafa dregið upp þá sviðsmynd að ef RK-félag standi illa, þá sé gengi skuldabréfa þeirra hugsanlega lágt, skuldarar geti þá keypt þau á undirverði og gert upp skuldir sínar þannig. Fjárfestar fengju þannig of lítið til baka. Við gjaldþrot banka er sá kostur ekki í boði, þ.e. að geta keypt sparisjóðsbækur með háum innistæðum (hærrí en innistæðutryggingin) og borgað síðan skuldir sínar við þrotabúið með þeim sparisjóðsbókum. Viss tegund SDO skuldabréfa útgefnum af bönkum gefur skuldabréfaeiganda forgang umfram innistæður þess sem skuldar bönkunum. Ítarlega umfjöllun um lagalega stöðu fjárfesta í Danmörku við gjaldþrot fjármálastofnunar má m.a. sjá hjá Pedersen (2010).

6.3 Hvers vegna aðeins í Danmörku?

Það er athyglisvert að RK-hugmyndin hefur ekki náð fótfestu utan Danmerkur¹⁷. Hugsanleg skýring er að félagafrelsið 1849 hafi gefið RK-starfseminni forskot á banka. Á 19. öld þróast löggjöf og reglur um veðrétt og eignarrétt með svipuðum hætti í Danmörku og á Íslandi. Veðbækur í báðum þessum löndum eru áreiðanleg tól. Íslendingar fóru sér hagar í þróun frjálsrar verslunar og hugsanlega var andstaða við borgarmyndun meiri á Íslandi. Félagafrelsið með dönsku stjórnarskránni 1849 kom ekki til Íslands og Landsbanki Íslands er nánast jafngamall íslensku stjórnarskránni 1874. RK-kerfið er aðgengilegt í Færeyjum, þeir þurfa að borga hærrí umsýsluþóknun en samkvæmt munnlegum heimildum verður RK-lán þar samt ódýrara en bankalán. Í löndum þar sem bankar eru sterkir er eðlilegt að mikil andstaða sé við innkomu nýrra kerfa.

Í Danmörku þarf að líða mjög langur tími, 20 ár, frá gjaldþroti áður en RK-skuld fyrnist. Þessi tími er mun lengri en lengst af hefur tíðkast á Íslandi. Til að RK-kerfið virki þarf að vera til staðar mjög virkur skuldabréfamarkaður. Smæð íslenska skuldabréfamarkaðarins gæti verið vandamál. Á undanförunum árum hafa Íslendingar getað fjármagnað fasteignakaup með ríkisstyrktum verðtryggðum lánnum. Frá árinu 2004 var ein opinber stofnun, Íbúðalánasjóður

¹⁷ Ditlev (2009) vitnar til heimilda sem telja ríkjandi Evrópukerfi byggt á þýskum pfandbriefe og veðdeildum banka vera frábrugðin. Reynt var að útfæra RK-hugmyndir í Mexíkó eftir 1995.

ráðandi aðili. Þar á undan á tímabilinu 1989-2004 voru notuð húsbref með ríkisábyrgð sem Húsnæðisstofnun ríkisins miðlaði. Þau mátti kaupa til baka á markaðskjörum (eða nafnvirði með áföllnum verðbótum) og voru að því leyti hliðstæð RK-lánunum. Uppgreiðslum skuldara mátti miðla til fjárfesta með aukaafborgunum (í formi útdráttar). Íbúðalánasjóður virðist ekki hafa verðlagt uppgreiðsluáhættu rétt og hugsanlega lent í vanda vegna þess. Íbúðalánasjóður gat því lent í því að sitja uppi með eigin skuldabréf. Það er atriði sem dönsku RK-fyrirtækin lenda ekki í. Vextir á íslensku verðtryggðu lánunum hafa lengst af verið mun stöðugri en vextir á óverðtryggðum dönskum RK-lánunum. Á síðustu árum hafa vextir á RK-lánunum verið mun lægri en á íslenskum lánunum. Þó hefur þróun greiðslubyrði ekki lækkað samsvarandi því að eignaverð í Danmörku hefur vaxið hraðar en á Íslandi. Vaxtalækkun er ekki kjarabót fyrir kaupendur ef höfuðstóll skuldar hækkar. Skuldastaða danskra heimila vegna húsnæðislána þykir há (bæði í sögulegu samhengi og í samanburði við önnur lönd). Umfjöllun Economist (19. apríl 2014) og reglur Evrópubandalagsins frá árinu 2007 ofl. eru vísbendingar um það að útlendingar skilji RK-kerfið ekki vel. Þótt Danir séu ánægðir með sitt kerfi er ekki þar með sagt að það eigi greiða leið inn í önnur lönd. Eignarréttur og stofnanir sem tengjast honum byggja á hefðum sem ekki er auðvelt að hrófla við.

6.4 Bankakerfið og Evrópusambandið

Á seinustu 20 árum hefur RK-starfsemin í Danmörku tengst viðskiptabönkum sterkari böndum. Í munnlegum samtölum segja fulltrúar RK-fyrirtækja að RK-lán séu það ódýr að bankar í öðrum löndum sjái sér ekki hag í að taka upp hugmyndina og myndu jafnvel beita sér gegn slíku. Fyrir Íslendinga sem hafa alist upp við forræði og afskiptasemi hins opinbera er það hugsanlega framandi að sjá að þessi lánastarfsemi þrífst vel með tiltölulega hófsömum ríkisafskiptum. Grunnhugmyndin, jafnvæghugmyndin (balance-prinsippet), það að eiginleikar láns séu í takt við eiginleika skuldabréfs sem fjármagnar lánið, þykir í dag góð og sjálfsögð áhættustjórnun í fjármálastarfsemi. RK-félögin taka ekki uppgreiðsluáhættu eins og til dæmis Íbúðalánasjóður og ekki vaxtabreytingaráhættu. Íbúðalánasjóður er þar að auki nátengdur ríkisfjármálum á Íslandi. Kaupendur íbúðabréfa Íbúðalánasjóðs eru að kaupa eitthvað með ríkisábyrgð íslenska ríkisins, en kaupendur RK-skuldabréfa eru að kaupa skuldabréf hlutafélaga sem eru tengd veði í fasteignum. Frá 2007 með aukatryggingu SDO/SDRO skuldabréfa.

Í dag er RK-kerfið í nánum tengslum við bankakerfið. Það eru margir sem ekki hafa áttað sig á þessu og ýmsir sem eru óánægðir með að gamla samábyrgðin skuli vera horfin. Hagfræðingurinn Astrup-Hansen(2014,2015) lýsir því hvernig sumir halda að þeir hafi tekið lán hjá félagasamtökum (*forening*), en vakna upp við það að þeir hafi tekið lán hjá hlutafélagi. Nykredit félagasamtökin eiga m.a. hlutafélögin Nykredit Bank A/S og Nykredit Realkreditatieselskab. Nordea fjármálasamstæðan á Nordea Bank A/S, Nordea Realkredit A/S og einnig Nordeafonden. Nordeafonden er arfleifð frá kerfi sjálfseignarjóða. Astrup-Hansen talar um slíka sjóði sem *juridisk ingenmansland*, sem snarað á íslensku gæti hljómað „fé án hirðis“. Astrup-Hansen gefur í skyn að ný löggjöf um RK-félög hafi í raun eytt sérstöðu þeirra. Í dag séu bara til lög um fjármálastarfsemi. Í Danmörku var einnig útbreitt sparísjóðakerfi. Sparísjóðum var gjarnan breytt í hlutafélög sem síðar gátu orðið hluti af fjármálakeðju eða góðgerðarstofnunum.

Núverandi RK-lánakerfi á sér langa hefð. Þótt kerfið sé nú mikið breytt frá því sem upphaflega var lagt upp með og sé að mörgu leyti líkt veðlánakerfum víða í heiminum. Enn standa atriði eins og það að félögin miðla vöxtum á markaði beint á milli lánveitenda og lántaka, þau safna ekki skuldabréfunum sjálf, skuldarar geta keypt bréf sín til baka á

markaðsverði. Það er mikil breyting frá því að leyfð sé stofnun félagasamtaka með sameiginlega ábyrgð yfir í miðstýrðar Evrópureglur um fjármálastofnanir. Iversen og Brahm (2015) telja að Evrópureglur sem hafi fjármálastöðugleika í Evrópu að leiðarljósi séu í raun að gera lán dýrari fyrir Dani. Flokkunaraðferðir frá Brussel skilgreini mörg RK-skuldabréf sem illseljanleg. Þar með séu þau ekki nothæf í lausafjárstöðu fjármálafyrirtækja sem krafist er af Basel-II reglum. Því hljóti þeir sem skulda lán í þeim skuldabréfaflokkum að þurfa að borga álag á vexti. Formaður Realkreditráðet tekur í svipaðan streng og telur Evrópureglur of bankamiðaðar. Ljóst er að þrýstihópar í Brussel geta haft áhrif. Evrópureglur takmarka svigrúm stjórnvalda til að nota útlánareglur sem hagstjórnartæki. Realkreditráðet hefur opnað skrifstofu í Brussel. Traust á kerfinu byggir á að lánveitendur hafa alltaf fengið allt sem þeim var lofað til baka og skuldarar geta ekki hlaupið frá skuldum sínum með gjaldþroti. Þessi atriði stuðla að almennu trausti og lágum vöxtum. Afgerandi þáttur er aðgengið að virkum markaði (*Københavns fondbørs*). Ef Evrópusambandið telur vissa flokka danskra skuldabréfa það litla að þeir verðskuldi sérstakt vaxtaálag vegna illseljanleika er hætt við að enn smærri íslenskir skuldabréfaflokkar fá enn harðari meðferð.

Danskur skuldabréfamarkaður byggir á langri sögu og sterkum hefðum. Þær hefðir verða ekki fluttar til annarra landa. Þegar Mexíkó lenti í vandræðum var hluti efnahagsúræða tilraun til að taka upp danskt kerfi. Það reyndist ekki auðvelt að setja upp innflutta hugmynd. Mikilvæg ástæða þess að danska RK-kerfið virkar er náð samspil við stofnanir eins og kauphöllina (Børsen), lögfræðihéðir um eignarrétt og gjaldþrot. Lönd eins og Svíþjóð, Holland og Þýskaland notast öll við skuldabréfafjármögnun á húsnæði en útfærslur eru þar mjög ólíkar. Umgengni við eignarrétt á húsnæði er ólík milli landanna og jafnvel innan Þýskalands. Það er mjög erfitt að bera saman húsnæðiskerfi milli landa, bæði varðandi leigu-, eignarrétt og fjármögnun. Þetta kemur glögglega fram í bók Lunde & Whithead (2016). Þar eru fjármögnunarkerfi ýmissa landa borin saman og ljóst að hefðir eru mjög mismunandi milli landa. Í munnlegum samskiptum við starfsmenn hjá Realkreditráðet og Realkreditforeningen (hagsmunasamtök RK fyrirtækja) kom ekki fram neinn áhugi á að reyna fyrir sér utan Danmerkur. Kreppan 2008 var að miklu leyti alþjóðleg bankakreppa. Hugsanleg skýring á því hvers vegna danskur skuldabréfamarkaður stóðst alþjóðlegu bankakreppuna er að RK-fyrirtækin standa af sögulegum ástæðum að miklu leyti utan við hefðbundið bankakerfi. Einnig er hin langa hefð fyrir jafnvægi inn- og útlána (balanceprincipen) mikilvægt atriði í áhættustjórnun. Ljóst er að á Íslandi hefur skort á hefðir og festu sem einkennt hefur danskt umhverfi. Það sem einkennt hefur íslenskt umhverfi eru tíðar kerfisbreytingar knúðar fram á vettvangi stjórn mála. Skuldabréfamarkaðir á Íslandi hafa verið minni og eiga sér skemmri sögu en í Danmörku. Í samanburði við danskar hefðir er því hæpið að tala um íslenskt kerfi.

Heimildir

- Andersen, J. V. & Gyntelberg, J. (1999). Indeksobligationer. *Danmarks Nationalbank Kvartaloversigt*, 1. kvartal, 46-57.
- Astrup-Hansen, J. (2014). *Uden om realkredit*. Berlinske Business, 17.08.2014.
- Astrup-Hansen, J. (2015). *Nykredit - en forening eller hvad?* Berlinske Business, 20.12.2015.
- Astrup Jensen, B. (2013). *Rentes regning*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.
- Babylon 10: Free Online Dictionary (2014). *Hypotekslán*. (Sótt 10. febrúar 2015 af <http://www.babylon.com/definition/hypoteksl%C3%A5n/>)

- Bergsøe, A. (1839). *Motiveret Udkast til en Creditforening for Danske Grundbesiddere*. C. Groebe & son.
- Boligministeriet (1987). *Den fremtidige realkreditlovgivning: Redegørelse*. Boligministeriet, Boligstyrelsen og Byggestyrelsen.
- Bordo, M. D. & Filardo, A. J. (2005). *Deflation in a historical perspective*. BIS working paper 186, BIS.
- BRFKredit (2014). *Realkreditsystems historie*. (Sótt 10. febrúar 2015 af <https://www.brfk.dk/Investors-Dansk/Realkreditsystemet/Realkreditsystemet/Dansk-realkreditsystems-historie>)
- Callø, P. (1932). Realkrediten under skiftende konjunkturer. *Nationaløkonomisk Tidsskrift, Række 40* (Bind 3.), 219–314.
- Campbell, J. Y. (2013). Mortgage market design. *Review of Finance*, 17, 1–33.
- Campbell, J. Y. & Cocco, J. F. (2003). Household risk management and optimal mortgage choice. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 1449–1494.
- Deacon, M., Derry, A., & Mirfendereski, D. (2004). *Inflation-indexed securities: Bonds, swaps and other derivatives*. Hoboken, NJ, John Wiley & Sons.
- Demarzo, P. & Duffie, D. (1999). A liquidity-based model of security design. *Econometrica*, 67(1), 65–99.
- Ditlev, C. (2009). *SDO lán og deres betydning for det danske boligfinansieringsmarked*. Master's thesis, Handelshøjskolen i Århus Universitet.
- Economist (2014). Danish mortgages: Something rotten, Denmark's property market is built on rickety foundations. *Economist*, 19. apríl 2014.
- Fisher, I. (1930). *The Theory of Interest*. Library of Economics and Liberty.
- Frankel, A., Gyntelberg, J., Kjeldsen, K., & Persson, M. (2004). The Danish mortgage market. *BIS Quarterly Review*, (1), 95–109.
- Gils Guðmundsson (1946). *Skútuöldin Síðara bindi*. Bókaútgáfa Guðjóns Ó. Guðjónssonar.
- Haldrup, K. (2014). On security of collateral in Danish mortgage finance: a formula of property rights, incentives and market mechanisms. *European Journal of Law and Economics*, 1–29.
- Iversen, C. & Brahm, K. (2015). Forskere: Usaglige EU-regler giver højere renter til boligejere. *Finans* 21.12.2015.
- Lunde, J. (2012a). Husholdningsgælden. *Finans/Invest*, (6), 18–24.
- Lunde, J. (2012b). Impacts on Wealth and Debt of Changes in the Danish Financial Framework Over a Housing Cycle. Kafli 7 í *Challenges of the Housing Economy* (128-152), Ritsstjórn, C. Jones, M. White og N. Dunse, Wiley-Blackwell.
- Lunde, J. & Whitehead, C. (2016). *Milestones in European Housing Finance*. Wiley-Blackwell.
- Meric, H. & Sørup, R. (2010). *Effectivitet på den danske obligationsmarked*. Cand. Merc ritgerð, Handelshøjskolen København.
- Møller, M. & Nielsen, N. C. (1997). *Dansk realkredit gennem 200 aar*. BRF.
- Nielsen, S. & Risager, O. (2001). Stock returns and bond yields in Denmark, 1922-1999. *Scandinavian Economic History Review*, 1, 63–82.
- Pedersen, N. B. (2010). *Investors retsstilling i tilfæld av realkreditinstituttets konkurs*. Master's thesis, Copenhagen Business School.
- Rasmussen, K. M., Madsen, C., & Poulsen, R. (2011). *Realkreditrådgivning: Et studie af danskernes valg af realkreditlån og konverteringspraksis*. Bolig Ökonomisk Videncenter.
- Realkreditrådet(1997) *Realkreditrådet i 25 år – jubilæumsskrift*. Realkreditrådet.
- Realkreditrådet (2012). *Den klassiske danske realkreditmodel*. Realkreditrådet.
- Porgeir Örlygsson (2002). *Veðréttur*. Bókaútgáfa Orators.