

## KREDITFORENINGSOBLIGATIONERS RENTE.

Af Rigmor Gran.

Naar der i den senere Tid har rejst sig en forholdsvis livlig Diskussion om Kreditforeningsobligationernes Rente, en Diskussion, hvori man fra den ene Side har søgt at dokumentere Ønskeligheden af at opnaa Ret til at udstede Obligationer med højere paalydende Rente end den hidtil approberede, in casu Obligationer med 5 pCt. Rente, medens man fra andre Sider har søgt at vise, at enten Laantagerne eller Samfundet eller begge Parter vilde være daarlig tjent med Overgang til 5 pCt. Obligationer, er det ikke noget nyt Problem, der hermed er bragt paa Bane.

Allerede da Kreditkassen i 1870'erne rejste Spørgsmaalet om Indførelse af 4<sup>1/2</sup> pCt. Obligationer ved Siden af de eksisterende 4 pCt. Obligationer diskuteredes Problemet, og Diskussionen fortsattes, da Kreditkassen i 1915 første Gang indgav Andragende om Approbation for 5 pCt. Obligationer.

Og den Gang som nu var det, man først og fremmest anførte som Grund til at ønske Kreditforeningsobligationer med højere Rente, at man vilde undgaa „Kurstabet“.

Man maa give Direktør Callø Ret, baade naar han i Nationaløkonomisk Tidsskrift 1925 skriver, at alt hvad der i den sidste Menneskealder er sagt og skrevet om dette Emne, beror mere paa en populær end en rationel Opfattelse af Begrebet Kurstab, og naar han tilføjer, at der tilkommer Kreditforeningsdirektør Gjessing Æren for det, han har bidraget til at føre de herhen hørende Spørgsmaal ind i mere rationelle Baner. Men det forhindrer ikke, at der stadig paa dette Omraade hersker megen Uklarhed, og naar man i den nyeste Tid fra forskellige Sider har rejst Krav om Ret til Udstedelse af Obligationer med højere paalydende Rente, er det stadig Kurstab, man angiver at ville undgaa.

Naar Renten for andre Udlaan forøges, maa nødvendigvis

Obligationskurserne synke, saaledes at den effektive Rente af Pengeanbringelse i Kreditforeningsobligationer stiger.

Nu kunde det i og for sig for en umiddelbar Betragtning synes rimeligt, at Obligationernes paalydende Rente stiger med den almindelige Rentefod, men dels bør man dog gøre sig klart, at Kreditforeningslaanene i deres Egenskab af lange Laan er særlige Betingelser underkastede, dels at Kreditforeningsobligationernes paalydende Rente kun i temmelig uegentlig Forstand har nogen Forbindelse med Rentefoden, idet den ikke i sig selv er noget Udtryk for den effektive Rente, en Laantager maa yde og en Laangiver modtager, men først i Forbindelse med Kursen faar nogen Betydning i denne Henseende.

Naar Kurserne er lave, indbringer et vist Laan hos Kreditforeningen Laantageren mindre end i mere kapitalrigelige Tider, og det „Kurstab“ d. v. s. Forskellen mellem Panteobligationernes Paalydende og Provenuet af Kasseobligationerne, som Laantager maa tage, er det, man vil søge at undgaa.

Nu kan det vistnok ikke nægtes, at naar der hos Laantagerne og for den Sags Skyld ogsaa hos Kreditforeningernes Ledelse har hersket en saa stærk Angst for Kurstabet, saa skyldes det først og fremmest meget populære Misforstaaelser af dette Begreb hos begge Parter. Man har ikke kunnet gøre sig klart, at det kun er naturligt, at Provenuet af 100 000 Kr. i 5 pCt. Kasseobligationer bliver større end 100 000 Kr. i  $4\frac{1}{2}$  eller 4, endsige  $3\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer, man har ikke kunnet frigøre sig for den Opfattelse, at det større Provenu af Obligationer med højere paalydende Rente er en Slags Ekstraprofit. Man har ment uden videre at kunne sige, at naar et Laan paa 100 000 Kr. i 5 pCt. Obligationer indbringer 92 500 Kr., men et Laan paa 100 000 Kr. i  $4\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer 85 250 Kr., er Tabet 7250 Kr. større paa det sidste end paa det første.

Men det lader sig ikke gøre saaledes at maale Kurstabet med Afstanden fra pari; de to nævnte Laan er i Virkeligheden Laan af forskellig Størrelse. Er Renten paa Kapitalmarkedet f. Eks.  $5\frac{1}{2}$  pCt., laaner Markedet ikke Penge til en Laantager til 5 pCt., til en anden til  $4\frac{1}{2}$  pCt., til en tredje til 4 pCt. o. s. v.; hvis Laantager I faar 92 500 Kr. mod aarlig at betale 5000 Kr. og Laantager II faar 82 250 Kr. mod at betale 4500 Kr., er Renten, der skal betales ikke 5 og  $4\frac{1}{2}$  pCt.,

men henholdsvis  $\frac{5000}{925} = 5,41$  pCt. og  $\frac{4500}{952,5} = 5,28$  pCt.,

forudsat at alt andet er lige, og at man kan se bort fra Udtrækningschancen.

Ved Bedømmelsen af Kurstabet maa man naturligvis tage Hensyn baade til Kurs og paalydende Rente.

Resultaterne af Beregning af Renten, foretaget paa den ovenfor anførte Maade for en Række Obligationer med forskellig paalydende Rente, vil fremgaa af følgende Oversigt. I Beregningen er udelukkende medtaget Obligationer af aabne Serier, og der er som ovenfor bortset fra Udtrækningschancen.

	Febr. 1926 pCt.	Marts 1925 pCt.	Marts 1924 pCt.	Jan. 1923 pCt.	Jan. 1922 pCt.
4 $\frac{1}{2}$ pCt. Kreditforen.obl. gnst.	5,37	5,66	6,60	4,87	5,34
4 - - - - -	5,00	5,28	5,36	4,58	5,04
3 $\frac{1}{2}$ - - - - -	5,00	5,16	4,63	4,20	4,67

Det vil ses, at Kursen paa alle de anførte Tidspunkter er højere for 4 pCt. Obligationer end for 3 $\frac{1}{2}$  pCt.s og atter højere for 4 $\frac{1}{2}$  pCt.s end for 4 pCt. Obligationer.

Det samme vil man iøvrigt iagttage ved at følge enkelte Papirer fra samme Kreditforening men med forskellig paalydende Rente; saaledes var Renten af Østifternes Kreditforenings 11. Serie Obligationer beregnet efter Principper svarende til de af Direktør Gj. fulgte:

*Østifternes Kreditforening.*

	Febr. 1926	Febr. 1925	Febr. 1924	Jan. 1923	Jan. 1922
11. Serie 4 $\frac{1}{2}$ pCt.....	5,36	5,72	5,43	4,81	5,18
11. - 4 - - - - -	5,13	5,46	5,36	4,62	5,08

og af

*Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere.*

	Febr. 1926	Febr. 1925	Febr. 1924	Jan. 1923
7. Serie 4 $\frac{1}{2}$ pCt.....	5,49	5,73	5,47	4,88
7. - 4 - - - - -	5,30	5,59	5,37	4,65
7. - 3 $\frac{1}{2}$ - - - - -	5,05	5,36	5,07	4,35

Det vil ses, at den saaledes beregnede Rente overalt er højest af de højforrentede Obligationer.

Omend man gennem disse Renteberegninger kan faa et vist Indtryk af Forrentningsforholdene for Obligationer med forskellig paalydende Rente, — og dette Indtryk gaar i Overens-

stemmelse med, hvad Direktør Gjessing har hævdet ud paa, at de lavtforrentede Obligationer er mest fordelagtige for Laantagerne — saa er dog de anførte Beregninger ikke tilstrækkelige, idet man maa indromme, at Udgifterne ved et Kreditforeningslaan ikke kan maales alene ved den Rente, man finder ved som ovenfor at sætte den nominelle Rente i Forhold til Kursen. Omkostningerne ved et Kreditforeningslaan kan ifølge Sagens Natur ikke bestemmes og maales alene ved Renten, ogsaa Begrebet Hovedstol maa tages i Betragtning. Ved Undersøgelsen af, hvorvidt Kreditforeningsobligationer udstedt til høj eller lav paalydende Rente er fordelagtigst, er det derfor ogsaa nødvendigt at undersøge Hovedstolens Betydning.

Naar Kursen for et 4 pCt. Laan i Østifternes Kreditforening 11. Serie er 78, medens Kursen for et  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laan i samme Serie er  $84\frac{1}{4}$ , er det vel rigtigt, at Renten er gunstigst for Laantager ved det 4 pCt. Laan, men til Gengæld skal 4 pCt. Laaneren amortisere et forholdsvis større Beløb udover, hvad Laanet har indbragt ham, end  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laaneren.

Undersøger man Forholdene for 2 Laan — et 4 og et  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laan, hvis Provenu er det samme f. Eks. med de ovenfor anførte Kurser, et 4 pCt. Laan paa 1000 og et  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laan paa 926, idet Provenuet for hvert af disse er 780 Kr., saa er Renten beregnet som i Oversigten af det 4 pCt. Laan vel kun 5,13, medens det andet maa give 5,34 pCt. Rente; men til Gengæld skal 4 pCt. Laanene amortisere 1000 Kr.,  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laanene kun 926 Kr. Spørgsmaalet er derfor, om de 74 Kr., som A skal betale mere end B, ikke netop opvejer Forskellen mellem Renteudgifterne, der for det 4 pCt. Laan andrager 40,00 Kr. aarlig, for det  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laan 41,67 Kr. aarlig.

En Undersøgelse af, hvad Amortisationen af dette „Mer-Kurstab“ betyder, kan man foretage ved af Obligationer med forskellig paalydende Rente at beregne den effektive Rente. Er Kursen, der opnaas ved Salg af Kasseobligationerne  $k$ , er Formlen, hvoraf den effektive Rente  $r$  beregnes,

$$k = \frac{a}{r_1} \left( 1 - \frac{1}{(1 - r_1)^n} \right),$$

hvor  $a$  er den aarlige Rente + Amortisationsbidrag og  $n$  Antallet af Aar, hvori dette Beløb erlægges.

For 4 pCt. Laanet af de to før omtalte Laan bliver den effektive Rente beregnet af

$$78 = \frac{4,42}{r_1} \left( 1 - \frac{1}{(1 - r_1)^{60}} \right)$$

$$r_1 = \left( 1 - \frac{1}{(1 - r_1)^{60}} \right) \times \frac{4,42}{78} r_1 = \text{ca. } 5,50$$

og for 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. Laanet paa tilsvarende Maade den effektive Rente

$$r_2 = \left( 1 - \frac{1}{(1 - r_2)^{60}} \right) \times \frac{4,84}{84,25} r_2 = \text{ca. } 5,65$$

For de paa Side 219 nederst omtalte Obligationer (Østifternes Kreditforening 11. Serie 4 og 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. Laan og Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere 7. Serie 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub>, 4 og 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. Laan) er den effektive Rente beregnet i nedenstaaende Oversigt:

*Østifternes Kreditforening.*

	Jan. 1922	Jan. 1923	Febr. 1924	Febr. 1925	Febr. 1926
	Eff.	Eff.	Eff.	Eff.	Eff.
	Kurs Rente	Kurs Rente	Kurs Rente	Kurs Rente	Kurs Rente
11. Serie, 4 pCt.	79,5 5,30	86,6 4,76	74,6 5,72	72,2 5,82	78,0 5,43
11. - 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -	86,9 5,32	93,5 4,92	81,4 5,75	78,7 5,96	83,9 5,54

*Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere.*

	Jan. 1922	Jan. 1923	Febr. 1924	Febr. 1925	Febr. 1926
	Eff.	Eff.	Eff.	Eff.	Eff.
	Kurs Rente	Kurs Rente	Kurs Rente	Kurs Rente	Kurs Rente
7. Serie 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> pCt.	— —	80,5 4,50	69,0 5,42	65,3 5,75	69,3 5,37
7. - 4 -	78,5 5,35	86,0 4,81	74,5 5,69	71,6 5,96	75,5 5,58
7. - 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> -	84,8 5,54	92,2 5,05	81,4 6,83	78,5 6,05	82,0 5,47

Paa tilsvarende Maade vil man kunne beregne den effektive Rente for alle de Side 219 omhandlede Obligationer.

For saa vidt Amortisationen for de forskelligt forrentede Obligationer, man sammenligner, foregaar i lige mange Aar eller meget nær lige mange Aar — og dette vil jo som oftest være Tilfældet — vil Undersøgelsen af, hvorvidt Obligationer med høj eller med lav paalydende Rente er fordelagtigst imidlertid kunne foretages adskilligt lettere derved, at man simpelt hen sammenligner de samlede aarlige Omkostninger for de forskellige Laan (Rente + Amortisationsbidrag). For de to

ovenfor omtalte Laan med samme Provenu andrager disse Omkostninger henholdsvis 44,20 Kr. og 44,81 Kr.

For de tidligere omtalte Obligationer findes en tilsvarende Oversigt nedenfor, idet den aarlige Ydelse (i pCt.) er sat i Forhold til Kursen, der opnaas ved Salg af Obligationerne. De derved fremkomne Tal angiver saaledes den aarlige Udgift for hver 100 Kr., Laantager har opnaaet som Provenu af de respektive Laan.

*Østifternes Kreditforening.*

	Aarl. Ydelse	Kurser				
		Jan. 1922	Jan. 1923	Febr. 1924	Febr. 1925	Febr. 1926
11. Serie 4 pCt. . . . .	4,42	79,5	86,6	74,6	73,2	78,0
11. - 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> - . . . . .	4,84	86,9	93,5	81,4	78,7	83,9

Aarlig Ydelse sat i Forhold til Kursen.

11. Serie 4 pCt. . . . .	5,56	5,10	5,92	6,04	5,67
11. - 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> - . . . . .	5,57	5,18	5,95	6,15	5,77

*Kreditforeningen for jyske Landejendomsbesiddere.*

7. Serie 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> pCt. . . . .	3,90	—	80,5	69,0	65,3	69,3
7. - 4 - . . . . .	4,40	78,5	86,0	74,5	71,6	75,5
7. - 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> - . . . . .	4,90	84,9	92,2	81,4	78,5	82,0

Aarlig Ydelse sat i Forhold til Kursen.

7. Serie 3 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> pCt. . . . .	—	4,84	5,65	5,97	5,63
7. - 4 - . . . . .	5,61	5,11	5,91	6,14	5,83
7. - 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> - . . . . .	5,78	5,31	6,02	6,24	5,98

Det vil af disse Tal fremgaa, at den aarlige Ydelse i Forhold til den opnaaelige Kurs i alle de her anførte Eksempler er større for 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. Obligationer end for 4 pCt. Obligationer og atter større for disse end for 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. Obligationer, og da Ydelsen skal svares i lige mange Aar for alle Laan, er Laanene dyrere jo højere den paalydende Rente er. At dømme efter dette kan det ikke være Forrentningsforholdene, der gør de højtforrentede Obligationer saa attraaværdige for Laantager; Fordelene maa søges i andre Forhold. Det er i denne Henseende ofte anført — og navnlig fra en enkelt Side i Kreditforeningskredse, at en af de væsentligste Grunde til Ønsket om højtforrentede Obligationer var den, at Laantager ved denne Art af Obligationer opnaar det største Laan i sin Ejendom, og det er utvivlsomt rigtigt, at den af Kreditforeningerne sædvanlig fulgte Praksis med Hensyn til Votering har virket i denne Retning. Kreditforeningerne har ikke tilstrækkelig tydeligt gjort

sig klart, hvor afgørende en Betydning den paalydende Rente har for Bedømmelsen af et Laans Størrelse.

En af dem, der er draget skarpest til Felts mod Kreditforeningernes Fejl paa dette Omraade, er Direktør Gjessing. At et Laan paa 100 000 Kr. i  $4\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer og et paa 100 000 Kr. i 4 pCt. Obligationer er Laan paa forskellig Størrelse, vil næppe nogen nægte; det første Laan vil indbringe mere til Laantager, og det kræver paa den anden Side større Byrder af ham. Direktør Gjessing vil gaa saa vidt som at hævde, at da Rentebyrden af I er 4500 mod 4000 for II, er I  $\frac{9}{8}$  Gange saa stort et Laan som II, hvoraf følger, at om en Kreditforening har fundet, at den vil kunne forsvare at yde et 4 pCt. Laan paa 100 000 Kr., maa den, om Laanet ønskes i  $4\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer, indskrænke Laanet til 88 889 Kr., medens den, hvis Laanet tages i  $3\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer, kan yde  $\frac{100\,000 \times 4}{3\frac{1}{2}} = 114\,286$  Kr.

I Modsætning til, hvad af Dir. Gjessing er angivet som den eneste rette Voteringsmaade, er Kreditforeningerne, maa man indrømme, sædvanlig gaaet frem paa en temmelig tilfældig Maade, som altid har ført til, at de højtrentede Laan er ydet til et betydeligt større Beløb, end det efter det anførte er rigtigt. Ved Omskrivning af et 4 pCt. Laan til  $4\frac{1}{2}$  pCt. har man saaledes oftest kun nedskrevet Laanet med 5 eller højst 6 pCt., (medens det efter Direktør Gjessings Mening burde nedskrives med  $11\frac{1}{9}$  pCt. eller saa meget, som det omvendte Forhold mellem den paalydende Rente angiver).

At den hidtil praktiserede Voteringsmaade er urimelig og har sat Laanegrænsen for  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laanene op er, som det vil fremgaa af det følgende, hævet over al Tvivl, og det er dog et Spørgsmaal, om det er tilraadeligt at gaa videre ad den Vej. At Laanegrænsen er højere for  $4\frac{1}{2}$  pCt. end for 4 pCt. Laan, vil man indse saavel ved at betragte Provenuet, der kan opnaas ved Salg af Kasseobligationerne ved de to Laan (et 4 pCt. Laan paa 100 000 Kr. og et  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laan paa 94 000 Kr.), som ved at sammenligne de med Laanene forbundne Forpligtelser. Opnaar man af 4 pCt. Laanet et Provenu paa 78 000 Kr., vil man af  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laanet opnaa 79 200 Kr. (med de i Eks. Side 220 anførte Kurser), og betaler man for et 4 pCt. Laan 4620 Kr. aarlig, maa Laantager for  $4\frac{1}{2}$  pCt. Laanet betale 4737,60 Kr.

Det sidste Laan medfører saaledes større Risiko for Kreditforeningen. Tænker man sig, at Kreditforeningerne ved en

Overgang til 5 pCt. Obligationer vilde fortsætte med en tilsvarende Praksis, vilde det betyde, at der i Stedet for et af de nævnte Laan vilde blive ydet et 5 pCt. Laan paa 94 pCt. af 94 000 Kr. = 88 360 Kr. Af dette Laan vilde formodentlig — stadig efter Regler svarende til de for 4—4 $\frac{1}{2}$  pCt. Laan gældende — fordres en aarlig Ydelse (Rente + Afdrag) paa 5,46 pCt., hvorved den aarlige Ydelse vilde blive 4 824,46 Kr. af dette Laan. Som det vil ses, vilde Kreditforeningernes Risiko hermed yderligere være forøget; med de større Byrder, der i Kraft af de større Laan paahviler Laantager, vil Sandsynligheden for, at han ikke kan klare disse, være øget, og de Ejendomme, Kreditforeningen eventuelt vilde komme til at overtage, er belastede med større Gæld og derfor forholdsvis mindre værdifulde end de tidligere overtagne Panter. Det vil ses, at en Udstedelse af 5 pCt. Obligationer meget let vil komme til at betyde en øget Gældsættelse af Landets fæste Ejendomme.

Der kunde saaledes snarere end til at skride til Udstedelse af Obligationer med højere paalydende Rente synes at være Grund til at arbejde for, at Kreditforeningerne i højere Grad vilde gennemføre en rationel Votering, saaledes at den reelle Laanegrænse var ens for Laan med høj og lav nominal Rente. At man ved Voteringen skulde gaa ud fra den nominelle Rente og nedskrive saa meget som det omvendte Forhold mellem de forskellige Laans paalydende Rente angiver, saaledes som af Direktør Gjessing hævded, kan ikke anses for ret, for saa vidt man ikke netop vil begunstige de lavtforrentede Laan. Det maa erindres, at da Provenuet af et 4 $\frac{1}{2}$  pCt. og et 4 pCt. Laan paa 100 000 Kr. ikke forholder sig til hinanden netop som den paalydende Rente, men er forholdsvis højst for 4 pCt. Laanet, kan man ikke paastaa, at Laanenes Størrelse forholder sig som 9:8, — snarere er Forholdet som 9:8,2 (i det ovenfor omtalte Tilfælde som 84,25:78), og et lignende Forhold vil man finde for Obligationerne i Østifternes Kreditforening og Kreditforeningen af jyske Landejendomsbesiddere. Nedskrivningsprocenten ved Omskrivning af 4 pCt. Laan til 4 $\frac{1}{2}$  pCt. Laan maa saaledes sættes til 8 à 9. Ved Overgang til 5 pCt. Laan maatte Laanene yderligere nedskrives med 9 pCt., — forudsat at Forholdet mellem Kursen paa 5 pCt. og 4 $\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer vil være det samme som mellem 4 $\frac{1}{2}$  og 4 pCt. Obligationer; 5 pCt. Laanene skulde saaledes ydes til  $\frac{91}{100}$  af 4 $\frac{1}{2}$  pCt. Laanene d. v. s. ca. 83 pCt. af 4 pCt. Laanene.



Rimeligvis vilde Ønskerne om Obligationer med høj nominal Rente allerede ved Indførelsen af en mere rationel Votering svækkes.

Naar det videre hævdes, at en Grund til, at Laantagerne ser deres Fordel i at tage Laanene i højtforrentede Obligationer, er den, at man — med samme faktiske Laanebeløb — opnaar at faa et mindre Laan tinglæst paa Ejendommen og som Følge deraf opnaar bedre 2. Prioriteter f. Eks. i Hypotekforeninger, saa er dette i Virkeligheden det samme, som foran blev omtalt, der her gør sig gældende. Ogsaa i denne Henseende er Sagen den, at de højtforrentede Obligationer sætter Laanegrænsen op; og snarere end at gaa til Udstedelse af højere forrentede Obligationer burde man arbejde for at formaa Hypotekforeninger og Sparekasser til — i Lighed med hvad der ovenfor er sagt om Kreditforeningerne — at votere retfærdigt, saaledes at man ved Bedømmelsen af 1. Prioritetens Størrelse tager Hensyn til saavel Hovedstol som til Rentefod, og snarere end at tilstaa en Laantager med 94 000 Kr. i 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. Obligationer i 1. Prioritet større 2. Prioriteter end en 4 pCt. Laantager med 100 000 Kr., yde ham mindre.

Hvor stor en Rolle de hidtil omtalte Forhold end kan antages at have spillet i Retning af at drage Laantagerne til de højtforrentede Obligationer, saa vilde dog formentlig en bedre Klaring af Spørgsmaalet for Kreditforeningernes Ledelse og for Laantagerne føre til, dels at Laanenes Størrelse blev reguleret paa en rimelig Maade, dels at Angsten for Kurstabet vilde svinde, saaledes at nøgterne Beregninger blev det afgørende Moment ved Valget af Laaneform fremfor den umiddelbare Uvilje mod Kurstab. Der vilde saaledes ikke af de hidtil omtalte Forhold kunde udledes nogen Grund til Indførelse af 5 pCt. Obligationer. Ved Reguleringen af Laanenes Størrelse vilde ogsaa visse smaa Uretfærdigheder, som nu klæber ved de lavtforrentede Obligationer blive forbedret, nemlig det Forhold, at Indskud og Reservefondsbidrag beregnes af det nominelle Kaan (Hovedstolen) i Stedet for af det reelle (Provenuet) d. v. s. ca. 8 pCt. lavere for et 4 pCt. Laan paa 1000 Kr. end for et 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub> pCt. paa 1000 Kr.

Et ganske andet Moment i Betragtningerne angaaende Fordelene ved de højtforrentede Obligationer, et Moment, som man ikke saa let kommer uden om, er Konverteringsspørgsmaalet.

At dette spiller en Rolle i nogle af Kreditforeningernes Politik, fremgaar bl. a. meget tydeligt af Landkreditkassens

Festskrift 1916, hvori det udtrykkeligt fremhæves som en Grund til at ønske højtforrentede Obligationer, at man samtidig med at undgaa Kurstabet i Øjeblikket, har Mulighed for en Rentenedsættelse, for saa vidt den almindelige Rentefod i Landet bliver lavere. Det maa erkendes, at for saa vidt man finder en Konvertering berettiget, formaalstjenlig og har Udsigt til at kunne føre den igennem, saa er Vejen den at udstede højtforrentede Obligationer.

Med Hensyn til Spørgsmaalet om en Konverterings Berettigelse skal her — omend det muligvis ikke er Stedet at anstille Betragtninger angaaende den moralske Forsvarlighed af at konvertere, gøres nogle faa Bemærkninger. Betragter man et Laan  $a$  som en Indtægtskilde, der giver Ret til en Indtægt lig den til enhver Tid opnaaelige Rente af  $a$ , saa kan der i og for sig være noget rimeligt i at mene, at Laantager saavel som andre Købere skal kunne „købe“ til de til enhver Tid gældende Priser; har han altsaa i 1926 „købt“ et Laan mod for hver 100 Kr. at betale en Pris af 6 (Kurs 83,3 af 5 pCt. Obl.) og i en Række Aar betalt denne Pris, men Prisen for lignende Laan nu er faldet til  $4\frac{1}{2}$  Kr. pr. 100, saa kan det i og for sig synes rimeligt at nedsætte Betalingen for 1926 hertil. Men paa den anden Side kan det ikke nægtes, at for en hvilken som helst anden Vare, som man køber i en dyr Tid, med Kontrakt om afdragsvis Betaling, maa man erlægge Betalingen fuldt ud med den aftalte høje Pris, selv om Priserne imidlertid falder. Et Kreditforeningslaan er i en vis Forstand som en saadan Vare, hvor Kontrakten lyder paa en vis aarlig Ydelse, og omend en Konvertering er fuldt ud juridisk forsvarlig, saa vil den dog altid med en vis Ret blive betragtet af Obligationsejerne som et Brud paa Forudsætningerne, idet et Kreditforeningslaan kun er opsigeligt fra Kreditors Side og der aldrig bliver Tale om Forhøjelse af Renten, hvis Rentefoden i Landet stiger.

Som et mere økonomisk Synspunkt kan det ogsaa gøres gældende, at Laantagernes Anvendelse af Laanet muligvis ikke berettiger til Nedsættelse af Renten. Tænker man sig nemlig, at Laantager havde det Beløb  $a$ , som Laanets Hovedstol udgør, disponibelt til Udlaan, saa er det jo muligt, at  $a$  som Indtægtskilde afkaster en mindre Indtægt, end da Kreditforeningslaanet blev stiftet, men derfor er det ikke givet, at den Anbringelse, Laanet fik, skaffer Laantager mindre Udbytte end før. Er Laanet anbragt i en Landejendom, er det ikke givet, at Landbrugsprodukter og Landejendomme er faldet i Pris,

fordi Rentefoden i Landet er faldet, ligesaa lidt som Huslejen — hvis Laanet er anbragt i en Beboelsesejendom — behøver at falde med Rentefoden.

Hvad Formaalstjenligheden af en Konvertering angaar, er der næppe Tvivl om, at Udsigten til en saadan ikke kan undgaa at trykke Kurserne paa de højtforrentede Obligationer. Man kan nemlig, som det fremgaar af det foregaaende, ikke saaledes, som det ofte er gjort i Diskussioner om Obligationernes Rente, bortforklare Forskellen i den effektive Rente ved at sige, at den skyldes Udsigten til Udtrækningsgevinst — nemlig naar man ser paa Forskellen fra Laangivers (Obligationsejers Synspunkt) eller set fra et Laantagersynspunkt — med det Beløb, der skal amortiseres ud over Provenuet af Laanet.

Har man først beregnet den effektive Rente, er jo nemlig den forskellige Udtrækningschance elimineret; „den effektive Rente“ betyder netop Resten af det Beløb, man faktisk har faaet (som Laantager) eller betalt (som Obligationenkøber), efter at alle Udtrækningens Virkninger er elimineret.

Forskellen i den effektive Rente maa derfor skyldes andre Forhold, og blandt disse er utvivlsomt Frygten for Konvertering det væsentligste. At man ogsaa i Kreditforeningskredse har været klar over dette, tyder den Omstændighed paa, at Kreditkassen ved Udstedelsen af 5 pCt. Obligationer udtrykkelig har fastsat, at Konvertering skal være udelukket i de første 10 Aar. Om det vil være formaalstjenligt at udstede 5 pCt. Obligationer med den udtrykkelige Hensigt ved Lejlighed at søge disse konverteret, skal nedenfor gøres til Genstand for nogle Betragtninger. Er Formaalet ikke en fremtidig Konvertering, er det formentlig indlysende, at det i hvert Fald ikke vil være formaalstjenligt at udstede Obligationer til højere paalydende Rente end den nu almindelige  $4\frac{1}{2}$  pCt., saalænge Rentefoden i Landet ikke ligger væsentlig højere end nu, hvor Diskontoen er  $5\frac{1}{2}$  pCt.

Hvorvidt Rentefoden vil stige eller falde i den kommende Tid, kan ikke siges; — de fleste vil vel anse det for sandsynligst, at den i hvert Fald ikke kommer til at ligge væsentligt højere end i Øjeblikket.

Er dette rigtigt, kan det kun være uheldigt at have Obligationer med højere paalydende Rente; jo nærmere Rentefoden og Obligationernes paalydende Rente er ved hinanden, des nærmere Pari bør Kursen paa Obligationerne normalt være; og desto mere vil Udtrækningschancen eller Manglen paa Udtræk-

ningsgevinst foruden Konverteringsfrygten trykke Kurserne, saaledes som det er udtrykt ved den forholdevis højere effektive Rente af Obligationer, jo nærmere de staar pari.

I det følgende skal lidt nærmere undersøges, hvor meget Nedgangen i Kurserne betyder sammenlignet med Gevinsten ved Konvertering; det er jo nemlig muligt, at den er saa stor, at selv en gunstig gennemført Konvertering ikke vil opveje den.

Efter de i Dr. Jens Pedersens Bog om „Et Livsforsikringssselskabs Økonomi“ anførte Beregninger, er den gennemsnitlige effektive Rente i et vist Tidsrum for en Række 4 pCt. Obligationer 4,42 svarende til en Gennemsnitskurs paa 92,54, samtidig er den gennemsnitlige effektive Rente for 4<sup>1/2</sup> pCt. Obligationer 4,57, d. v. s. for at den effektive Rente skulde være ens for 4 og 4<sup>1/2</sup> pCt. Obligationer, skulde disse sidste staa i en Kurs af 101,9, medens den faktiske Kurs var 98,5, saaledes at Kursen, formentlig navnlig som Følge af Konverteringsmuligheden er trykket ca. 3<sup>1/2</sup> pCt.

Da nu Konvertering fra 4<sup>1/2</sup> pCt. til 4 pCt. betyder Rentenedsættelse paa 0,50 Kr. for hver 100 Kr., Laanet lyder paa, vil en Konvertering, hvis denne kan ske til Pari, altsaa kun være formaalstjenlig, for saa vidt Kapitalværdien af 0,50 Kr. i de resterende Aar er større end 3,50 Kr. — med Renter og Rentes Renter i de f. Eks. 60 Aar, Laanet varer.

D. v. s.

$$\frac{0,50}{r} \left( (1+r)^x - 1 \right) \geq 3,50 \times (1+r)^{60}$$

Regner vi med, at Konvertering finder Sted 20 Aar efter Laanets Optagelse, saaledes at x altsaa er 60 — 20 = 40, faar vi, naar vi regner med en Rentefod paa 4<sup>1/2</sup> pCt.

$$\frac{0,50}{0,45} (1,045^{40} - 1) \geq 3,50 \times 1,045^{60}, \text{ hvoraf } 52,96 \geq 49,09.$$

Heraf vil det ses, at Konverteringen vil betale sig, men sker Konverteringen først efter 25 Aars Forløb, saaledes at x = 35, vil det ses, at Regnestykket bliver som følger:

$$\frac{0,50}{0,45} (1,045^{35} - 1) < 3,50 \times 1,045^{60}$$

$$40,3 < 49,09.$$

Det vil heraf fremgaa, at Konverteringen i dette Tilfælde ikke vil betale sig. Endnu mindre vil en Konvertering være formaalstjenlig, saafremt det for at faa den til at gaa igennem er nødvendigt at give Obligationsejerne en Konverteringspræmie.

Maa man saaledes regne med en Konverteringspræmie paa 5, bliver Resultatet for en Konvertering efter 10 Aars Forløb

$$\frac{0,50}{0,45} (1,045^{50} - 1) - 5 \times 1,045^{50} \begin{matrix} < \\ > \end{matrix} 49,09$$

$$47,80 < 49,09$$

saaledes at det allerede efter 10 Aars Forløb vilde være en daarlig Forretning at konvertere, naar man skulde give en Konverteringspræmie paa 5. Det vil af de anførte Eksempler ses, at en Konvertering saa langt fra i alle Tilfælde vil være formaalstjenlig, navnlig maa den foretages ikke for mange Aar efter Laanets Optagelse. Naar Forholdet stiller sig saa ugunstigt med  $4\frac{1}{2}$  pCt. Obligationer, vil det indses, at Fordelen bliver endnu mere problematisk, naar Konverteringen gælder 5 pCt. Obligationer til  $4\frac{1}{2}$  pCt., idet de 0,50 pCt., man sparer ved Rentenedsættelsen betyder relativt mindre i Forhold til 5 end i Forhold til  $4\frac{1}{2}$  pCt.

Det ovenfor anførte har nærmere tjent til at vise, at det i hvert Fald sjælden vil være i Laantagernes Interesse at faa Obligationer med højere paalydende Rente. Det er undertiden hævdet, at det ogsaa af videre Samfundshensyn vilde være ønskeligt at undgaa Udstedelse af 5 pCt. Obligationer; man har nemlig ment, at Tilstedeværelsen af saadanne vilde kunne bidrage til at holde Rentefoden i Landet oppe i Tider med faldende Rentefod, idet Obligationerne, der jo kan udtrækkes til pari, vanskeligt vil naa op i Kurs over 100, og 5 pCt. Obligationers effektive Rente vil derfor ikke falde meget under 5 pCt.; som Følge deraf skulde heller ikke Renten for andre Pengeanbringelser kunne gaa væsentlig under 5 pCt.

Det er imidlertid klart, at 5 pCt. Obligationerne ikke kan have nogen væsentlig Virkning i denne Henseende; Rentefoden bestemmes jo nemlig ikke af den forholdsvis begrænsede Mængde Kreditforeningsobligationer, der findes paa Markedet, og i hvilke kun en meget begrænset Del af Kapitalen kan finde Anbringelse, men alene af Forholdet mellem Udbud og Efterspørgsel af Kapital.

Under en saadan Pengerigelighed som den ovenfor om-

talte vil der vel snarere ske det, at de allerede udstedte 5 pCt. Obligationer kun i meget begrænset Omfang vilde komme paa Markedet, og da rimeligvis til en Kurs, der naar lidt op over Pari (idet man lige saa vel som man ved Udsigten til Udtrækningsgevinst lader sig nøje med mindre end normal Rente, saa ogsaa er villig til at tage Faren for Udtrækning mod at faa en Rente, der er noget over det normale).

Og Udstedelse af nye Obligationer til 5 pCt. i saa kapitalrigelige Tider, hvor  $4\frac{1}{2}$  pCt. Obligationerne vil staa nær Pari, vil dog fornuftigvis næppe kunde tænkes. Om nogen væsentlig Fare for at faa Samfundets almindelige Rentefod holdt oppe kan der saaledes ikke blive Tale.

Det er formentlig gennem ovenstaaende Sider vist, at Indførelse af 5 pCt. Obligationer for Tiden i ingen Henseender vil betyde nogen Fordel, i adskillige derimod en Ulempe, og at det i al Almindelighed vil være fordelagtigst for Laantagerne, at der er et Spillerum mellem Obligationernes paalydende Rente og Rentefoden i Landet.