NYT LYS OVER DET DANSKE KAPITALMARKED

OLE ZACCHI og ANDREAS WILDT

I. GENERELT OM KAPITALMARKEDSFORHOLD

1. Indledning

I de sidste måneder er der fremkommet materiale, og i de nærmeste måneder vil der fremkomme yderligere materiale, der kaster lys over hidtil helt eller delvist ubelyste dele af det danske kapitalmarked. I denne artikel vil pantebrevsmarkedet – d. v. s. den del af kapitalmarkedet, hvor der handles med private pentebreve – blive behandlet. I to senere artikler vil dels finansieringsselskaberne, dels det mellem banker og sparekasser etablerede pengemarked blive nærmere belyst.

2. Kapitalmarkedsstudier

I kapitalmarkedsstudier interesserer man sig for, hvorledes de finansielle transaktioner finder sted, først og fremmest om transaktionerne sker gennem en *finansiel formidler,* f. eks. en bank eller sparekasse, et realkreditinstitut eller en vekselerer, eller om transaktionerne sker direkte mellem debitor og kreditor. Endvidere interesserer man sig for med hvilke typer af *finansielle objekter* de finansielle transaktioner finder sted. Som eksempler herpå kan nævnes sedler, indskud og udlån i banksystemet, veksler, pantebreve og obligationer, aktier m. v. I talrige kapitalmarkedsstudier foretages der en opdeling af, hvad der i nærværende artikel dækkes med udtrykket kapitalmarkedet, i penge-, kredit- og kapitalmarkedet, som oftest på grundlag af løbetiderne for de finansielle mellemværender der, som følge af transaktioner med de forskellige finansielle fordringer, etableres. I forbindelse med studiet af de finansielle fordringer knytter der sig en særlig interesse for disses *vilkår,* d. v. s. nominel rentefod, afdragsform og restløbetid, der, sammen med kursværdien på den pågældende finansielle fordring, bestemmer den effektive rente, som er et mål for det faktiske afkast for kreditor og den faktiske omkostning for debitor. Endelig interesserer man sig i kapitalmarkedsstudier for imellem hvilke *sektorer* i samfundet de finansielle transaktioner finder sted.

En hensigtsmæssig opdeling kan f. eks. foretages mellem husholdningerne, virksomhederne, de finansielle institutioner – de før nævnte finansielle formidlere – det offentlige og udlandet. Hovedtendensen i Danmark har gennem adskillige år været, at det finansielle opsparingsoverskud i husholdningerne – skabt af en løbende indkomst, der overstiger det løbende forbrug – via de finansielle formidlere kanaliseres til virksomhederne, der som følge af, at de løbende investeringer overstiger den løbende opsparing, må have dækket deres finansielle underskud.

Mellem omfanget af de finansielle transaktioner i en periode og statusopgørelser ved periodens begyndelse og slutning er der naturligvis en snæver sammenhæng, når der tages hensyn til *vurderingerne* af beholdningerne af de finansielle fordringer på opgørelsestidspunkterne.

Analogt med de finansielle transaktioner interesserer man sig i statusopgørelserne for at fordele de finansielle mellemværender i form af beholdninger af forskellige typer af finansielle fordringer på sektorer.

Helt generelt kan man sige, at målet er at kunne give en fuldstændig beskrivelse af omfanget af de finansielle transaktioner i en periode på grundlag af de finansielle objekter, hvormed disse transaktioner er foregået og fordelt på de sektorer imellem hvilke transaktionerne er sket, og på tilsvarende måde på et tidspunkt at kunne opgøre de samlede finansielle mellemværender mellem de enkelte sektorer på grundlag af de finansielle objekter, hvormed disse mellemværender er etableret. Som supplement hertil kommer så særlige oplysninger om strukturen, herunder den institutionelle opbygning af den finansielle sektor sam rentestrukturen.

3. *Det danske kapitalmarked*

Inden gennemgangen af de i indledningen nævnte dele af det danske kapitalmarked kan det være nyttigt af hensyn til sammenhængen at forsøge at etablere et mere samlet overblik over dette marked. Et sådant overblik opstillet efter de ovenfor anførte retningslinier for kapitalmarkedsstudier støder imidlertid på den hindring, at den eksisterende finansielle statistik er behæftet med en række alvorlige mangler, hvoraf nogle af de vigtigste skal nævnes her. For det første findes der praktisk taget ingen transaktionsstatistik, hvilket vil sige, at næsten al tilgængelig statistik er bygget på opgørelser af de finansielle mellemværender på et givet tidspunkt. Dette betyder, at etableringen af samlede oversigter over det danske kapitalmarked kun kan ske i form af statusopgørelser, ligesom bevægelserne i en periode kun kan opgøres som nettoændringer mellem statusopgørelserne ved periodens begyndelse og slutning. For det andet findes størstedelen af de direkte finansielle mellemværender mellem kreditorer og debitorer, der tilhører husholdnings- og virksomhedssektorerne ikke belyst. Heraf følger, at hovedparten af de tilgængelige oplysninger om det danske kapitalmar-

ked vedrører den formidling, der er sket via institutionerne i den finansielle sektor. I tilslutning hertil skal som det tredie nævnes, at der som oftest savnes oplysning om, fra hvilke sektorer og til hvilke sektorer, denne formidling er sket.

I tabel 1 er der på grundlag af det eksisterende statistiske materiale givet en oversigt over den samlede kapitalformidling ult. årene 1968, 1969 og 1970 og den hertil svarende nettoformidling i de pågældende år *fra* den finansielle sektor, staten og udlandet *til* resten af det danske samfund, d. v. s. husholdningerne og virksomhederne. Da Nationalbanken ikke låner direkte til virksomhederne og husholdningerne, er denne institution ikke medtaget i oversigten. I det omfang det har været muligt, er formidlingen til virksomhederne udspecificeret, dels for at få en sektoropdeling af kapitalformidlingen, dels for at få udskilt den i den løbende debat så stærkt omdiskuterede kapitaltilførsel til erhvervslivet. En fordeling af den formidlede kapital på de sektorer, hvorfra denne stammer er ikke mulig, jfr. ovenfor om den danske finansielle statistiks mangler. For den enkelte finansielle institution samt for det offentlige og udlandet er endvidere vist de vigtigste finansielle fordringer, hvormed kapitalformidlingen sker. Kilder til tabel 1 er gengivet bagest i artiklen og vedr. statustidspunkter for de enkelte finansielle institutioner henvises hertil. Til oplysningerne i tabel 1 skal knyttes følgende kommentarer:

Bankerne: Tallene er baseret på indberetninger fra bankerne til Nationalbanken hvert år pr. 30. april.

Sparekasserne: Der foreligger ikke oplysninger om sparekassernes udlån fordelt på erhverv således som det er tilfældet for bankerne. Det er derfor ikke muligt præcist at opgøre, hvor stor en del af sparekassernes udlån, der går til erhvervslivet. Udover de i oversigten viste erhvervsbetonede konti fra sparekassernes balance må det antages, at en større eller mindre del af de beløb, der optræder på sparekassernes øvrige udlånskonti, dækker over kapital- og kreditformidling til erhvervslivet, herunder især til landbruget og de mindre, selvstændige erhvervsdrivende i byerhvervene. Det må dog antages, at sparekasserne udlån til erhvervslivet udgør en mindre del af de samlede sparekasseudlån end den tilsvarende andel for bankerne.

Andelskasserne: Udlånene går helt overvejende til landmænd, jfr. i øvrigt kommentaren til sparekasserne.

Postgiro: Udlånene går overvejende til telefonselskaber.

Kredit- og hypotekforeninger samt reallånefonde: Statustallene er opgjort

TABEL 1

Udviklingen i kapitalformidlingen på det danske kapitalmarked fordelt på de finansielle institutioner incl. staten og udlandet samt de objekter hvormed denne formidling har fundet sted i årene 1968 til 1970. Mill. kr.

lb. nr.	Finansielle instutioner:	Samlet kapitalformidling ultimo året: 1968	1969	1970	Netto kapitalformidling i løbet af året: 1968	1969	1970	Finansielle objekter:	lb. nr.
		mill. kr.							
1.	*Banker*	23.408	26.007	29.501	1.419	2.599	3.494	Direkte udlån, veksler og pantebreve	1.
	heraf til:								
	Landbrug m. v.	1.905	1.982	1.972	÷19	77	÷7		
	Håndværk og industri	6.044	6.583	7.154	249	539	571		
	Engros- og detailhandel	5.270	5.713	6.140	120	443	427		
	Transport	194	180	209	÷131	÷14	29		
	Andre erhverv	2.222	2.550	2.964	298	308	434		
	Byggelån	4.398	5.083	6.472	743	685	1.389		
2.	*Sparekasser*	11.865	12.695	14.107	882	830	1.412	Direkte udlån og pantebreve	2.
	heraf:								
	udlån i landbrugsejendomme	1.590	1.550	1.509	÷18	÷40	÷41		
	udlån til andelsselskaber og lign.	486	463	465	17	÷23	2		
	udlån i kassekredit	2.032	2.220	2.932	398	188	712		
3.	*Andelskasser*	187	214	255	17	27	41	Direkte udlån og veksler	3.
	heraf i kassekredit + veksler	123	143	172	13	20	29		
4.	*Postgiro*	153	181	175	55	28	÷6	Direkte udlån	4.
5.	*Kredit- og hypotekforeninger samt reallånefonde*	52.350	63.134	72.607	9.176	11.735	10.765	Direkte udlån (kontantlån) og obligationer	5.
	heraf til:								
	Landbrugsejendomme	11.500*	13.800*	16.000*	1.029	837	769		
	Industriejendomme				680	654	867		
	Andre erhvervsejendomme				587	808	739		
6.	*Erhvervsfinansieringsinstitutter*	3.323	4.021	4.780	618	698	759	Direkte udlån og obligationer	6.
	heraf:								
	Dansk Landbrugs Realkreditfond	1.058	1.162	1.336	125	104	174		

	Finansieringsinstituttet for industri og håndværk A/S ..	378	400	445	56	22	45		
	Danmarks Skibskreditfond	1.700	2.245	2.750	391	545	505		
	Kongeriget Danmarks Fiskeribank	187	214	249	46	27	35		
7.	*Fondsbørsvekselerere*	..	..	..	..	..	..	Direkte udlån, veksler og pantebreve.	7.
8.	*Aktieemissioner*	12.543	13.493	15.200*	520	809	1.000*	Aktier	8.
9.	*Investerings- og finansierings-selskaber*	1.416	1.527	1.745*	106	111	218*	Direkte udlån, veksler, andre gældsbeviser (f. eks. med sikkerhed i købekontrakter og fakturaer)	9.
	heraf:								
	Investeringsselskaber	256	393	493*	÷12	137	100*		
	Finansieringsselskaber	1.160	1.134	1.252*	118	÷26	118*		
10.	*Forsikringsselskaber*	1.196	1.313	1.500*	194	117	187*	Direkte udlån, herunder policelån, og pantebreve	10.
	heraf fra:								
	Livsforsikringsselskaber	908	1.015	1.200*	144	107	185*		
	Skadesforsikringsselskaber	288	298	300*	50	10	2*		
11.	*Pensionskasser*	776	847	950*	102	71	103*	Direkte udlån og pantebreve	11.
	heraf tilgodehavende i virksomheden	682	750	850*	98	68	100*		
12.	*ATP*	–	–	–	–	–	–	Se teksten	12.
13.	*Staten*	8.854	9.474	10.001	372	620	527	Direkte udlån og obligationer	13.
	heraf til:								
	Landbrug m. v.	1.084	1.291	1.389	67	207	98		
	Håndværk og industri	150	169	197	33	19	28		
	Andre erhverv	1.062	1.129	1.156	21	67	27		
14.	*Udlandet*	9.097	10.544	13.524*	578	1.447	2.980*	Direkte udlån (handelskreditter), obligationer og aktier	14.
	heraf:								
	Private virksomheder m. v. ...	7.934	9.410	12.260*	551	1.476	2.850*		
	Elværker og telefonselskaber ..	1.163	1.134	1.264*	27	÷29	130*		
15.	*Tilsammen* (1–14)	125.168	143.450	164.345	14.029	19.092	21.480		15.

Anm. Vedr. opgørelsesmetoder m. v. henvises til teksten.

* Foreløbige eller anslåede tal.

Kilder: Se side 198.

som den pålydende værdi af den cirkulerende obligationsmasse. Formidlingen i årets løb omfatter årets nyudlån og viser således bruttoformidlingen, mens tallene for de øvrige finansielle institutioner, staten og udlandet som ovenfor nævnt, er opgjort som nettoformidlingen. Der foreligger kun oplysninger om hvor stor en andel af nyudlånene, der går til finansiering af erhvervsbyggeri. Den gennemsnitlige andel af nyudlånene udgjorde for femåret 1966–70 ca. 22 pct. Svarende hertil er statusbeløbene ved udgangen af de enkelte år fordelt med 78 pct. til boligbyggeri m. v. og 22 pct. til erhvervsbyggeri.

Erhvervsfinansieringsinstitutter: Udlånene fra Skibskreditfonden og Fiskeribanken sker overvejende til rentesatser subsidieret af staten.

Fondsbørsvekselerere: Der foreligger ingen oplysninger til belysning af fondsbørsvekselerernes direkte udlån.

Investerings- og finansieringsselskaber: Beløbene omfatter kun investerings- og finansieringsselskaber organiseret som aktieselskaber og svarer til statusposten »andre finansielle aktiver«. I øvrigt henvises til den følgende artikel om finansieringsselskabernes rolle på det danske kapitalmarked.

Aktieemissioner: Statustallene angiver den samlede registrerede aktiekapital på statustidspunktet, mens tallene for kreditudvidelsen omfatter tilvæksten i aktiekapitalen reduceret med udstedelsen af fonds- og friaktier.

Forsikringsselskaber: Tallene omfatter samtlige livsforsikringsselskabers – incl. Statsanstalten for Livsforsikring – og skadesforsikringsselskabers udlån mod pant i fast ejendom, med sikkerhed i selskabets egne forsikringer (policelån), mod andet pant eller kaution samt andre udlån. Der foreligger ingen oplysninger til belysning af, hvor stor en del af forsikringsselskabernes udlån, der går til erhvervslivet.

Pensionskasser: Tallene omfatter de under Forsikringsrådets tilsyn stående pensionskasser. Foruden pensionskassernes tilgodehavende i virksomhederne omfatter tallene pensionskassernes udlån mod pant i fast ejendom og mod anden sikkerhed. For de sidstnævnte udlånsformer vides ikke, hvor stor en del, der går til erhvervslivet.

ATP: ATP's udlån foregår gennem banker og sparekasser og er derfor omfattet af tallene under disse institutioner.

Staten: Udlån til andre erhverv omfatter i altovervejende grad udlån til

koncessionerede selskaber, herunder genudlån til el-værker af udenlandske statslån. Ud over de i oversigten viste udlån fra staten tilføres der via afregningsfristerne for told- og forbrugsafgifter samt fra januar 1970 indeholdt kildeskat erhvervslivet en vis kreditgivning, som skønsmæssigt kan anslås til ca. 3.000 mill. kr.

Udlandet: Tallene for den udenlandske låntagning er opgjort netto, d. v. s. reduceret med den udenlandske långivning og omfatter ikke Nationalbankens, bankernes, staten og kommunernes mellemværender med udlandet.

Som det fremgår af tabel 1 er den samlede kapitalformidling ultimo året vokset fra 125 mldr. kr. i 1968 til 164 mldr. kr. i 1970. Tilsvarende er nettoformidlingen i årets løb vokset fra 14 mldr. kr. i 1968 til godt 21 mldr. kr. i 1970. Den del af den samlede kapitalformidling, der med rimelig sikkerhed kan udspecificeres som værende gået til virksomhederne, udgjorde ved udgangen af 1968 66 mldr. kr., mens de tilsvarende tal ved udgangen af 1969 og 1970 er vokset til henholdsvis 73 og 84 mldr. kr. Den tilsvarende kapitalformidling til virksomhederne i årets løb udgjorde for 1968, 1969 og 1970 6,0 mldr. kr., 7,9 mldr. kr. og 11,3 mldr. kr.

II. PANTEBREVSMARKEDET

1. Indledning

Ved pantebrevsmarkedet forstås den del af kapitalmarkedet, hvor der handles med private pantebreve, d. v. s. omsætningsgældsbreve med tinglyst sikkerhed i fast ejendom. Da en af dette markeds vigtigste funktioner består i at finansiere omsætningen af fast ejendom i form af sælgerpantebreve, er der en snæver relation mellem dette marked og hovedfinansieringskilderne for fast ejendom, nemlig obligationsmarkedet d. v. s. realkreditinstitutternes udlån, og sparekassernes udlån mod pant i fast ejendom. På den anden side udstedes der også private pantebreve uden at dette sker i forbindelse med ejendomssalg – de såkaldte lånepantebreve, hvorfor der også må antages at være en vis sammenhæng mellem forholdene på pantebrevsmarkedet og forholdene hos de øvrige låneformidlere på kapitalmarkedet, f. eks. banker, sparekasser, vekselerere, investerings- og finansieringsselskaber og andre private långivere. Der er næppe tvivl om, at der mellem pantebrevsmarkedet og de her nævnte finansielle institutioner direkte er tale om en vis konkurrence om låneefterspørgerne. I denne forbindelse bør det nævnes, at mens banker og sparekasser samt realkreditinstitutterne er underkastet en lang række kvantitative og kvalitative restriktioner (renteaftaler, deponeringsaftaler, aftaler om udlånsloft, lovgivning om lånegrænser og -løbetider m. v., likviditets- og soliditetskvoter o. s. v.) er

dette ikke tilfældet for pantebrevsmarkedet. I perioder, hvor disse restriktioner ændres, f. eks. – som i de sidste år – strammes (udlånsloftet for banker og sparekasser fra udgangen af februar 1970 og realkreditreformen fra 1. juli 1970), spiller dette naturligvis en afgørende rolle for udviklingen i konkurrenceforholdet mellem pantebrevsmarkedet og den øvrige del af kapitalmarkedet. Denne frihed for restriktioner kombineret med den løse – eller nærmest manglende – institutionelle struktur på dette marked, er baggrunden for, at pantebrevsmarkedet henregnes til den uorganiserede del af det danske kapitalmarked – også lidt upræcist kaldet det »grå« kapitalmarked.

Gennemgangen i det følgende af pantebrevsmarkedet sker på grundlag af en delbetænkning herom afgivet af et af økonomiministeren nedsat ekspertudvalg[1]). Først vil der blive redegjort for markedets omfang (afsnit 2), herefter vil blive belyst hvilke grupper (sektorer) i samfundet, der udsteder sådanne pantebreve, og hvilke grupper, der investerer heri (afsnit 3), samt hvem der optræder som mellemmænd (formidlere) på dette marked og de i denne sammenhæng anvendte handelsformer (afsnit 4). I afsnit 5 følger en gennemgang af de typiske vilkår for de pantebreve, der omsættes på markedet, og i afsnit 6 belyses renteforholdene for disse.

De oplysninger, der i betænkningen gives vedrørende pantebrevsmarkedet – og som denne redegørelse bygger på – er baseret på tre undersøgelser foranstaltet af udvalget. Oplysningerne vedrørende pantebrevshandelen bygger således på udsendelse af et omfattende spørgeskema til 64 pantebrevshandlere, hvoraf de 50 har udfyldt skemaet. Undersøgelsen er for såvidt angår debitorrenten baseret på udsendelse af spørgeskemaer til 234 udstedere af de såkaldte lånepantebreve på grundlag af Tingbladet. Heraf har 83 returneret skemaet i udfyldt stand. Endelig er undersøgelsen af kreditorrenten baseret på oplysninger om 350 faktiske pantebrevshandler hos to pantebrevshandlere. Herudover er analysen baseret på statistik fra Danmarks Statistik, Nationalbanken og Statens Ligningsdirektorat.

2. *Pantebrevsmarkedets omfang*

Der foreligger ikke statistiske oplysninger, der kan give grundlag for en belysning af *pantebrevsmarkedets samlede omfang*. Derimod findes der i Nationalbankens tinglysningsstatistik oplysninger om den samlede udstedelse af pantebreve (bruttotilgangen) fordelt på forskellige långivere. De pantebreve, der gøres til genstand for omsætning på pantebrevsmarkedet, er i tinglysningsstatistikken anført i gruppen »andre«, der omfatter pantebreve udstedt til andre end realkreditinstitutter, sparekasser, banker, forsikringsselskaber og pensionskasser, stat og kommuner samt ejeren selv (ejerpantebreve). Udstedelsen af pantebreve i denne gruppe udgjorde

[1]) Betænkning nr. 616 om en statistisk belysning af pantebrevsmarkedet, juni 1971.

TABEL 2

Tinglysninger af sælger- og lånepantebreve i perioden 1965 til 1970

	1965	1966	1967	1968	1969	1970
	mill. kr.					
Tinglyst i gruppen »Andre«	2.130	2.475	2.685	2.880	3.565	4.474
heraf:						
Sælgerpantebreve 1)	1.829	1.969	2.335	2.512	3.177	3.674
Lånepantebreve	301	506	350	368	388	800

1) Beregnet på grundlag af materiale i Danmarks Statistik.

i 1970 ca. 4,5 mldr. kr. svarende til godt 17 pct. af den samlede udstedelse af pantebreve. Disse pantebreve omfatter dels de såkaldte sælgerpantebreve, d. v. s. pantebreve udstedt i forbindelse med ejendomssalg af køber til sælger, samt de såkaldte lånepantebreve, d. v. s. pantebreve udstedt uden forbindelse med omsætningen af fast ejendom. Sådanne lånepantebreve udstedes først og fremmest til fondsbørsvekselerere, andre vekselerere, bankiers, ejendomsmæglere, advokater samt til en række pantebrevs-, finansierings- og investeringsselskaber. I ovenstående tabel er der for hvert af årene 1965 til 1970 foretaget en opdeling af den samlede udstedelse af pantebreve i gruppen »andre« på henholdsvis sælger – og lånepantebreve. Der har for hele perioden været tale om en ganske kraftig stigning i tinglysningerne af sælgerpantebreve, særligt i 1969 og 1970. Denne stigning må først og fremmest ses i sammenhæng med en stigning i antallet af ejendomssalg og stærkt stigende ejendomspriser. Samtidig har den andel af købesummen for fast ejendom der berigtiges ved udstedelse af sælgerpantebreve været stigende, hvilket hovedsageligt skyldes mindre kontante udbetalinger.

For lånepantebrevenes vedkommende har der ikke på samme måde været tale om en fortsat vækst. Derimod er der en tydelig tendens til, at der i årene efter, at der har været afholdt almindelige ejendomsvurderinger, sker en kraftig stigning i udstedelsen af lånepantebreve. Det er nærliggende at søge forklaringen herpå i det forhold, at den kraftige stigning i ejendomsværdierne har medført en tilsvarende udvidelse af det kreditunderlag, der danner basis for udstedelsen af disse lånepantebreve.

Fra 13. til 14. almindelige ejendomsvurdering steg ejendomsværdien, når bortses fra tilvæksten i bestanden som følge af nybyggeri, om- og tilbygninger m. v. med 58 mldr. kr. Heroverfor står en samlet udstedelse af lånepantebreve i samme periode på 2,4 mldr. kr. eller godt 4 pct. heraf. Der er således intet, der tyder på, at de inflationsbetingede stigninger i ejendomsværdierne i særlig grad er blevet realiseret gennem udstedelse af lånepantebreve.

Mens tinglysningsstatistikken belyser udstedelsen af sælger- og lånepantebreve, findes der som ovenfor nævnt ikke statistik over, hvor stor en del heraf, der gøres til genstand for omsætning på pantebrevsmarkedet. På grundlag af oplysninger fra en række pantebrevshandlere, kan det anslås, at 20–25 pct. af sælgerpantebrevene omsættes af sælgeren, mens stort set alle lånepantebrevene gøres til genstand for omsætning på pantebrevsmarkedet. Disse skøn er selvsagt behæftet med en betydelig usikkerhed, ligesom omsætningsfrekvensen formentlig varierer afhængig af den økonomiske politik.

3. *Udstedere og købere af private pantebreve*

I tabel 3 er vist fordelingen på ejendomskategorier af de i 1970 af de undersøgte tre kategorier af pantebrevshandlere solgte pantebreve. Heraf fremgår det, at målt ved kursværdien er næsten 80 pct. af de solgte pantebreve udstedt med sikkerhed i een- og tofamilieshuse m. v., mens kun 4 pct. er udstedt i egentlige erhvervsejendomme. Ifølge Statens Ligningsdirektorat ejedes målt ved ejendomsværdien knap 80 pct. af alle eenfamilieshuse af husholdningerne (arbejdere, funktionærer og tjenestemænd samt personer ude af erhverv) ved sidste alm. ejendomsvurdering pr. 1. august 1969, mens knap 20 pct. tilhørte selvstændige erhvervsdrivende, hvis husholdning og virksomhed i finansiel henseende ikke kan adskilles. Tilsammen tyder disse oplysninger på, at de private pantebreve altovervejende *udstedes af husholdningerne* og kun i ringe omfang af virksomhederne, idet

TABEL 3

De af de undersøgte firmaer i 1970 solgte pantebreves procentvise fordeling efter den ejendomskategori de er udstedt med sikkerhed i på grundlag af pantebrevenes kursværdi

	Fondsbørs-vekselerere	Andre vekselerere m. v.	Forretningsbanker	Tilsammen
	pct.			
Pantebreve udstedt med sikkerhed i:				
een- og tofamiliehuse samt ejerlejligheder m. v.	77	78	85	79
etageejendomme	10	4	10	9
landbrugsejendomme	–	4	1	1
andre erhvervsejendomme	5	2	1	3
sommerhuse m. v.	3	8	3	4
ubebyggede grunde	5	4	–	4
Ialt	100	100	100	100

TABEL 4

Procentvis fordeling på købergrupper af de i 1970 af de undersøgte firmaer solgte pantebreve på grundlag af pantebrevenes kursværdi

	Fondsbørs-vekselerere	Andre vekselerere m. v.	Forretnings-banker	Tilsammen
	pct.			
Pantebreve solgt til:				
Egentlige pantebrevshandlere	10	25	2	12
Pantebrevsinvestorer	90	75	98	88
heraf:				
Privatpersoner	66	74	83	72
Private fonds, legater, stiftelser m. v.	12	10	6	10
Forsikringsselskaber og pensionskasser	16	12	8	13
Andre	6	4	3	5
Ialt	100	100	100	100

sidstnævnte i langt større omfang udsteder ejerpantebreve og lægger disse som sikkerhed for direkte lån i banker eller sparekasser.

I tabel 4 er vist, hvorledes de af de tre kategorier af undersøgte pantebrevshandlere i 1970 solgte pantebreve fordeler sig på købergrupper.

Heraf fremgår det, at 12 pct. af pantebrevene målt ved kursværdien blev solgt videre til andre pantebrevshandlere, hvilket viser, at et privat pantebrev i et vist omfang *omsættes flere gange* på pantebrevsmarkedet, før det har fundet sin endelige køber. Denne antagelse støttes af, at de samme pantebrevshandlere oplyser, at målt ved kursværdien har de i 1970 købt eller formidlet pantebreve hvoraf 47 pct. stammede fra andre pantebrevshandlere. Som tabellen viser, udgøres de endelige købere for 80 pct.s vedkommende af privatpersoner og resten først og fremmest af kapitalforvaltende finansielle institutioner. Konklusionen må derfor blive, at ligesom langt den overvejende del af de private pantebreve udstedes af husholdningerne er *husholdningerne også købere* af hovedparten af disse pantebreve.

4. Pantebrevshandelens struktur

På grundlag af spørgeskemaer udsendt til samtlige fondsbørsvekselerere (26), de 20 største banker samt 18 andre vekselerere, bankiers, pantebrevs-, investerings- og finansieringsselskaber er i betænkningen givet et billede af pantebrevshandelens nuværende struktur. Af de 64 adspurgte firmaer oplyste de 50, at de handler med pantebreve. Disse firmaer havde i 1970 en omsætning på godt 360 mill. kr. målt ved kursværdien og 520 mill. kr. målt ved den pålydende værdi af de solgte pantebreve. Firmaernes

TABEL 5

De undersøgte firmaers fordeling efter omsætning i 1970 samt omsætningens fordeling på hovedgrupper i 1968, 1969 og 1970

	Fondsbørs-vekselerere	Andre vekselerere m. v.	Forretnings-banker	Tilsammen
	antal			
Antal firmaer	23	14	13	50
heraf med omsætning i 1970 på:				
under 1 mill. kr.	4	–	5	9
1–5 mill. kr.	9	6	4	19
5–10 mill. kr.	3	6	–	9
10 mill. kr. og derover	7	2	4	13
	mill. kr.			
Omsætning 1968 1)	125	60	26	211
1969 1)	150	77	50	277
1970 1)	182	94	88	364
1970 2)	260	135	126	521

1) Opgjort til salgsværdi.
2) Beregnet pålydende værdi.

fordeling efter omsætning i 1970 samt omsætningens fordeling på hovedgrupper i 1968, 1969 og 1970 fremgår af tabel 5.

Til uddybning af tabellen kan nævnes, at de 7 omsætningsmæssigt største fondsbørsvekselerere i 1970 havde 74 pct. af fondsbørsvekselerernes samlede omsætning, mens de 2 største firmaer inden for gruppen andre vekselerere m. v. havde 38 pct. af denne gruppes omsætning. Endelig havde de 4 omsætningsmæssigt største banker 86 pct. af bankgruppens samlede omsætning.

Der synes således kun at være tale om en vis omsætningsmæssig koncentration inden for bankgruppen, men da denne gruppe kun har en mindre del af den samlede omsætning på pantebrevsmarkedet (hvis størrelse i øvrigt ikke kendes), og der ud over de undersøgte firmaer foregår en betydelig omsætning af pantebreve gennem ejendomsmæglere og advokater, konkluderer udvalget sammenfattende, at intet tyder på, at markedet er domineret af en enkelt eller nogle få pantebrevshandlere, ligesom ejheller en enkelt gruppe af pantebrevshandlere synes at have en afgørende indflydelse på markedsforholdene. For de mindre pantebrevshandlere kan konstateres en tendens til centralisering af handelen, det gælder indtil dato for sparekasser, advokater, ejendomsmæglere og provinsbankerne.

Handelen med pantebreve foregår enten i kommission eller til og fra egen beholdning. Hos fondsbørsvekselererne er det almindeligt, at firmaet benytter begge handelsformer. I gruppen andre vekselerere spiller handel til og fra egen beholdning en langt større rolle end kommissionshandel. I

bankgruppen er begge handelsformer almindeligt udbredt, dog med en vis overvægt på kommissionshandel.

Der er i alle tre grupper en tydelig tendens til, at de omsætningsmæssigt store firmaer overvejende handler til og fra egen beholdning, mens de små firmaer næsten udelukkende handler i kommission. Næsten 2/3 af den samlede omsætning i 1970 fandt sted ved salg fra egen beholdning, mens godt 1/3 af omsætningen skete som kommissionshandel. 1/3 af fondsbørsvekselerernes, 1/6 af andre vekselerers og 2/3 af bankernes omsætning var kommissionshandel.

For ejendomsmæglere og advokater er den alt dominerende handelsform kommissionshandel.

5. *Vilkårerne på pantebrevsmarkedet*

Den aftalefrihed, der gælder med hensyn til udformningen af bestemmelserne i private pantebreve, fører naturligt til, at vilkårene for de pantebreve, der omsættes på pantebrevsmarkedet, varierer fra pantebrev til pantebrev. På trods af pantebrevenes individuelle præg gælder det dog, at den væsentligste del af omsætningen på pantebrevsmarkedet er koncentreret omkring relativt få hovedtyper af pantebreve, således at man kan tale om typiske vilkår på pantebrevsmarkedet. Disse vilkår, der omfatter den nominelle rente, løbetiden, afdragsformen, den sikkerhedsmæssige placering m. v., skal i det følgende søges belyst.

Den typiske *nominelle rente* har i de seneste år været 8 pct. p. a., idet der dog i den sidste tid har været en stigende tendens til at udstede pantebreve med en nominel rente på 9 pct. p. a. Ved valget af rentefod gør der sig visse karakteristiske forskelle gældende mellem sælger- og lånepantebreve, således at lånepantebreve typisk udstedes med en højere nominel rente end 8 pct. p. a., der stadig er den hyppigst anvendte pålydende rente på sælgerpantebreve. Denne forskel fremgår af tabel 6, der viser den gennemsnitlige nominelle rentefod hos forskellige grupper af pantebrevshandlere i vinteren 70/71.

TABEL 6

Den gennemsnitlige nominelle rentefod og restløbetid for pantebreve solgt af de undersøgte firmaer i tiden op til ult. februar 1971 på grundlag af de solgte pantebreves kursværdi

	Fondsbørs-vekselerere	Andre vekse-lerere m. v.	Forretnings-banker	Tilsammen
	pct. p. a.			
Nominel rente	8,8	9,3	8,2	8,7
	år			
Restløbetid	11,0	10,3	12,2	11,1

Det fremgår, at den gennemsnitlige nominelle rentefod ligger højest i gruppen »andre vekselerere«, der omfatter de vekselerere, der ikke er fondsbørsvekselerere, samt bankiers, pantebrevs-, investerings- og finansieringsselskaber, hvor lånepantebrevene udgør en forholdsmæssig større andel af omsætningen end hos fondsbørsvekselererne og bankerne.

Herudover forekommer der på pantebrevsmarkedet – omend i yderst begrænset omfang – pantebreve med meget høje nominelle renter. Sådanne pantebreve efterspørges fortrinsvis af personer og institutioner, der ikke ud fra skattemæssige hensyn er interesseret i kursgevinster. Endelig kan det nævnes, at der i et vist omfang omsættes pantebreve med variabel rente, der typisk reguleres i takt med Nationalbankens diskonto eller hovedbankernes rente for kassekredit.

På baggrund af erfaringerne fra det seneste 10-år, hvor den nominelle rente på pantebreve typisk har ligget lidt højere end den typiske rentefod for realkreditobligationer, kunne man efter gennemførelsen af den nye realkreditlov, der muliggjorde udstedelsen af nye højt-forrentede obligationer, have forventet en stærkere stigning i den nominelle rente på pantebreve, end det har været tilfældet. Det mønster mellem de nominelle rentesatser på obligations- og pantebrevsmarkedet, der har været gældende i 60erne, synes således foreløbigt at være brudt.

I tabel 6 er tillige vist den gennemsnitlige *restløbetid* for pantebreve, der er omsat hos de 3 grupper af pantebrevshandlere. Det fremgår, at en restløbetid på omkring 10 år er det typiske, idet det dog også med hensyn til løbetiden gælder, at der er forskel på sælger- og lånepantebreve, således at de sidstnævnte typisk har en kortere løbetid end sælgerpantebrevene. Tabellen viser restløbetiden på omsætningstidspunktet og siger derfor ikke principielt noget om den aftalte løbetid ved udstedelsen. Da imidlertid den væsentligste del af de pantebreve, der videresælges, omsættes i umiddelbar tilslutning til udstedelsen, må de i tabellen anførte restløbetider antages at være stort set sammenfaldende med løbetiderne ved udstedelsen.

Hovedparten af de pantebreve, der omsættes på pantebrevsmarkedet, *afdrages* enten som annuitetslån, serielån eller som faste lån.

Som det fremgår af nedenstående tabel, spiller annuitetsprincippet langt

TABEL 7

De i tiden op til ult. februar 1971 af de undersøgte firmaer solgte pantebreve fordelt efter afdragsform på grundlag af pantebrevenes kursværdi

Serielån	Fuldt amortiserede annuitetslån	Delvis amortiserede annuitetslån	Faste lån
pct.	pct.	pct.	pct.
11	17	68	4

den største rolle som afdragsform, idet 85 pct. af den samlede omsætning hos de undersøgte pantebrevshandlere udgøres af sådanne pantebreve, mens serielånsprincippet kun tegner sig for 11 pct. heraf.

Størstedelen af annuitetslånene afdrages kun delvist over løbetiden. Det 10-årige pantebrev med en nominel rente på 8 pct. p. a. og en halvårlig ydelse på 5 pct. af hovedstolen er et eksempel herpå, idet et sådant pantebrev ved udløb 10 år senere kun er afdraget med ca. 30 pct. af hovedstolen.

Også med hensyn til hyppigheden af de anvendte afdragsformer adskiller lånepantebrevene sig fra sælgerpantebrevene, idet lånepantebrevene i højere grad afdrages som fuldt amortiserede annuitetslån eller som serielån. Bag denne forskel ligger utvivlsomt i et vist omfang sikkerhedsmæssige betragtninger, da såvel det fuldt amortiserede annuitetslån som serielånet alt andet lige fører til en hurtigere afvikling af pantebrevet, der ofte for lånepantebrevenes vedkommende vil have en mere risikobetonet placering i prioritetsrækken end sælgerpantebrevene.

Såfremt intet andet aftales, forfalder privat pantegæld ifølge justitsministeriets pantebrevsformular til betaling ved ejerskifte. Af hensyn til omsætteligheden af ejendommen er det dog sædvane ved ejerskifte at lade pantegælden blive stående mod erlæggelse af et ekstraordinært afdrag, der normalt ligger på 10–15 pct. af hovedstolen eller restgælden.

Af væsentlig betydning for værdiansættelsen af et pantebrev er dettes *sikkerhedsmæssige placering,* idet handel med pantebreve i modsætning til handel med børsnoterede obligationer må hvile på en konkret vurdering af den tilbudte sikkerhed, der normalt kun består i en enkelt ejendom.

Hovedparten af de pantebreve, der er blevet omsat hos fondsbørsvekselerere, andre vekselerere og hos banker i vinterhalvåret 1970/71, har haft en sikkerhedsmæssig placering fra 45 til 85 pct. af seneste alm. ejendomsvurdering, idet dog næsten samtlige ovennævnte pantebrevshandlere på det pågældende tidspunkt normalt ville have accepteret pantebreve med en sikkerhedsmæssig placering op til 90 pct. af 14. almindelige ejendomsvurdering. Ved vurderingen af disse lånegrænser må det tages i betragtning, at pantebrevshandlerne for størstedelens vedkommende foretager en selvstændig vurdering af ejendommene til bedømmelse af de pågældende pantebreves sikkerhedsmæssige placering og ikke tillægger den offentlige ejendomsvurdering nogen afgørende rolle, idet der ofte er tale om væsentlige afvigelser fra de faktiske handelsværdier. På grundlag af den af Danmarks Statistik udarbejdede ejendomssalgsstatistik, der viser, at købesummerne for omsatte eenfamiliehuse i hovedstadsområdet i vinteren 70/71 i gennemsnit oversteg ejendomsvurderingerne med omkring 20 pct., kan det anslås, at de af de pågældende pantebrevshandlere omsatte pantebreve i gennemsnit har været placeret op mod 75 pct. af handelsværdierne, hvil-

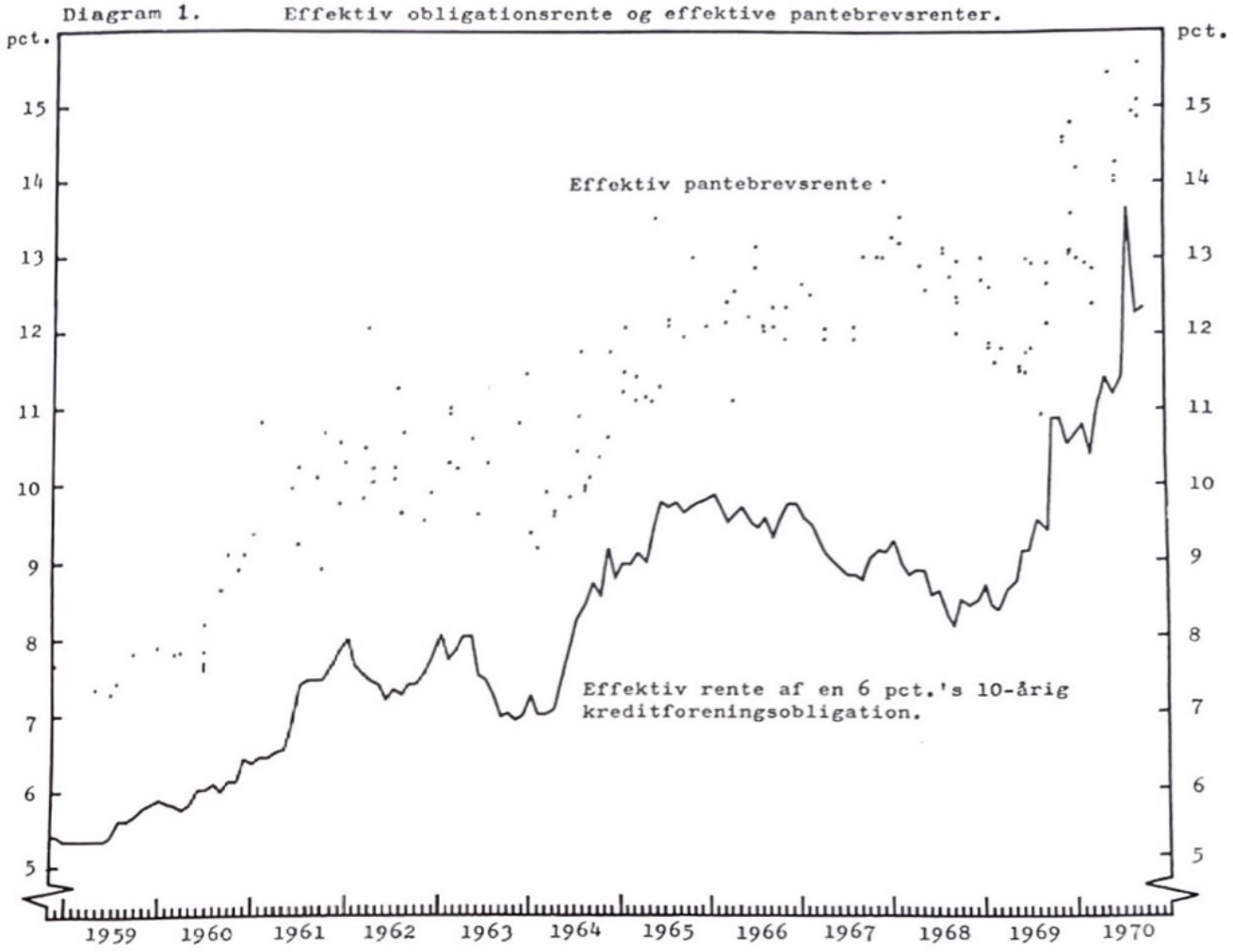
ket stort set svarer til de maksimale lånegrænser for realkreditlån til nyt boligbyggeri. Det fremgår af oplysninger fra de undersøgte pantebrevshandlere, at disse ofte bliver tilbudt pantebreve, som de i det væsentlige på grund af for ringe sikkerhedsmæssig placering afslår at medvirke ved salget af. Disse pantebreve bliver formentlig i et vist omfang solgt af andre formidlere på pantebrevsmarkedet.

6. Renteforholdene

Ved en belysning af renteforholdene på pantebrevsmarkedet må der sondres mellem kreditor- og debitorrenten, da omkostningerne i forbindelse med omsætningen og avance hos en eller flere mellemhandlere bevirker, at der er forskel mellem den effektive rente, pantebrevsinvestor opnår, og den rente, pantebrevsudstederen må betale for et givet pantebrev. På grundlag af oplysninger om salgskurser og øvrige vilkår ved omsætningen af pantebreve hos to pantebrevsforhandlere i København er udviklingen i den effektive *kreditorrente* på pantebrevsmarkedet i en næsten 12-årig periode belyst. De beregnede effektive renter er i omstående diagram sammenholdt med udviklingen i den effektive rente på en 10-årig kreditforeningsobligation i den til enhver tid værende åbne serie.

Det fremgår af undersøgelsen, at der har været en betydelig overensstemmelse mellem udviklingen i pantebrevsrenten og obligationsrenten i den undersøgte periode, idet de kraftige udsving, der gennem 60'erne er sket i obligationsrenten, afspejles i pantebrevsrenten. Sammenhængen har haft den form, at pantebrevsrenten har ligget i en fast afstand over obligationsrenten uafhængigt af dennes højde. Det eneste tidsrum, hvor denne faste sammenhæng ikke gør sig gældende, er i perioden fra 1968 til foråret 1969, hvor afstanden mellem de 2 renteniveauer forøgedes. Det er nærliggende at søge forklaringen herpå på obligationsmarkedet snarere end på pantebrevsmarkedet, idet udviklingen på obligationsmarkedet i den omtalte periode afgørende var præget af obligationsrationeringens afvikling. Når pantebrevsrenterne i diagrammet i modsætning til obligationsrenten fremtræder som en punktsværm, skyldes dette, at forskelle i vilkår først og fremmest med hensyn til den sikkerhedsmæssige placering øver indflydelse på den effektive rente. Grupperes pantebrevene efter den sikkerhedsmæssige placering, kan der således konstateres systematiske forskelle mellem rentens højde i de enkelte sikkerhedsgrupper, således at et almindeligt placeret pantebrev har en overrente i forhold til obligationsrenten på ca. 3 pct. points, mens overrenten på et sikkert placeret pantebrev er ca. 1 pct. point lavere og overrenten på et yderligt placeret pantebrev tilsvaernde 1 pct. point højere. Udover den sikkerhedsmæssige placering kan det konstateres, at den pantsatte ejendoms geografiske beliggenhed øver indflydelse på pantebrevsrentens højde i det væsentlige på den måde, at

Diagram 1. Effektiv obligationsrente og effektive pantebrevsrenter.



pantebreve i ejendomme uden for det storkøbenhavnske område generelt har haft en overrente, der var 1 pct. point højere end renten for pantebreve i ejendomme inden for det storkøbenhavnske område. Den konstaterede forskel gør sig gældende uafhængigt af den sikkerhedsmæssige placering og må formentlig tilskrives det forhold, at pantebrevene i det væsentlige er afsat til købere i hovedstadsområdet.

Mens ejendommenes geografiske placering øver indflydelse på pantebrevsrenten, er dette ikke tilfældet for løbetidens vedkommende. Der kan således ikke konstateres systematiske forskelle i renten, hverken for pantebreve med særlig kort eller særlig lang restløbetid.

Mens kreditorrenten kan beregnes for såvel sælger – som lånepantebreve, gælder det, at *debitorrenten* kun har mening for lånepantebreve, idet debitorrenten for sælgerpantebreve næppe kan beregnes nøjagtigt som følge af, at der ved omsætning af fast ejendom sjældent sker nogen egentlig kursfastsættelse for eventuelle sælgerpantebreve.

TABEL 8

De undersøgte lånepantebreve fordelt efter den effektive rentes højde og pantebrevenes løbetid samt den gennemsnitlige effektive rente fordelt på løbetiden på grundlag af kursværdien

	Pantebreve med løbetid på		I alt
	5 år og derunder	Over 5 år	
	Antal		
Effektiv rente pct. p. a.			
under 17	1	16	17
17–18,9	1	17	18
19–20,9	4	13	17
21–22,9	3	7	10
23 og derover	14	2	16
Tilsammen	23	55	78
	pct. p. a.		
Gennemsnitlig effektiv rente pct. p. a.	23,6	18,4	19,6

Ved henvendelse til en række privatpersoner i hovedstadsområdet, der i tingbladet i efteråret 1970 var registreret som udstedere af lånepantebreve hovedsageligt til firmaer i gruppen »andre vekselerere«, er der foretaget en undersøgelse af den effektive debitorrente på lånepantebreve. Sammenlignet med kreditorrenten viser debitorrenten for lånepantebreve karakteristiske forskelle såvel i henseende til rentens højde som med hensyn til de forhold, der øver indflydelse herpå. Af ovenstående tabel 8 fremgår det således umiddelbart, at debitorrenten ligger en del over niveauet for kreditorrenten, ligesom løbetiden i modsætning til, hvad der var tilfældet for kreditorrenten øver indflydelse på debitorrenten. Omvendt fremgår det af omstående tabel 9, at debitorrenten ikke i særlig grad synes at være afhængig af, hvilken prioritetsstilling pantebrevet får, når blot der er en vis sikkerhedsmargen.

For pantebreve placeret ud over 85 pct. af seneste ejendomsvurdering, hvilket stort set svarer til den lånegrænse, som fondsbørsvekselererne, bankerne og en række andre pantebrevshandlere i almindelighed betragter som den maksimale, kan der derimod konstateres en forøgelse af den effektive rente.

Sammenholdes oplysningerne om debitor- og kreditorrenten, er det muligt at danne sig et skøn over størrelsen af den *gennemsnitlige bruttoavance* indbefattet stempelafgift, der opnås af mellemhandlerne på pantebrevsmarkedet.

Det fremgår overfor, at den gennemsnitlige debitorrente for lånepantebreve med en restløbetid på over 5 år placeret inden for 85 pct. af ejen-

TABEL 9

Den gennemsnitlige effektive rente for de undersøgte lånepantebreve fordelt på grundlag af kursværdien efter pantebrevenes placering i forhold til ejendomsværdien ved 14. alm. ejendomsvurdering

	Antal	Gennemsnitlig effektiv rente, pct. p. a.
Pantebrevenes placering i forhold til ejendomsvurderingen:		
0–50 pct.	26	19,1
50,1–70 pct.	19	19,2
70,1–85 pct.	14	19,3
85,1 pct. og derover	19	20,8
Tilsammen	78	19,6

domsvurderingen var ca. 18 pct. p. a. svarende til en kurs på 62 for et typisk 10-årigt pantebrev. Den gennemsnitlige kreditorrente i samme periode for samme type pantebrev var godt 14 pct., hvilket svarer til en kurs på 70. Den gennemsnitlige bruttoavance inklusiv stempelafgift kan således anslås at udgøre ca. 8 pct. af hovedstolen eller ca. 13 pct. af kursværdien. Selv om der tages hensyn til, at denne beregning er behæftet med usikkerhed som følge af, at undersøgelsen af debitor- og kreditorrenten ikke refererer sig til samme pantebrevsmateriale, synes avanceniveauet at være af en betragtelig størrelsesorden, ikke mindst i betragtning af, at det overvejende flertal af pantebrevshandlere oplyser, at de beregner sig en provision på 2 pct. af pantebrevets pålydende.

En mulig forklaring på disse tilsyneladende modstridende oplysninger er, at pantebrevene har passeret flere mellemhandlere, der hver har beregnet sig den ovenfor anførte provisionssats. En vis støtte for dette synspunkt giver oplysningerne fra pantebrevshandlerne om, at disse modtog ca. halvdelen af deres materiale fra andre pantebrevshandlere og solgte ca. 1/8 af deres materiale til andre pantebrevshandlere.

Den betydelige overrente i forhold til debitorrenten for realkreditlån, som låntagerne på pantebrevsmarkedet må betale, skulle således i ikke uvæsentlig grad kunne tilskrives dette markeds manglende organisation og de deraf følgende hyppige mellemhandler.

KILDER TIL TABEL 1

(lb. nr. referer til de pågældende lb. nr. i tabellens forspalte):

Lb. nr.:	Kilde:
1	Danmarks Nationalbank, beretning og regnskab 1970.
2	Beretning om sparekasserne i Danmark, afgivet af Tilsynet med banker og sparekasser de pågældende år.
3	Danske Andelskassers virksomhed, beretning afgivet af Foreningen af Danske Andelskasser de pågældende år.
4	Statsfinanserne 1967–68, 1968–69 og 1969–70, udarbejdet af Det økonomiske Sekretariat.
5	Materiale i Danmarks Nationalbank.
6	Årsberetning for de pågældende år, afgivet af de nævnte institutter.
8	Artikel vedr. registrerede ændringer i aktieselskaber i Statistiske Efterretninger, udgivet af Danmarks Statistik, de pågældende år.
9	Materiale i Danmarks Statistik.
10 og 11	Forsikringsrådets beretninger I og II de pågældende år.
12	ATP's beretning og regnskab de pågældende år.
13	Statsfinanserne 1967–68, 1968–69 og 1969–70, udarbejdet af Det økonomiske Sekretariat.
14	Artikel vedr. kapitalbalancen i Statistiske Efterretninger, udgivet af Danmarks Statistik, de pågældende år.