



Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit

Oktober 2003

Indholdsfortegnelse

1	Konklusion og sammenfatning	10
1.1	Konklusion.....	10
1.2	Baggrund.....	11
1.2.1	Realkreditsektoren i Danmark	11
1.2.2	Fusionens virkninger uden kompenserende tiltag.....	13
1.2.3	Samlet vurdering af fusionens virkninger - uden tilsagn.....	22
1.3	Tilsagn	24
1.4	Samlet vurdering.....	28
	Nykredits tilsagnsaftale	30
2	Virksomhederne og fusionen	34
2.1	Nykredit Holding A/S.....	34
2.2	Totalkredit A/S	35
2.3	Fusionen.....	36
2.3.1	Transaktionen.....	36
2.3.2	Koncernstrukturen i Nykredit efter fusionen	37
2.3.3	Anmeldelsespligt efter konkurrenceloven	39
3	Realkreditmarkedets udvikling	42
3.1	Udviklingen i realkreditlovgivningen.....	42
3.2	De gældende regler	43
3.3	Forholdene i andre lande	46
3.4	Markedsudvikling og markedsandele	48
3.5	Produkter og rådgivning	51
3.5.1	Produkter.....	51
3.5.2	Regler om rådgivning	55
3.6	Priser og indtjening.....	56
3.6.1	Priser	56
3.6.2	Indtjening.....	61
4	Realkreditmarkedet	64
4.1	Organisationer og virksomheder.....	64
4.1.1	Realkreditrådet.....	64
4.1.2	Realkreditinstitutterne og deres aktivitetsområder	64
4.2	Realkreditinstitutternes produkter og tilknyttede ydelser.....	68
4.3	Salgskanaler og samarbejder	71
4.3.1	Realkreditinstitutternes salgskanaler	71
4.3.2	Ejendomsmæglere.....	73
4.3.3	Pengeinstitutter	74
4.3.4	Pengeinstitutternes tilbud til realkreditkunderne	80

5	Obligationer	82
5.1	Indledning	82
5.2	Obligations- og aktiemarkedet.....	83
5.2.1	Det danske obligationsmarked.....	83
5.2.2	Det danske aktiemarked	84
5.2.3	Sammenhæng mellem aktie- og obligationsmarked	85
5.3	Køb og salg af obligationer i Danmark.....	85
5.3.1	Handelsformer.....	85
5.3.2	Rating.....	88
5.3.3	Engrosmarkedet og detailmarkedet.....	89
6	Det relevante marked for fusionsvurderingen.....	92
6.1	Markedet for realkreditlån til private.....	92
6.1.1	Produktmæssigt.....	92
6.1.2	Det geografiske marked	95
6.2	Værdipapirer.....	96
6.2.1	Produktmarkedet.....	96
6.2.2	Det geografiske marked	98
6.3	Øvrige berørte områder.....	99
6.3.1	Realkreditlån til landbruget.....	99
6.3.2	Detailbankmarkedet	100
7	Aftalen om at fusionere Nykredit og Totalkredit.....	102
7.1	Aftalen og tilbudet til pengeinstitutterne	102
7.2	Det fremtidige samarbejde.....	105
7.2.1	Generelt.....	105
7.2.2	Konsekvenserne ved udtræden	106
7.2.3	Øvrige vilkår for samarbejdet	107
7.3	Virksomheden af samarbejdet.....	108
8	Fusionens virkninger på markedet for salg af realkreditlån til private (ejerboliger og fritidshuse).....	112
8.1	Markedsstrukturen	112
8.1.1	Markedsandele	112
8.1.2	Distributionsnettet.....	112
8.1.3	Konklusion om markedsstrukturen	114
8.2	Faktisk konkurrence.....	115
8.2.1	Pris	116
8.2.2	Produktudvikling	118
8.2.3	Distribution og tilknyttede ydelser	119
8.2.4	Konklusion om faktisk konkurrence.....	124

8.3	Potentiel konkurrence	125
8.3.1	Potentielle nye realkreditinstitutter	125
8.3.2	Potentielle nye produkter	127
8.3.3	Potentiel udenlandsk konkurrence	128
8.3.4	Konklusion om potentiel konkurrence.....	128
8.4	Samlet vurdering af fusionen og de tilhørende aftaler.....	129
9	Fusionens virkninger for handelen med værdipapirer	134
9.1	Fælles funding	134
9.2	Indfrielse	137
9.3	Konklusion.....	138
10	Nykredits tilsagn og styrelsens vurdering heraf.....	140
10.1	Nykredits tilsagn.....	140
10.2	Konkurrencestyrelsens vurdering af Nykredits tilsagn.....	143
10.3	Samlet konklusion	153
Appendiks 1: Økonomiske konsekvenser for pengeinstitutterne af at træde ud af samarbejdet med Nykredit.....		154
Appendix 2: Priseffekt af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit på markedet for formidling af realkreditlån		160

Oversigt over bilag

Bilag 1:	Kredsen af pengeinstitutter bag Totalkredit	178
Bilag 2:	Realkreditrådets Prisguide.....	182
Bilag 3:	Virkningerne af fusionen - før og efter Nykredits tilsagn	186

Oversigt over tabeller

Tabel 1.1:	Hovedtal for realkreditsektoren	11
Tabel 1.2:	Markedsandele for realkredit til private 2002 (bruttoudlån)	14
Tabel 1.3:	Distributionen af realkreditlån til privatmarkedet, 2002	19
Tabel 1.4:	Bidragssatser for et realkreditlån med fuld belåning.....	26
Tabel 3.1:	Lånegrænser for de forskellige ejendoms kategorier	44
Tabel 3.2:	Udviklingen i realkreditinstitutternes administrations- bidrag	58
Tabel 3.3:	Realkreditinstitutternes lånesagsgebyrer	59
Tabel 3.4:	Prisen for et 20-årigt realkreditlån (obligationslån) 1990-2002 - gennemsnit for alle institutter (kroner)	60
Tabel 3.5:	Realkreditinstitutternes gebyr-, bidrags- og provisions- indtægter	61
Tabel 3.6:	Realkreditinstitutternes regnskab - resultat og udgifter.....	63
Tabel 4.1:	Udviklingen i lån til ejendoms kategorier i pct. af bruttoudlånet.....	66
Tabel 4.2:	Samlet tilgang af bruttoudlån fra 2000-2002 fordelt på salgskanaler	72
Tabel 4.3:	Oversigt over ejendomsmæglere og deres tilknytning til realkreditinstitutter.....	74
Tabel 4.4:	Udviklingen i antallet af pengeinstitutfilialer.	76
Tabel 4.5:	Oversigt over realkreditinstitutternes samarbejde med pengeinstitutter på ejerboligområdet.	78
Tabel 4.6:	Pengeinstitutgebyrer for formidling af realkreditlån	80
Tabel 5.1:	Kursværdi i DKK af cirkulerende realkreditobligationer.....	84
Tabel 5.2:	Placering af cirkulerende realkreditobligationer, ultimo 2002	86
Tabel 7.1:	Følgerne for pengeinstitutterne, hvis de udtræder af aftalen med Nykredit (uden indregning af løbende provisionsindtægter)	110
Tabel 8.1:	Markedsandele for realkredit til private 2002 (bruttoudlån)	112
Tabel 8.2:	Realkreditinstitutternes distribution via detailbank markedet	113

Tabel A 1.1:	Økonomisk forskel for PI ml. at opfylde og udtræde af aftale med NK, ekskl. provision, mio. kr.....	156
Tabel A 1.2:	Pengeinstitutternes samlede omkostninger ved at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit i mio. kr.....	158
Tabel A 2.1:	Markedsandele på markedet for realkreditlån i private ejendomme i Danmark, 2002.....	162
Tabel A 2.2:	Priser på ejerskiftelån, maj 2003	163
Tabel A 2.3:	Priser på tillægslån, maj 2003.....	163
Tabel A 2.4:	Realkreditinstitutternes omkostninger 2002	165
Tabel A 2.5:	Priselasticiteter anvendt som udgangspunkt markedsmodellen.....	168
Tabel A 2.6:	Effekterne af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit	173
Tabel A 2.7:	Betydning af ændringer på +/- 10 pct. i realkreditinstitut- ternes omkostningsprocenter	175
Tabel A 2.8:	Betydning af ændringer i den eksterne elasticitet.....	175
Tabel A 2.9:	Betydning af ændringer på +/- 10 pct. i realkreditinstitut- ternes omkostningsprocenter og i den eksterne elasticitet..	176

Oversigt over figurer

Figur 1.1: Udviklingen i nutidsværdien af Nykredits administrationsbidrag 1996-2010.....	27
Figur 2.1: Koncernstrukturen i Nykredit.....	34
Figur 2.2 Koncernstrukturen i Nykredit efter Closing (men før optionsudnyttelsen).....	38
Figur 2.3 Koncernstrukturen i Nykredit efter fusionen inkl. udnyttelsen af optionen	38
Figur 3.1: Gennemsnitlig tid for registrering og overtagelse af lån.....	47
Figur 3.2: Koncentrationen på markedet for lån til ejerboliger	47
Figur 3.3: Udviklingen i realkreditinstitutternes og bankernes udlån 1993-2002.....	48
Figur 3.4: Realkreditinstitutternes markedsandele på det samlede realkreditmarked - bruttolån.....	50
Figur 3.5: Oversigt over udviklingen i den korte og den lange rente.....	52
Figur 3.6: Rentetilpasningslånenes andel af det samlede bruttoudlån	53
Figur 3.7: Realkreditinstitutternes lånetilbud i perioden 1996 - 2003	54
Figur 3.8: Udviklingen i kvadratmeterpriserne for ejerlejligheder og parcel- og rækkehuse.....	61
Figur 3.9: Realkreditinstitutternes overtagne boliger og restanceprocent	62
Figur 5.1: Markedsværdi af aktier i forhold til BNP, gennemsnit fra 2000 til 2002.....	85
Figur 8.1: Udviklingen i koncentrationen på privatmarkedet belyst ved Herfindahl-index	114

Oversigt over bokse

Boks 1.1: Nykredits tilsagn.....	25
Boks 3.1: Herfindahl koncentrations indekset.....	48
Boks 3.2: Markedsandele ud fra bruttoudlån, nettoudlån eller obligationsgæld	51
Boks 3.3: Væsentlige prisændringer i perioden 1994-1996, ejerbolig	59
Boks 4.1: Oversigt over danske realkreditinstitutter	66
Boks 4.2: Eksempel på realkreditlignende pengeinstitutlån.....	69
Boks 4.3: Totalkredits garantiprovision	77
Boks 4.4: Nykredits og Totalkredits nye provisionssystem	78
Boks 4.5: Udbudte udlånsprodukter i Nykredit og Totalkredit	79
Boks 5.1: Handel med obligationer over SAXESS	87
Boks 5.2: Definitioner på Moody's rating af obligationer med lang løbetid	89
Boks 9.1: Kurser på detail- og engroshandler med obligationer	136

1 Konklusion og sammenfatning

1.1 Konklusion

Konkurrencestyrelsen har behandlet fusionen mellem Nykredit og Totalkredit. Fusionen indeholder en række betænkelige elementer. Det mest betænkelige forhold er, at fusionen vil lede til en yderligere koncentration i en situation, hvor de danske, finansielle markeder allerede i forvejen er mere koncentreret end i de fleste andre lande, vi sammenligner os med.

Fusionen indebærer, at Nykredit næsten opnår eneret på at anvende 106 små og mellemstore pengeinstitutters filialer som distributionskanal for realkreditlån.

Den stærkt oligopolitiske struktur med få, store udbydere på realkreditmarkedet er problematisk. Virksomhederne konkurrerer således ikke på prisen, der på realkreditmarkedet må forstås som rentemarginalen eller det administrationsbidrag, institutterne opkræver, og som både skal dække en række omkostninger og udgifterne til tab. I stedet konkurrerer de bl.a. på reklame og på at give høje formidlingsprovisioner til bl.a. ejendomsmæglere og pengeinstitutter.

Forhandlingerne mellem styrelsen og fusionsparterne har imidlertid ledt til væsentlige ændringer af fusionsaftalen.

For det første er løbetiden af aftalen forkortet væsentligt - nemlig fra 9 til 4-6 ¼ år. I de første 4 år har Nykredit stort set eneret på at bruge filialerne til realkreditformidling, og hvis pengeinstitutterne vil træde ud af aftalen, er det dyrt for dem. Efter 4 år, 1. januar 2008, bliver det væsentligt billigere, og efter 1. april 2010 kan pengeinstitutterne træde ud uden omkostninger.

Herved vil der være mulighed for en gensidig konkurrenceudsættelse - Nykredit kan finde en mere effektiv distributionskanal, og hvis pengeinstitutterne kan finde en bedre leverandør af realkreditlån, kan de bruge denne.

For det andet er der indgået en aftale om, at Nykredit/Totalkredit på tre områder sænker prisen og således sikrer, at en del af fusionsfordelen kommer forbrugeren til gode. Først og fremmest sænker Nykredit sin rentemarginal for nye lån med 0,029 pct. enheder. Når nedsættelsen efter nogle år er slået fuldt igennem (fordi de eksisterende lån er blevet omlagt), vil forbrugerne samlet spare 50 mio. kr. om året. Hvis de øvrige realkreditinstitutter følger med ned, kan forbrugernes samlede besparelse blive mere end det dobbelte.

Herudover kan parternes realkreditobligationer indskrives gratis i depot i Værdipapircentralen. Besparelsen for forbrugerne kan løbe op i et tocifret millionbeløb. Endelig ydes en rabat ved låneoptagelsen på 600 kr., hvis for-

brugeren anvender internettet i de trin i låneprocessen, hvor det er muligt. Alene for kunderne hos Nykredit/Totalkredit kan den samlede, årlige besparelse løbe op i 20-25 mio. kr. Ved at øge forbrugernes incitament til at anvende internettet og derved spare fordyrende mellemlid udsættes distributionen samtidig for et fortsat konkurrencepres.

For det tredje sker der en række andre forbedringer af konkurrenceforholdene. Gennemsigtigheden på realkreditmarkedet øges ved, at formidlingsprovisionerne skal offentliggøres. Nykredit vil endvidere gøre det lettere for forbrugerne at købe og sælge obligationer, hvilket kan øge konkurrencepresset på pengeinstitutternes ind- og udlån.

Med denne aftale er det styrelsens vurdering, at de positive virkninger af fusionen - inklusiv tilsagn - i det væsentlige opvejer de negative virkninger, og at fusionen derfor ikke, med konkurrencelovens ord, ”skaber eller styrker en dominerende stilling, der bevirker, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt”.

1.2 Baggrund

1.2.1 Realkreditsektoren i Danmark

Realkredit spiller en vigtig rolle for samfundsøkonomien og i danskernes privatøkonomi. Den samlede restgæld af udstedte realkreditobligationer udgjorde ved udgangen af 2002 1.317 mia. kr. Det er en stigning på 73 pct. siden 1990. Bruttoudlånet, dvs. nyudstedelsen af realkreditlån, er steget endnu stærkere, mere end 3 ½ gange.

I 2002 udgjorde det samlede bruttoudlån 332 mia. kr. 2/3 af udlånet eller i alt 219 mia. kr. vedrører privatsegmentet (parcelhuse, ejerlejligheder og fritidshuse). Husejernes årlige udgifter til afdrag, renter og administrationsbidrag løb i 2002 op til 55 mia. kr. Den gennemsnitlige restgæld pr. ejerbolig var ved udgangen af samme år på 650.000 kr., jf. tabel 1.1.

Tabel 1.1: Hovedtal for realkreditsektoren

	2002	Index 1990=100
Obligationsgæld - mia. kr.	1317	173,1
Bruttoudlån - mia. kr.	332	455,8
Bruttoudlån til ejerboliger - mia. kr.	219	188,8*
Bruttoudgifter til ejerboliger - mia. kr.	55	103,7
Restgæld pr. ejerbolig - tusind kr.	650	

* Index 1993 = 100

Væksten i udlånet op igennem 90'erne har været begunstiget af faldende renter, vækst i samfundet og liberalisering af lovgivningens regler for realkredit. Tidligere tiders lånelofter er afskaffet, mulighederne for at konvertere til lån

med en lavere effektiv rente er blevet forbedret, og der er kommet nye lånetyper, først og fremmest rentetilpasningslån med lavere renteudgifter, der har gjort det billigere at låne til finansiering af fast ejendom.

Den lettere adgang til at etablere sig førte i starten af 1990'erne til, at flere nye spillere trådte ind på markedet. Storbankskerne dannede hver deres realkreditinstitut - Danske Kredit, Unikredit (i dag Nordea Kredit) og BG Kredit - medens de lokale og regionale pengeinstitutter gik sammen om to fælles selskaber. Udlån til privatsegmentet (ejerboliger og fritidshuse) blev formidlet til Totalkredit, medens lån til landbrugsformål blev ydet gennem Dansk Landbrugs Realkreditfond DLR (i dag DLR Kredit A/S).

Gennem 90'erne har de "nye" pengeinstitutbaserede realkreditinstitutter taget betydelige markedsandele fra de "gamle" realkreditvirksomheder, navnlig i privatsegmentet. I 2000, som var det sidste år inden Danske Bank overtog Realkredit Danmark og BG Kredit, havde de bankejede realkreditinstitutter tilsammen opnået en markedsandel på 33 pct. af bruttoudlånene og 44 pct. af udlånene til privatboligerne.

Fusionen mellem Realkredit Danmark (dengang RealDanmark) og Danske Bank i slutningen af 2000 skabte Danmarks største realkreditinstitut med en markedsandel i 1999 på det samlede realkreditmarked på 39 pct., heraf 36 pct. for privatsegmentet. Selv om den ny enhed fik en meget stærk stilling, så viste Konkurrencestyrelsens undersøgelser¹, at overtagelsen ikke skabte en dominerende stilling på markedet. Realkreditmarkedet var ganske vist stærkt koncentreret, men markedsudviklingen op til 2000 havde vist, at strukturen ikke var fastlåst.

Ud over den nye store enhed fandtes flere væsentlige spillere som Unikredit (nu Nordea Kredit) og Totalkredit, der var i fremgang, samt Nykredit og BRFkredit, der ganske vist oplevede faldende markedsandele, men som traditionelt havde et komplet produktsortiment og samtidig rådede over et distributionsnet, der havde sikret selskabernes markedsstilling i en længere årrække.

Udviklingen siden 1999 har styrket de pengeinstitutbaserede institutters stilling på markedet yderligere. Nordea Kredit og navnlig Totalkredit er gået frem, medens Realkredit Danmark er gået lidt tilbage, fra 36 pct. af privatsegmentet i 1999 til 35 pct. i 2002². Totalkredit, der kun er aktiv inden for privatsegmentet, forventer yderligere vækst i markedsandelen.

¹ Konkurrencestyrelsens rapport om fusionen mellem Danske Bank og RealDanmark findes på www.ks.dk

² På det samlede realkreditmarked har tilbagegangen været stærkere, nemlig fra 39 pct. i 1999 til 32 pct. i 2002.

Udviklingen på obligationsmarkedet³

Realkreditudlån finansieres ved udstedelse af realkreditobligationer, der sælges til investorer i Danmark og udlandet. Det danske obligationsmarked er målt i forhold til BNP og indbyggertal verdens største. I 2002 var omsætningen af værdipapirer i Danmark 6.000 mia. kr., og heraf var mere end 90 pct. obligationer. Denne udvikling skyldes bl.a. en lang historisk tradition for obligationsudstedelse i Danmark. Forsikringselskaber, pensionskasser mv. samt private investorer har tillid til danske realkreditobligationer. Samtidig er der opbygget en effektiv og sikker infrastruktur, hvor afvikling og registrering af handler gennemføres centralt i Værdipapircentralen (VP), og hvor private investorer via deres pengeinstitut kan få indskrevet deres papirer i VP.

Handelen med obligationer foregår mellem professionelle handlende. Størstedelen af handlerne aftales pr. telefon eller via internettet, hvorefter de indberettes til Københavns Fondsbørs. Det er kun ca. 10 pct. af handlerne, der sker direkte over børsen. Til brug for handelen findes informationssystemer (Bloomberg og Reuter), hvor enkelte børshandlere offentliggør hvilke kurser, de er interesseret i at handle til. Disse tilbud er dog ikke bindende.

Private husholdninger har ikke adgang til disse systemer eller til telefonmarkedet. Det betyder, at fx en privat investor i praksis ikke har adgang til at købe obligationer direkte over børsen, men må gå gennem sit pengeinstitut, som også kan indskrive papirerne i VP. De fleste pengeinstitutter tilbyder handel med alle de gængse obligationsserier bl.a. i deres internetbanker. De kurser, som pengeinstitutterne tilbyder at handle til, er imidlertid ikke de samme, som findes på børsen. Der vil normalt være en vis avance. Dertil kommer den kurtage og kursskæring, som pengeinstitutterne evt. beregner i forbindelse med handelen.

1.2.2 Fusionens virkninger uden kompenserende tiltag

Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit afviger på flere måder fra de fleste andre fusioner, rådet har behandlet. På flere punkter er fusionen nemlig ikke varig, men har snarere karakter af en samarbejdsaftale, der omvendt har varig karakter på en række områder. Endvidere har den overtagede virksomhed, Totalkredit, under 100 ansatte, hvilket er usædvanligt i fusionsammenhæng.

Det har også præget behandlingen af fusionen, at der er stærke ”spill-overs” mellem de forskellige finansielle delmarkeder, fx er det de samme virksomheder, der er aktive for indlån, udlån og handel med værdipapirer. Selv om fusionen især vedrører realkredit, kan den få betydning for konkurrencen på detailbankmarkedet, fordi den styrker de mange små og mellemstore pengeinstitutter, som ejer Totalkredit. Fusionen har også betydning bl.a. for værdipapirmarkederne.

³ I Konkurrenceredegørelse 2003 findes i kapitel 6 en analyse af markedet for handel med værdipapirer

Realkreditlån til ejerboliger

Fusionen vil navnlig påvirke konkurrencen på markedet for realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. Totalkredit har kun ydet lån til disse ejendomsstyper. Nykredit opnår med fusionen at få mere end fordoblet sin markedsandel til 42 pct., og Nykredit bliver dermed Danmarks største udbyder af realkreditlån til dette formål, jf. tabel 1.2. Totalkredit er samtidig den udbyder, som har haft den stærkeste vækst siden 1990, og fusionen indebærer derfor tillige, at konkurrencepresset fra en af markedets væsentlige aktører forsvinder i forhold til Nykredit.

Tabel 1.2: Markedsandele for realkredit til private 2002 (bruttoudlån)

	Mio. kr.	Pct.
Nykredit	42.333	19,3
Totalkredit	49.523	22,6
Nykredit + Totalkredit	91.856	41,9
Realkredit Danmark	77.571	35,3
Nordea Kredit	30.432	13,9
BRFkredit	19.496	8,9
Samlet	219.355	100,0

Efter fusionen vil der kun være fire realkreditinstitutter - i modsætning til syv i midten af 1990'erne - som udbyder realkreditlån til husejere. Tre af disse sidder tilsammen på 91 pct. af markedet. Det fjerde realkreditinstitut er BRFkredit. På andre dele af realkreditmarkedet, fx udlån til offentlig støttet byggeri, industri og håndværk og til landbrugsformål findes yderligere 3 specialiserede realkreditinstitutter.

En vurdering af realkreditinstitutternes markedsstilling må inddrage, hvilken adgang udbyderne har til at få distribueret deres produkter. Det gælder ikke mindst ejerboligmarkedet. Her har Totalkredit hidtil draget fordel af distributionen gennem sine aktionærer, som omfatter i alt 106 lokale og regionale pengeinstitutter. Tilsvarende har Realkredit Danmark og Nordea Kredit nydt godt af henholdsvis Danske Banks og Nordeas filialnet samt samarbejdet med nogle ejendomsmæglerkæder. Nykredit og BRFkredit har ligeledes samarbejdet med ejendomsmæglerkæder, men kun med ganske få banker.

Adgangen til effektiv distribution gennem et fintmasket filialnet af pengeinstitutter har været den væsentligste årsag til de forskydninger, der er sket i realkreditinstitutternes markedsandele på privatmarkedet siden 1990.

Fusionens væsentligste formål har da også været at give Nykredit adgang til Totalkredits distributionsnet. Det afspejlede sig direkte i de vilkår, der var aftalt mellem parterne i den aftale mellem parterne, som Konkurrencestyrelsen modtog den 20. juni 2003.

Vilkårene (som de forelå på anmeldelsestidspunktet, dvs. før de ændringer, der er aftalt med styrelsen, og som beskrives i afsnit 1.3 om tilsagn) skulle gøre bindingerne mellem Nykredit og pengeinstitutterne så stærke som muligt for at give Nykredit en modydelse for sin investering på 7,1 mia. kr. Modydelsen omfattede pengeinstitutternes fremtidige formidling af lån til Nykredit. Samtidig ville vilkårene imidlertid få væsentlige konkurrenceretlige følger, fordi de var udformet, så de reelt fik en eksklusiv virkning på ubestemt tid.

Det fremgik således, at hvis et pengeinstitut i fremtiden ville indgå formelle formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter eller ville foretage formidling på ad hoc basis mod vederlag, ville dette - uanset hvor længe samarbejdet i øvrigt havde løbet - blive anset som ophørsgrund og udløse en anseelig bod til Nykredit. Det samme ville ske for et pengeinstitut, som ophørte med aktiv formidling "på anden vis". Samarbejdet skulle løbende overvåges af en såkaldt eksekutivkomite med repræsentanter for begge parter, som bl.a. skulle vurdere, om et pengeinstitut udviste "individuel passivitet". Bodden skulle opgøres svarende til summen af de seneste 3 års provisionsindtægter. For et mindre pengeinstitut kunne det i alt dreje sig om 10 mio. kr. eller mere.

Endvidere ville pengeinstituttet - hvis samarbejdet ophørte inden for de første 9 år - miste sit krav på restkøbesummen for aktierne i Totalkredit og være tvunget til at sælge sine aktier i PRAS A/S til kurs indre værdi 0,5. Restkøbesummen på ca. 3 mia. kr. skulle udbetales løbende over 9 år, og hvis pengeinstituttet udtrådte fx efter år 7, ville det gå glip af de to sidste rater.

Forpligtelsen til at sælge aktierne til kurs 0,5 ville også indebære tab i forhold til den reelle værdi af aktierne. Realkreditaktier er vanskelige at omsætte, men de kurser, der er opnået for tilsvarende aktieposter de seneste år, ligger højere.

Et udtrædende pengeinstitut ville også skulle acceptere, at Nykredit ville få mulighed for at markedsføre sig aktivt over for de kunder, som pengeinstituttet havde formidlet til Nykredit.

I forhold til DLR Kredit, som ejes af de samme pengeinstitutter som Totalkredit, var det fastsat, at det enkelte pengeinstitut, så længe parterne samarbejdede, skulle være direkte forpligtet til at stemme imod en vedtagelse om, at DLR Kredit påbegyndte aktiviteter på privatlåneområdet. Derved undgik man konkurrence til Totalkredits produkter. Endvidere havde Nykredit forkøbsret til aktierne i DLR Kredit.

På tilsvarende måde var der en række sanktioner som bod og tvangssalg forbundet med Nykredits udtræden af samarbejdet. Herudover ville Nykredit være forpligtet til - i to år - at levere realkreditlån og stille systemer til rådighed for pengeinstitutterne for at muliggøre videre drift af realkreditvirksomhed i en overgangsperiode, indtil et eventuelt nyt realkreditinstitut kunne være etableret. Nykredit ville i denne situation være afskåret fra at markedsføre sig aktivt over for kunder formidlet af pengeinstitutterne. Endelig var det fastsat, at pengeinstitutterne, herunder de enkelte pengeinstitutter indbyrdes, skulle have de samme vilkår, som Nykredit måtte give til andre, og Nykredit forpligtede sig til ikke at omdanne sin internetbank eller sine call-centre, ejendomsmæglerforretninger mv. til fysiske bankfilialer.

Herudover var der fastsat en række sædvanlige vilkår, som skulle tage højde for de problemer, der kunne opstå, hvis parternes samarbejde ophørte som anført. Nykredit kunne opsige provisionsbetalingen til pengeinstituttet, ligesom Nykredit kunne vælge at opsige stillede tabsgarantier fra pengeinstituttet. I forhold til købesummen ville der i 2012 ske en regulering af pengeinstitutternes samlede vederlag for Totalkredit i forhold til markedsandelen af lån formidlet af pengeinstitutterne til Totalkredit.

De tidsubegrænsede sanktioner i form af bodsbetaling, fortabelse af retten til restkøbesummen, tvangssalg af aktier til en dårlig kurs og klausulerne vedrørende DLR Kredit ville indebære så mærkbare konsekvenser, at det enkelte pengeinstitut fremover næppe ville have råd til at afbryde samarbejdet med Nykredit. Hermed ville konkurrenter blive afskåret fra at indgå et aktivt samarbejde med disse pengeinstitutter, med mindre de var parat til at betale en betragtelig godtgørelse for at frikøbe dem fra Nykredit. Dette forhold har været et af de væsentligste momenter ved Konkurrencestyrelsens behandling af fusionen.

Fusionen ville endvidere indebære, at Nykredit opnår en dominerende stilling på privatmarkedet for realkreditlån. Men dominansen er ikke stærk. Den næststørste udbyder, Realkredit Danmark, har med en markedsandel på 35 pct. en markedsposition, der ikke er ret langt efter den fusionerede virksomheds markedsandel på 42 pct. Parterne forventer ganske vist, at Nykredits markedsandel vil kunne vokse yderligere i kraft af samarbejdet med de 106 pengeinstitutter, men samtidig må der tages hensyn til, at både Realkredit Danmark og Nordea Kredit er dele af koncerner, der er endnu mere kapitalstærke end Nykredit.

Problemet ved fusionen er derfor lige så meget den måde, som konkurrencen udspiller sig på, hvor fusionen inklusiv samarbejdet med pengeinstitutterne efter styrelsens vurdering vil kunne forstærke markedets oligopolistiske tendens.

Den faktiske konkurrence

Prisen er normalt den vigtigste parameter på et konkurrenceudsat marked, men prisens rolle som afgørende konkurrencefaktor er væsentligt begrænset på realkreditmarkedet. Prisen på realkreditlån udtrykkes ved realkreditinstitutternes administrationsbidrag (bidraget), og Konkurrencestyrelsens undersøgelser har tidligere bekræftet, at priskonkurrencen på dette marked kunne være skarpere. Realkreditinstitutterne ændrer sjældent priser. Siden 1996 har ingen af realkreditinstitutterne således hævet eller sænket nogen af deres bidragssatser.

Det hænger ifølge realkreditinstitutterne sammen med, at erfaringerne har vist, at udbydernes fordele ved at føre en aktiv prispolitik på dette område er små. Konkurrenterne reagerer prompte på alle væsentlige initiativer til at sænke bidragssatserne, og derved har de hidtil neutraliseret alle forsøg på at vinde markedsandele. Prisnedsættelser betyder samtidig lavere indtægter og mindre overskud, og derfor er konkurrencen i højere grad flyttet over på andre parametre - produktudvikling, service/rådgivning og reklame.

Forudsætningerne for at konkurrere på produktudvikling er gode. Der er udviklet en række nye produkter op igennem 1990'erne i takt med liberaliseringen af lovgivningen, og disse produkter har gennemgående haft succes. Det har været med til at øge efterspørgselen efter realkreditlån hos forbrugerne. Der har ganske vist fra flere sider været udtrykt bekymring over de indbyggede risici ved de nye låntyper som rentetilpasningslån mv., men det har ikke afholdt kunderne fra at tage disse produkter til sig.

Det øgede salg har styrket realkreditinstitutternes indtjening og har fremmet deres bestræbelser på yderligere produktudvikling. Traditionelt har realkreditlån været markedsført som standardprodukter, hvor forbrugerne ikke har hæftet sig ved forskelle i de enkelte udbydernes tilbud. Udviklingen har imidlertid ført til, at tilbudene i højere og højere grad markedsføres som mærkevare. Realkredit Danmark kom først med sit FlexLån i 1996. Siden kom bl.a. Totalkredits BoligXlån og senest Nykredits Pauselån. Udbyderne søger at skille netop deres produkt ud fra konkurrenternes i markedsføringen og derved vinde et forspring.

Uanset dette er alle succesrige tiltag til lancering af produkter med nye egenskaber dog hidtil blevet ret hurtigt kopieret af konkurrenterne. Det har ført til en situation, hvor alle realkreditinstitutter har nogenlunde de samme produkter i deres sortiment, dog således at nogle af udbyderne har lidt flere forskellige produkter og dermed et lidt bredere sortiment end andre.

Samtidig er denne udvikling med mange forskellige produkter med forskellige egenskaber medvirkende til at øge behovet for at kunne tilbyde rådgivning og anden service til de forbrugere, der ønsker at optage lån. Her har pengeinstitutterne deres styrke sammenholdt med andre distributionskanaler.

For det første er der overordnet en stærk tradition for at søge finansiel rådgivning hos sit pengeinstitut. Dernæst kan et pengeinstitut, i modsætning til fx en ejendomsmægler, tilbyde vigtige supplerende ydelser - fx yderligere belåning, opstilling af garantier og kursovervågning.

Særligt i en situation, hvor der kræves rådgivning, og hvor der også skal tages hensyn til den enkelte låntagers økonomiske muligheder har pengeinstitutterne klare fordele som formidlere af realkreditlån. Alle danskere har i forvejen en konto i en bank. Mange forbrugere har også andre engagementer med sit pengeinstitut, og det er derfor mest naturligt for forbrugerne at henvende sig til banken, når de har behov for finansiel rådgivning, fx i forbindelse med et boligkøb og valg af finansiering.

Der gælder særlige regler for pengeinstitutternes rådgivning⁴. De skal sikre, at den enkelte kunde modtager en række minimumsoplysninger om instituttets egne produkter og ydelser, herunder produkter mv., som markedsføres eller formidles for andre. Samtidig har kunderne ret til at få oplysninger om størrelsen af eventuelle formidlingsprovisioner mv.⁵, men de fleste undlader at undersøge sådanne spørgsmål i detaljer.

Kunderne kan godt vælge et lån fra et andet realkreditinstitut end det, pengeinstituttet har som primær samarbejdspartner. Flere pengeinstitutter har da også haft aftaler om formidling mod vederlag til flere forskellige realkreditudbydere. Men i praksis har de en klar præference for et af disse. Styrelsens undersøgelser viser, at den andel, der formidles til det realkreditinstitut, som banken anser som sin primære samarbejdspartner, varierer fra 75-80 pct. til væsentligt over 90 pct. på ejerboligområdet.

Adskillige pengeinstitutter tilbyder også fordele - fx i form af rabat på gebyrer, en forhøjelse af lånebeløbet eller anden service - til de kunder, der vælger at tage deres realkreditlån hos ét bestemt selskab.

Ejendomsmæglere er også en vigtig samarbejdspartner for realkreditinstitutterne, men de spiller ikke nogen væsentlig rolle hvis kunderne ønsker yderligere finansiel rådgivning ud over den service, der knytter sig til det første tilbud.

Mæglerne spiller heller ingen rolle for de forbrugere, der overvejer omprioritering eller konvertering. Disse former for låntagning har i de senere år haft stigende betydning.

⁴ Bekendtgørelse nr. 604 af 26. juni 2003 om god skik for finansielle virksomheder. Bekendtgørelsen trådte i kraft den 1. oktober.

⁵ Bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder, § 9, stk.2, og lov om omsætning af fast ejendom, § 16.

Med overtagelsen af Totalkredit sikrer Nykredit sig gode forudsætninger for at deltage i den faktiske konkurrence på betingelser, der svarer til Realkredit Danmarks og Nordea Kredits. Alle tre selskaber vil herefter have fast samarbejde med stærke mæglerkæder og et net af pengeinstitutfilialer, jf. tabel 1.3.

Tabel 1.3: Distributionen af realkreditlån til privatmarkedet, 2002

	Ejendoms- mæglere antal	Pengeinstitut filialer antal	Detailbankmar- kedet pct.
Nykredit + Totalkredit	260	1.152	35-40
Realkredit Danmark	172	489	30-35
Nordea Kredit	125	348	20-25
Andre ⁶	933	78	5-10
I alt	1.490	2.067	100

Anm.: Realkreditinstitutternes styrke i distributionskanalerne kan ikke udtrykkes alene ved antallet af mæglere og filialer, da de enkelte mæglerkæder/-forretninger og de enkelte pengeinstitutfilialer ikke har lige stor betydning som salgssteder for realkreditlån.

Fusionen betyder ikke blot, at tre af de fire udbydere herefter har tilsvarende distributionsstruktur. Samtidig fastfryses formidlingsstrukturen via den reelle eksklusivitet, som samarbejdsaftalen mellem Nykredit/Totalkredit og pengeinstitutterne opstiller.

Det vil afskære både uafhængige realkreditinstitutter og nye konkurrenter fra at indgå i et nyt samarbejde eller udbygge et eksisterende samarbejde med aktionærene i Totalkredit, uanset at realkreditinstituttet i øvrigt var indstillet på at betale herfor. Endvidere kan andre realkreditinstitutter risikere at få opsagt allerede indgåede samarbejdsaftaler med pengeinstitutterne bag Totalkredit.

Den ensartede distributionsstruktur betyder også, at ingen af de store udbydere i fremtiden kan regne med at opnå fordele i den indbyrdes konkurrence ved tiltag, hvor de i særlig grad satser på en del af distributionssystemet. De andre vil alt andet lige kunne svare igen med lignende tiltag og udligne evt. forspring. Det er med til at cementere konkurrencemønstrene.

Fusionen og ikke mindst de aftaler, der binder pengeinstitutterne til Nykredit, vil derfor indebære, at den faktiske konkurrence hæmmes betydeligt. Konkurrencestyrelsens beregninger⁷ viser, at det mindskede konkurrencepres over nogle år kan føre til, at priserne for et realkreditlån efter fusionen vil kunne stige med 4-7 pct.

⁶ Blandt større pengeinstitutter i denne gruppe kan nævnes Lån & Spar Bank, Alm. Brand Bank, Basisbank, Skandiabank, SEB og Handelsbanken.

⁷ Appendix 2

Den potentielle konkurrence

Samtidig er den potentielle konkurrence ikke tilstrækkelig stærk til at opveje de skadelige virkninger af fusionen.

Det er ikke sandsynligt, at der i den nærmeste fremtid vil komme nye udbydere af realkreditlån til private. De seneste aktører, der er trådt ind på dette marked, har alle haft basis i den danske pengeinstitutsektor. Resultatet er blevet, at pengeinstitutter med en samlet markedsandel på 90-95 pct. allerede indgår i ejerskabsalliancer eller i strategiske alliancer med et realkreditinstitut. Det er usandsynligt, at der vil blive stiftet nye realkreditinstitutter på initiativ af de øvrige danske pengeinstitutter. Indtræden på realkreditmarkedet forudsætter, at man inden for kort tid kan regne med at formidle et stort volumen af lån, og de tilbageværende, ledige pengeinstitutter vil ikke have mulighed for at nå tilstrækkelig volumen foreløbig, selv om de evt. slår sig sammen.

Endvidere kan enhver konkurrence fra andre eksisterende realkreditinstitutters side udelukkes. LR Realkredit er ejet af seks pengeinstitutter, heraf Danske Bank, Nordea og tre af aktionærerne i Totalkredit. Disse aktionærer er derfor allerede repræsenteret på markedet gennem andre aktører. FIH Realkredit er specialiseret i lån til industri og håndværk og har ikke noget salgssystem eller distributionssystem, der gør det muligt at træde ind på markedet inden for kort tid. DLR Kredit må i kraft af sin tilknytning til pengeinstitutsektoren anses for en vigtig potentiel konkurrent, men fusionsaftalen (som anmeldt, dvs. inden afgivelsen af tilsagn) afskærer direkte og tidsbegrænset DLR Kredits ejere fra at træffe beslutning om at udvide aktiviteterne til privatmarkedet.

Heller ikke den produktudvikling, som foregår i flere pengeinstitutter i form af langvarige lån på realkreditlignende vilkår, kan tillægges væsentlig betydning i forhold til den potentielle konkurrence.

For det første er det alene den konkurrence, som kan komme fra de få eksisterende *selvstændige* pengeinstitutter (jf. note 6), som er relevant ved vurderingen af den potentielle konkurrence. Hverken de store pengeinstitutter eller de 106 lokale og regionale pengeinstitutter bag Totalkredit kan forventes at påføre koncernens egne realkreditprodukter hård konkurrence.

Dernæst omfatter de øvrige pengeinstitutter kun en mindre del af markedet. De har ikke samme distributionskraft som de tre store grupper og vil ikke kunne nå samme volumen. Endvidere har pengeinstitutternes tilbud indtil nu været begrænset til nogle bestemte låntyper, der kan sammenlignes med rentetilpasningslån og afdragsfrie lån, medens der indtil videre ikke er set eksempler på lån, der kan sammenlignes med de fastforrentede obligationslån. De realkreditlignende produkter, der har været markedsført indtil videre, har lidt andre egenskaber end traditionelle realkreditlån, først og fremmest større

fleksibilitet. Efter Konkurrencestyrelsens vurdering er der på nuværende tidspunkt ikke grund til at antage, at de generelt vil udgøre en trussel mod realkreditinstitutternes tilbud, som forbrugerne traditionelt har betydelig tillid til.

Endelig er der ikke grund til at antage, at der inden for en årrække vil opstå konkurrence i større omfang fra udenlandske aktørers side. Det danske realkreditsystem er unikt og kendes ikke i tilsvarende form i andre lande. Koncentrationen på det danske marked er høj og marginalerne lave. Hertil kommer, at adgang til privatkunderne kræver opbygning af et distributionsnet, der kan tage konkurrencen op med de danske pengeinstitutter.

Formidling via internettet har hidtil ikke haft nogen betydning, men internettet har potentiale for at kunne udvikle sig til en vigtig salgskanal. Ved øget internetanvendelse vil realkreditinstitutterne kunne spare omkostninger til fordyrende mellemlid og herved kunne tilbyde billigere lån. Forudsætningerne for at internetsalg for alvor kan komme i gang er dog endnu ikke på plads. En række lovgivningsmæssige krav til procedurerne for tinglysning og besigtigelse af ejendomme mv. forhindrer, at låneoptagelse ved nybelåning i dag kan gennemføres fuldstændigt i on-lineform.

Flere dele af den offentlige infrastruktur omkring realkrediten er for længst automatiseret og digitaliseret. De papirbaserede obligationer er afskaffet og erstattet af elektronisk indskrivning af obligationer (og aktier mv.) i Værdipapircentralen. Danmark har i disse henseender en infrastruktur, der er mindst lige så effektiv som i andre lande, vi normalt sammenlignes med. På flere andre områder kunne betingelserne forbedres, således at låneformidlingen kunne gøres uafhængig af en omkostningskrævende papirbaseret arbejdsgang og i stedet baseres på hurtig elektronisk udveksling af dokumenter.

Indførelsen af elektronisk tinglysning vil være en oplagt forbedring, som - ikke mindst i lyset af den seneste udvikling med bl.a. digitale signaturer - under alle omstændigheder burde kunne gennemføres hurtigt i forhold til ikke-negotiable realkredit- og pengeinstituttpantebreve med pant i fast ejendom. Det vil indebære betydelige fordele, såfremt Justitsministeriet pressede på for at fremme denne proces.

Det er også åbenbart, at der forekommer en række situationer, hvor kravet om fysisk besigtigelse af en ejendom forud for belåningen ikke er nødvendig, men hvor det kan overlades til realkreditinstituttet at vurdere om ejendommen skal bese. Der tænkes bl.a. på de tilfælde, hvor lånet er klart mindre end pantets friværdi. Det vil indebære fordele, såfremt Finanstilsynet lempet på kravene om fysisk besigtigelse af den faste ejendom.

Justitsministeriet har i sommeren 2003 nedsat et udvalg, som bl.a. skal belyse mulighederne for elektronisk tinglysning. Indtil udvalgets anbefalinger foreligger (og gennemføres), må internettet primært betragtes som en mar-

kedsførings- og informationskanal, men med de nødvendige reformer på plads må internettet antages at have et væsentligt potentiale som aktiv salgskanal. Det vil kunne få betydning for den fremtidige konkurrencesituation og vil kunne lægge pres på de andre distributionskanaler - pengeinstitutterne og ejendomsmæglerne - om at leve op til kundernes krav til de lavest mulige priser.

Virkningerne på obligationsmarkedet

Fusionen vil ikke skabe en dominerende stilling på obligationsmarkedet, hvor de store pengeinstitutter står for en stor del af handelen. Nykredit kommer således efter fusionen ikke op på en markedsandel på over 25 pct. Selv om fusionen ikke skaber en dominerende stilling på obligationsmarkedet, kan den imidlertid godt få konsekvenser for markedsudviklingen.

En følge af fusionen er, at både Nykreditlån og Totalkreditlån i fremtiden skal finansieres med Nykreditobligationer. Det betyder, at Nykredits obligationsserier bliver større og dermed mere likvide. Det kan gavne kursdannelsen og føre til bedre kurser. Det vil især være til fordel for investorerne på engrosmarkedet samt for låntagerne.

Det er mere usikkert, om de forbrugere, der investerer i obligationer som opsparing, automatisk opnår andel af disse kursfordele. Det skyldes, at de forbrugere, der investerer i obligationer, ikke handler obligationer direkte med realkreditinstitutterne, samt at de forbrugere, der køber eller sælger obligationer til deres opsparing, sjældent handler til de samme kurser som realkreditinstitutterne.

1.2.3 Samlet vurdering af fusionens virkninger - uden tilsagn

Formålet med fusionskontrol er at sikre, at fordelene ved en fusion - der som regel tilfalder ejerne - ikke sker på bekostning af forbrugere, konkurrenter eller samfundsinteresser. Det skal derfor vurderes, hvorledes virkningen for de involverede virksomheder afviger fra de samfundsøkonomiske virkninger.

Ved vurderingen af fusionen er der taget udgangspunkt i den viden om markedet, som styrelsen har haft i kraft af både en række sager, der er blevet behandlet i de senere år, og flere analyser - senest analyserne i Konkurrenceregørelsen 2002, kapitel 3.

På den positive side kan det fremhæves, at realkreditlån formidles hurtigt og effektivt i Danmark i forhold til de fleste andre lande og til relativt lave omkostninger.

Det kan ligeledes fremhæves, at fusionen styrker de pengeinstitutter, der ejer Totalkredit, hvorved disse i større omfang kan træde op mod og konkurrere

med de to største finansielle koncerner, nemlig Danske Bank-koncernen og Nordea-koncernen.

Endelig er det fremført, at den negative effekt i form af fastlåst priskonkurrence ikke er ny. Det er således mere end 7 år siden, institutterne senest - og i øvrigt stort set samtidigt - ændrede deres bidragssatser.

Alle disse tre forhold har dog begrænset vægt.

De lave omkostninger til realkreditlån skyldes således i vidt omfang de helt særlige kapitalmarkedstraditioner i Danmark, herunder et begrænset aktiemarked og uudviklede markeder for andre ikke-realkreditlån, samt at den offentlige regulering på flere områder har understøttet realkreditens position. Det er således karakteristisk, at sektorens omkostninger i mange år har været høje - fx har medarbejderne i mange år nydt godt af højere løn end funktionærer i de fleste andre erhverv.

Styrkelsen af den ”tredje blok” i forhold til Danske Bank og Nordea kan både fremme og skade konkurrencen på pengeinstitutmarkederne. Eksistensen af et relativt stort antal pengeinstitutter er udtryk for en stor bredde i sektoren snarere end for en skarp konkurrence. Hvis samarbejdet leder til, at konkurrencen mellem de små pengeinstitutter mindskes, bliver situationen endnu værre.

Endvidere kan det forhold, at priskonkurrencen allerede er meget begrænset, ikke lede til, at man ser bort fra det negative ved, at priskonkurrencen bliver endnu mindre, jf. at Konkurrencestyrelsens beregninger viser, at fusionen over nogle år kan føre til prisstigninger på 4-7 pct.

Nykredits interesse har været at sikre sig nye afsætningskanaler. Uden disse kanaler ville Nykredit risikere faldende markedsandele fremover. Nykredit har ganske vist aftaler med ejendomsmæglerkæder, som sikrer Nykredit en vis lånetilgang. I de senere år har det imidlertid vist sig, at ejendomsmæglerne er blevet en mindre vigtig distributionskanal end pengeinstitutterne. Derfor har Nykredit opkøbt den meste fremgangsrige udbyder på markedet.

Interessen hos Totalkredits ejere, nemlig 106 små og mellemstore pengeinstitutter, har været, at de har kapitaliseret værdien af deres distributionsnet. Nykredit har således betalt en pris for Totalkredit, der oversteg Totalkredits indre værdi med ca. 4 mia. kr.

Denne betydelige gevinst er ikke udtryk for en samfundsøkonomisk fordel. Den samfundsøkonomiske fordel, målt ved sparede produktionsomkostninger, er yderst beskeden. Der er peget på, at Totalkredit kan spare et beløb til produktudvikling - men der er i høj grad tale om hypotetiske beløb, som Totalkredit ikke afholder i dag. Der ligger muligvis en synergieffekt i det forhold, at en obligationsudbyder forsvinder, hvilket betyder, at den gennem-

snitlige dybde i hver cirkulerende obligationsserie kan øges, hvorved obligationsmarkedet kan blive endnu mere likvidt, end det er i forvejen. Herudover har parterne selv peget på, at mulighederne for at opnå en gunstig rating på de internationale kapitalmarkeder bliver bedre. Også disse effekter må dog vurderes at være af beskeden betydning.

Det må derimod betegnes som usundt eller som en indikation af manglende konkurrence, at en realkreditkunde kan være flere tusinde kroner ”værd”, således at en ny kunde giver et betydeligt formidlingshonorar - uden at denne værdi giver anledning til, at prisen - dvs. rentemarginalen - konkurreres ned. Dette ville ikke kunne forekomme på et konkurrencepræget marked.

Endelig kommer det helt centrale punkt, nemlig at Nykredits markedsandel sammenholdt med de oprindelige vilkår for distributions samarbejdet, ville skabe en række bindinger i distributionsleddet, som ville gå længere, end hvad der kunne accepteres konkurrenceretligt.

Konkurrencestyrelsen har derfor ikke fundet, at fusionen, med de tilhørende aftaler, kunne godkendes i den form, som de blev forelagt for styrelsen.

Styrelsen har derefter drøftet med parterne, hvorledes aftalen kunne ændres, så de negative virkninger for konkurrencen blev fjernet. For de elementer i fusionsaftalen, der mere svarer til en klassisk distributionsaftale end til en fusionsaftale, har det været overvejet, om aftalen ville kunne imødekomme de sædvanlige betingelser for godkendelse af sådanne aftaler⁸, herunder at en del af fordelene ved aftalen skulle komme forbrugerne til gode. På denne baggrund er styrelsen og parterne blevet enige om en række ændringer i fusionsaftalen.

1.3 Tilsagn

Først og fremmest forkortes aftalernes løbetid væsentligt. Den oprindelige aftale havde en løbetid på 9 år, og flere elementer i aftalen var endda tidsubegrænsede. De mest konkurrencebegrænsende elementer i den reviderede aftale løber til sammenligning hermed kun i fire år.

En række andre, mindre konkurrencebegrænsende elementer, gælder i yderligere 2 ¼ år. I denne periode vil det være muligt for en konkurrent til Nykredit at betale nogle af pengeinstitutterne - eller alle - for at indgå en ny, bedre aftale til anden side. Efter den 1. april 2010 - er pengeinstitutterne frit stillet.

At aftalen er blevet forkortet væsentligt betyder, at der ligger et stort effektivitetspres på både Nykredit og de formidlende pengeinstitutter. Nykredit skal således forblive den mest attraktive realkreditleverandør for pengeinstitutter-

⁸ jf. konkurrencelovens § 8, stk. 1.

Boks 1.1: Nykredits tilsagn

Samarbejdet med pengeinstitutterne

- Ingen sanktioner ved pengeinstitutters udtræden af samarbejdet efter den 1. april 2010
- Boden ved ophør af samarbejdet nedsættes fra 3 til 1 års provisioner
- Betalingen for de udtrædende pengeinstitutters aktier i PRAS hæves til kurs 0,65 af indre værdi.
- Fra 1. januar 2008 kan pengeinstitutterne afbryde samarbejdet med Nykredit uden afkortning af købesummen
- Fra 1. januar 2008 kan pengeinstitutterne afbryde samarbejdet med Nykredit uden pligt til at afhænde aktierne i PRAS.
- Opgørelsen af det samlede vederlag til pengeinstitutterne sker pr. 1. april 2010. Udtrådte pengeinstitutters lån indgår ikke i opgørelsen
- Eksekutivkomiteens kompetence ændres, og den omdannes til et organ uden adgang til oplysninger om enkelte pengeinstitutters formidling
- Fra 1. januar 2008 bortfalder pengeinstitutternes pligt til at stemme mod, at DLR begynder udlån til privatmarkedet
- Fra 1. april 2010 bortfalder Nykredits forkøbsret til pengeinstitutternes aktier i DLR

Priserne for realkreditlån og indskrivning af obligationer

- Nykredit nedsætter bidraget for nye lån til kernekunder til 0,50 pct. for fuld belåning
- Bidraget for andre nye Nykredit-lån til private nedsættes tilsvarende.
- Nykredit indfører en rabat på 600 kr. til private kunder, der optager lån via Nykredits hjemmeside
- Nykredit indfører gratis indskrivning af egne obligationer i VP inden 1. juli 2004

Fremme konkurrencen for realkreditlån og handel med obligationer

- Nykredit offentliggør alle formidlingshonorarer til pengeinstitutterne
- Nykredit vil offentliggøre alle formidlingshonorarer til ejendomsmæglerne forudsat andre gør tilsvarende
- Nykredit tilslutter sig Finansrådets og Realkreditrådets prisguider
- Nykredit vil foranledige, at pengeinstitutterne gør det samme i det omfang det er praktisk muligt
- Nykredit samler kursskæring og kurtage i én post ved markedsføring og afregning af realkreditlån
- Nykredit stiller priser på fondsbørsen i sine 15-20 mest likvide obligationsserier
- Nykredit vil anvende sine best efforts til at fremme private internetkunders muligheder for at handle obligationer direkte på fondsbørsen

ne - både omkostningsmæssigt og produktmæssigt. Pengeinstitutterne skal på sin side fortsat udgøre det mest effektive distributionssystem.

Styrelsen har lagt vægt på, at begge parter efter udløbet af perioden på 6 ¼ år har reelle muligheder for at vælge en anden samarbejdspartner. Dette er også sikret, idet pengeinstitutterne frit kan udtræde, og ikke vil skulle betale nogen form for erstatning til Nykredit. Nykredit vil også kunne udtræde af samarbejdet. Formelt vil dette blive betragtet som en misligholdelse af aftalen, men aftalen medfører, at Nykredits erstatning til pengeinstitutterne alene vil være, at disse i to år efter ophøret af samarbejdet kan kræve realkreditlån leveret af Nykredit til uændrede priser, samt at Nykredit skal levere en kopi af det edb-system, der er en del af Totalkreditkonceptet. Nykredit har tilkendegivet over for Konkurrencestyrelsen, at dette vil kunne ske uden nævneværdige omkostninger for Nykredit, og derfor vurderes der ikke at være væsentlige barrierer for, at Nykredit kan stoppe samarbejdet med pengeinstitutterne, hvis en anden forretningsstrategi er bedre for Nykredit.

I forhold til DLR Kredit vil pengeinstitutterne efter fire år frit kunne udvide selskabets aktiviteter til også at omfatte privatsegmentet. Herved er der åbnet mulighed for at oprette en direkte konkurrent til Totalkredit.

For det andet reducerer Nykredit/Totalkredit nogle af sine priser. Først og fremmest reducerer Nykredit sine bidragssatser fra de gældende 0,529 pct. til fremover 0,500 pct.⁹ Nykredit bliver hermed billigst i markedet sammen med Totalkredit, jf. tabel 1.4.

Tabel 1.4: Bidragssatser for et realkreditlån med fuld belåning

	Nykredit	Totalkredit	Realkredit Danmark	Nordea Kredit	BRF kredit
Gnst. bidrag	0,500	0,500	0,519	0,525	0,506

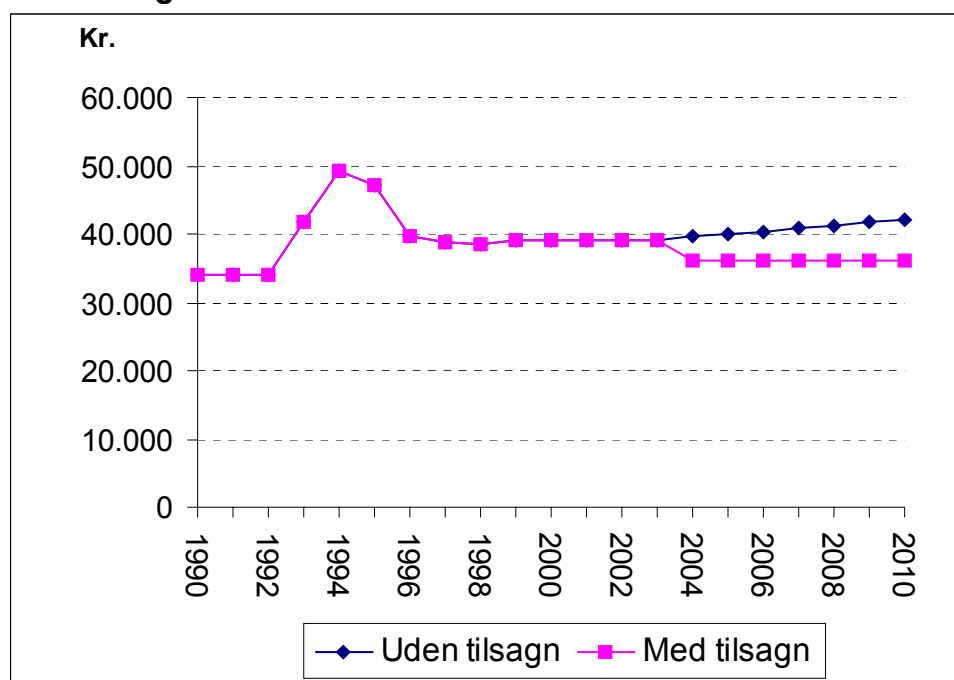
Anm. I beregningen af Realkredit Danmarks bidrag er indregnet en rabat for lån med 12 betalingsterminer på 0,8671 pct. af ydelsen på et tilsvarende 4-terminers lån.

Når der i denne sag er aftalt prisændringer, så skyldes det bl.a., at fusionen er knyttet til en række aftaler, der alternativt skulle være behandlet efter reglerne om konkurrencebegrænsende aftaler. Et af kriterierne for godkendelse af disse aftaler er, at en del af fordelene eller effektivitetsgevinsterne skal komme forbrugere til gode. Det vil nedsættelsen af bidraget til 0,500 pct. være med til at sikre.

⁹ Satsen på 0,500 gælder for fuld belåning for kernekunder hos Nykredit. Godt 90 pct. af kunderne er kernekunder. For ikke-kernekunder sker der en tilsvarende forholdsmæssig reduktion.

Reduktionen af bidragssatsen gælder kun for nye lån, men vil første år medføre besparelser for forbrugerne på ca. 12 mio. kr. Efter nogle år, når stort set alle lån er fornyet, vil besparelsen udgøre 50 mio. kr. Tilsagnet imødegår dermed de prisstigninger, som fusionen ellers måtte antages at medføre, jf. figur 1.1 nedenfor. Såfremt de andre realkreditinstitutter nedsætter deres bidrag tilsvarende, kan besparelsen for forbrugerne blive mere end dobbelt så stor.

Figur 1.1: Udviklingen i nutidsværdien af Nykredits administrationsbidrag 1996-2010



Anm.: Figuren viser udviklingen af administrationsbidraget for et 20-årigt Nykreditlån, der optages 1999-2010. Alle bidrag over 20-års-perioden er tilbagediskonteret til lånets udbetalingsstidspunkt. (Om metoden til tilbagediskontering - se tekst til tabel 3.2.) For udviklingen fra 2003 er vist to forskellige fremtidsscenarioer. Begge bygger på den model, der er beskrevet i A. I figuren er det forudsat, at en forhøjelse af bidragene efter fusionens gennemførelse (uden tilsagn), sker gradvist over 7 år.

Dernæst indfører Nykredit og Totalkredit rabat ved optagelse af lån via internettet. Forbrugere, der gennemfører de dele i lånesagsbehandlingen, som Nykredit tilbyder på sin hjemmeside får en rabat på 600 kr. i forhold til et lånesagsgebyr på 1050 kr. Hvis formidling via internettet gradvis opnår en andel af Nykredits og Totalkredits salg på fx 33 pct., vil den samlede besparelse udgøre 20-25 mio. kr. årligt. Uanset besparelsens størrelse er den egentlige hensigt at øge forbrugernes incitament til at anvende internettet, bl.a. fordi det samtidig vil udsætte bankfilialnettet for et øget konkurrencepres.

Yderligere indfører Nykredit gratis indskrivning af egne obligationer i Værdipapircentralen. Nykredit har indført et gebyr på 45 kr. pr. depot samt 20

kr. pr. fondskode. Det falder væk senest 1. juli 2004. Det indebærer en besparelse for forbrugerne og kan samtidig lægge et pres på pengeinstitutternes gebyrer. Besparelsen beror på, hvor mange kunder, der i fremtiden lader deres obligationer indskrive gennem Nykredit. Hvis alle obligationer indskrives gennem Nykredit, kan forbrugerne spare over 10 mio. kr. BRFkredit tilbyder også gratis indskrivning, og hvis de øvrige realkreditinstitutter gør det samme kan besparelsen blive endnu større.

For det tredje gennemfører Nykredit en række foranstaltninger, der skal forbedre konkurrenceforholdene. Nykredit vil offentliggøre sine formidlingshonorarer over for pengeinstitutter og ejendomsmæglere. Det vil fremme gennemsigtigheden for låntagerne. Nykredit vil også tilslutte sig Finansrådets og Realkreditrådets prisguider og foranledige, at pengeinstitutterne gør det samme i det omfang, det er praktisk muligt. Totalkredit har ikke tidligere været tilsluttet Realkreditrådets prisguide.

Nykredit vil desuden i fremtiden stille priser på Københavns Fondsbørs på selskabets 15-20 mest likvide obligationsserier på samme vilkår som gælder for sædvanlige prisstillerordninger. Erfaringerne fra aktiemarkedet viser, at prisstillerordninger kan føre til skarpere kurser. Nykredit vil også oplyse en samlet pris for kursskæring og kurtage både ved markedsføring og ved afregning af realkreditlån. Det gør det lettere at få overblik over transaktionsomkostningerne.

Endelig vil Nykredit øge private internetkunders muligheder for at handle obligationer direkte på Københavns Fondsbørs. Såfremt private kunder kan handle obligationer direkte på børsen gennem deres hjemmebanker på tilsvarende måde som aktier, kan det lægge et pres på de priser, værdipapirhandlerne tilbyder, og dermed føre til skarpere kurser. Samtidig kan det få afsmittende følger for detailbankmarkedet, idet kunderne får et umiddelbart alternativ til pengeinstitutternes egne opsparingstilbud.

1.4 Samlet vurdering

Det er Konkurrencestyrelsens vurdering, at aftalekomplekset med de ændringer, der er indeholdt i parternes tilsagn, indebærer, at de negative virkninger af fusionen begrænses ganske betydeligt. Aftalernes tidsfrister gradueres, således at de mest alvorlige bestemmelser maksimalt må løbe frem til 1. januar 2008, mens de øvrige maksimalt må løbe frem til den 1. april 2010. Disse tidsrum er ikke længere end, at parterne vil være nødt til at tage hensyn til dem fra starten - ellers risikerer de at miste de fordele, som de ellers håber at få ud af fusionen.

I kombination hermed er der opnået enighed om en række forbruger- og samfundsgavnligt tiltag i form af prisnedsættelser og foranstaltninger, der skal

øge gennemsigtigheden og sikre, at sektoren fortsat kan udsættes for tilstrækkeligt pres til at forny sig og effektivisere.

Samlet set er det derfor styrelsens vurdering, at fusionen ganske vist skaber en dominerende aktør på markedet, men at de tilsagn, som Nykredit har givet, indebærer, at fusionen ikke vil føre til, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt.

Nykredits tilsagnsaftale

GORRISSSEN FEDERSPIEL KIERKEGAARD

Tilsagn

Fusionen mellem Nykredit Realkredit A/S og Totalkredit A/S

Under henvisning til foreløbige fusionsanmeldelser af 27. juni og 6. august 2003 og de efterfølgende drøftelser mellem Konkurrencestyrelsen og fusionsparterne, kan fusionsparterne hermed afgive følgende tilsagn til brug for Konkurrencerådets godkendelse af fusionen.

Afgivelsen af disse tilsagn sker under den forudsætning, at fusionen godkendes uden yderligere krav eller betingelser fra Konkurrencerådet, herunder vilkår eller påbud efter Konkurrencelovens § 12 e. I modsat fald forbeholder fusionsparterne sig ret til at anke samtlige vilkår og/eller påbud, inkl. disse tilsagn helt eller delvis.

De hermed afgivne tilsagn bortfalder, såfremt samarbejdet mellem Nykredit Realkredit A/S og Pengeinstitutterne ophører. Såfremt et Pengeinstitut udtræder, gælder tilsagnet fortsat for de øvrige Pengeinstitutter og Nykredit, hvorimod tilsagnet efter udtræden bortfalder for det pågældende Pengeinstitut.

De af fusionsparterne (NT) afgivne tilsagn er følgende:

(1) Bindinger

Et Pengeinstituts udtræden af samarbejdet udløser en række reguleringer/forpligtelser, herunder:

- a. Bortfald af den resterende del af den del af købesummen på aktierne i Totalkredit A/S, som betales løbende over 9 år.
- b. Pengeinstituttet er forpligtet til at sælge dets aktier i PRAS A/S til en pris svarende til indre værdi x 0,65.

NT's udtræden af samarbejdet udløser ligeledes en række reguleringer/forpligtelser, herunder:

- c. NT er forpligtet til at købe den PRAS A/S tilhørende aktiepost i Nykredit Holding til indre værdi x 1,35.

De under a., b. og c. nævnte forpligtelser bortfalder den 1. januar 2008.

Nykredit Realkredit A/S tilbyder Pengeinstitutter, der udtræder efter 1. januar 2008, at tilbagekøbe disse Pengeinstitutters aktier i PRAS A/S til en pris, svarende til aktiernes andel af selskabets indre værdi x 0,65.

GORRISEN FEDERSPIEL KIERKEGAARD

Efter den 1. januar 2008 kan Pengeinstitutterne formidle lån mod vederlag på privatmarkedet (ejerboliger og/eller fritidshuse) til andre realkreditinstitutter, uden at dette udløser de under a) og b) nævnte virkninger. Formidling af lån mod vederlag på privatmarkedet til DLR, uden at dette udløser de under a) og b) nævnte retsvirkninger, kan dog først ske efter den 1. april 2010. I disse situationer kan Nykredit dog opsigte samarbejdet med det pågældende Pengeinstitut uden retsvirkninger for Nykredit.

Pengeinstitutterne kan under hele samarbejdets løbetid formidle lån til andre realkreditinstitutter uden betaling herfor. En sådan formidling udløser - uanset omfanget heraf - ingen retsvirkninger for det enkelte Pengeinstitut. Tilsvarende udløser antallet af faktisk formidlede Nykredit- eller Totalkreditlån ingen konsekvenser for det enkelte Pengeinstitut, jf. dog pkt. 3 for så vidt angår reguleringen af det samlede vederlag.

(2) Eksekutiv Komitéen

Eksekutiv Komitéen får ikke kompetence til at træffe bindende beslutninger for parterne og vil ikke få oplysninger om det enkelte Pengeinstituts formidling af lån.

(3) Regulering af vederlag

Opgørelsen af det samlede vederlag, som Nykredit Realkredit A/S betaler til Pengeinstitutterne for Totalkredit A/S baseres på, at lån, formidlet af Pengeinstitutterne til NT har en markedsandel af obligationsrestgælden på privatsegmentet på 23,75% pr. den 1. april 2010.

Hvis et Pengeinstitut udtræder, nedsættes den anførte procent med det udtrædende Pengeinstituts (forholdsmæssige) markedsandel på tidspunktet for dette Pengeinstituts udtræden.

(4) Betaling ved udtræden

Hvis en af parterne udtræder af samarbejdet, betaler denne part et beløb til den eller de øvrige parter, svarende til summen af modtagne respektive betalte bruttoprovisioner for de seneste 12 måneder før udtræden, jf. dog herved pkt. (9) nedenfor.

Den nævnte forpligtelse bortfalder den 1. april 2010.

(5) Bidragsnedsættelse m.m.

I forbindelse med fusionens gennemførelse nedsættes bidraget for nye lån til kernekunder i Nykredit Realkredit A/S til 0,50% ved fuld belåning (kernekunder er alle kunder i Nykredit Realkredit med lån i ejerbolig eller fritidshus, som har betalt alle terminer til tiden gennem de seneste to år). Tilsvarende nedsættelse gives til øvrige kunder og ved andre belåningsgrader.

NT vil genindføre gratis indskrivning af egne obligationer i VP snarest muligt og senest den 1. juli 2004.

GORRISSEN FEDERSPIEL KIERKEGAARD

(6) Konkurrencefremmende foranstaltninger

For at forbedre konkurrencen i forhold til situationen på markedet inden fusionens vedtagelse, vil NT efter fusionens gennemførelse indenfor rammerne af realkreditlovgivning og NT's rådgiveransvar tilbyde kunder, der via internettet gennemfører de elementer af lånesagsbehandlingen, der kan gennemføres over NT's system, en prisreduktion på kr. 600.

(7) Gennemsigtighed

NT vil yderligere arbejde for at fremme gennemsigtigheden for kunderne samt styrke konkurrence ved låneformidling ved at:

- offentliggøre alle formidlingshonorarer, der betales til Pengeinstitutterne. Såfremt en sådan gennemsigtighed ikke er almindelig i sektoren efter en periode på 3 år, kan NT ophøre med at offentliggøre disse oplysninger,
- offentliggøre alle formidlingshonorarer, der betales til ejendoms-mæglere, under forudsætning af at andre væsentlige markedsdeltagere offentliggør disse oplysninger,
- tilslutte sig Finansrådets og Realkreditrådets prisguider og vil foranledige, at Pengeinstitutterne, i det omfang, det er praktisk muligt, tilslutter sig de samme prisguider,
- oplyse en samlet pris for kursskæring og kurtagage såvel ved markedsføring som ved afregning af realkreditlån,
- stille priser på Københavns Fondsbørs på NT's mest likvide obligationsserier (p.t. ca. 15-20 serier) under normale markedsforhold og under vilkår som gældende ved sædvanlige prisstillingsordninger og
- anvende NT's best efforts til at gennemføre foranstaltninger, der øger private internetkunders muligheder for at handle obligationer direkte på Københavns Fondsbørs.

(8) DLR Kredit A/S

Pengeinstitutternes forpligtelse til at stemme imod forslag om at lade DLR påbegynde udlån til ejerboliger og/eller fritidshuse bortfalder den 1. januar 2008.

Nykredit Realkredit A/S' forkøbsret ved Pengeinstitutternes salg af aktierne i DLR Kredit A/S bortfalder den 1. april 2010, og i det i pkt. (9) anførte tilfælde.

(9) Opkøb/fusion

Såfremt et Pengeinstitut opkøbes af eller fusioneres med en finansiel virksomhed udenfor samarbejdet, foreligger der efter parternes aftale udtræden. Såvel (i) det pågældende Pengeinstituts betaling af det under (4) ovenfor anførte beløb som (ii) Nykredits forkøbsret til Pengeinstituttets aktier i DLR, jf. pkt. 8 og (iii) forpligtelsen til at stemme imod forslag om at lade DLR påbegynde udlån til ejerboliger og/eller fritidshuse indtil 1. januar 2008, jf. pkt. 8, bortfalder i en sådan situation.

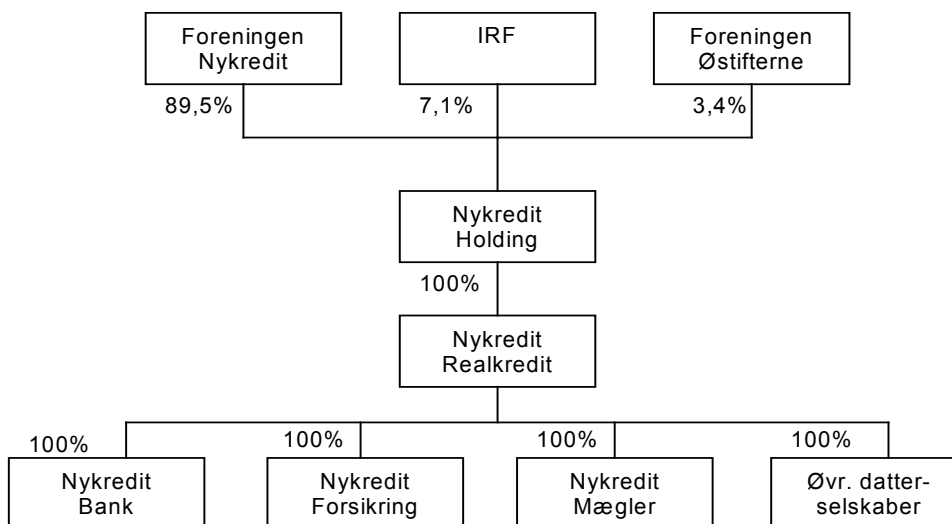
2 Virksomhederne og fusionen

2.1 Nykredit Holding A/S

Nykredit blev etableret i 1985 ved en fusion mellem Forenede Kreditforeninger og Jyllands Kreditforening. Nykredit Holding A/S har ingen direkte forretningsmæssige aktiviteter og har alene til formål at opretholde og videreføre Nykredits realkreditvirksomhed gennem selskabets aktiebesiddelse i Nykredit Realkredit A/S, som er koncernens moderselskab. Foruden realkrediten, som er Nykredits kerneområde, beskæftiger Nykredit sig også med bank- og forsikringsvirksomhed samt ejendomsformidling gennem datterselskaberne Nykredit Bank A/S, Nykredit Østifternes Forsikring A/S og Nykredit Mægler A/S.

Ejerkredsen bag Nykredit Holding A/S består af Foreningen Nykredit med en ejerandel på 89,5 pct., Industriens Realkreditfond med en ejerandel på 7,1 pct. og Foreningen Østifterne med en ejerandel på 3,4 pct. Det er således alene Foreningen Nykredit, der via sin ejerandel kan udøve bestemmende indflydelse over Nykredit Holding A/S.

Figur 2.1: Koncernstrukturen i Nykredit



Koncernen er organiseret med 4 koncerntværgående forretningsområder: Privat, Landbrug, Erhverv og Markets & Asset Management. Formålet med denne organisering på tværs af de juridiske selskaber er, at de enkelte juridiske selskaber skal træde i baggrunden, mens koncernens fælles mærke, Nykredit, skal være i front.

Nykredit havde i 2002 en samlet koncernomsætning på 30,4 mia. kr., hvoraf omsætningen i Danmark udgjorde 30,2 mia. kr. Nykredit har ingen omsætning uden for EU¹⁰.

2.2 Totalkredit A/S

Totalkredit trådte ind på realkreditmarkedet i 1990 efter liberaliseringen af lovgivningen i 1989. Det skete ved at genåbne den tidligere virksomhed, Provincesbankernes Reallånefond, der havde standset udstedelse af nye obligationsserier efter realkreditreformen i 1970.

Totalkredit var oprindeligt en fond, men blev i 1999 omdannet til et aktieselskab, og den daværende kreds af samarbejdende pengeinstitutter blev aktionærer i Totalkredit.

Aktionærene består i dag af 106 lokale og regionale banker, sparekasser og andelskasser, hvoraf de største er Jyske Bank, Sydbank og Arbejdernes Landsbank, der alle har en ejerandel på mere end 5 pct. Ingen af de aktionærer, der står bag Totalkredit, besidder en sådan aktieandel, at de selvstændigt kan udøve en bestemmende indflydelse over Totalkredit.

Aktierne er fordelt mellem pengeinstitutterne i forhold til størrelsen af deres udlån. Aktiefordelingen ajourføres hvert tredje år for at sikre, at pengeinstitutternes andel af aktiekapitalen modsvarer af andelen af låneporteføljen. Der optages nye aktionærer i Totalkredit på bestyrelsens anbefaling og med tiltrædelse af 2/3 af stemmerne i Totalkredit. Pengeinstitutter, der selv ejer et realkreditinstitut eller har en størrelse, hvor de er i stand til at oprette et realkreditinstitut, kan ikke tilsluttes samarbejdet. Af samme grund ophørte sam-

¹⁰ Nykredit har i 2003 etableret realkreditbank i Polen.

arbejdet mellem Totalkredit og Midtbank i 2002 i forbindelse med Svenska Handelsbankens overtagelse af Midtbank.

Totalkredit driver udelukkende realkreditvirksomhed med udlån til privatkunder. Totalkredit tilbyder således ikke lån til hverken erhverv eller landbrug.

Det er ejerkredsen bag Totalkredit - de lokale og regionale pengeinstitutter - der formidler lånene i Totalkredit i henhold til en samarbejdsaftale. Totalkredits forretningskoncept bygger på et særligt garantikoncept, der indebærer, at de lokale og regionale pengeinstitutter er ansvarlige for såvel kundebetjening som risikoafdækning. Omkostningsforbrug og tab placeres således i pengeinstitutterne i stedet for i Totalkredit. Pengeinstitutterne får til gengæld en løbende honorering for denne formidling og risikoafdækning.

Totalkredit havde i 2002 en samlet omsætning i Danmark på 7,7 mia. kr. Totalkredit har ingen udenlandske aktiviteter.

2.3 Fusionen

2.3.1 Transaktionen

Fusionen gennemføres ved, at Nykredit giver hvert enkelt af de 106 pengeinstitutter et enslydende tilbud. Tilbuddet giver pengeinstituttet mulighed for *enten* at sælge alle dets aktier i Totalkredit ”nu”, dvs. på det tidspunkt i 2003, der fastlægges som det endelige tidspunkt for handlens gennemførelse (Closing), *eller* at sælge en del af aktierne nu og give Nykredit Realkredit option på resten af pengeinstitutternes aktier i Totalkredit. Nykredit betaler kurs 1.521,15 for pengeinstitutternes aktier svarende til en værdiansættelse af Totalkredit på 7,15 mia. kr.

Tilbuddet er betinget af følgende:

- At der samlet opnås en aktiemajoritet pr. Closing i 2003 på mindst 50,1% af aktierne, når samtlige pengeinstitutter har truffet beslutning om salg.
- Alle pengeinstitutter, der accepterer Nykredits tilbud, sælger mindst 10 aktier pr. Closing i 2003.
- At pengeinstitutterne mod præmiebetaling på henholdsvis 45,63 kr. og 136,90 kr. pr. aktie giver Nykredit option til pr. 1. oktober 2004 eller pr. 2. oktober 2006 at kunne købe pengeinstitutternes resterende aktier i Totalkredit. Hver option kan udnyttes enkeltvist.
- At pengeinstitutterne accepterer, at vederlaget for den enkelte aktie sammensættes af en kontant betaling og en betinget løbende ydelse, der løber

i 9 år, og reguleres efter andelen af lån formidlet af pengeinstitutterne i forhold til Nykredit/Totalkredits samlede markedsandel i 2010.

- At pengeinstitutterne forpligter sig til at eje den til enhver tid værende aktiebesiddelse i Nykredit Holding i et fælles selskab, PRAS A/S, således at der kun indgår én ny aktionær i aktionærkredsen for Nykredit Holding. Pengeinstitutterne forpligter sig samtidig til at indskyde 1,15 mia. kr. i PRAS A/S. Beløbet investeres i aktier i Nykredit Holding¹¹.

Der er således tale om et betinget tilbud. Pengeinstitutterne tiltræder samtidig en række aftaler, herunder aktieoverdragelsesaftale, optionsaftale, samarbejdsaftale, diverse aktionæroverenskomster mv.

Vederlaget på 1.521,15 kr. pr. aktie er sammensat af :

- 882,90 kr. (58%) ubetinget kontant betaling
- 638,25 kr. (42%) i form af en betinget løbende ydelse fastsat i forhold til antallet af solgte aktier. Ydelsen løber i 9 år og reguleres efter andelen af lån formidlet af pengeinstitutterne i forhold til Nykredit og Totalkredits samlede markedsandel i 2010.

Den løbende ydelse falder i lige store beløb hvert år. Ydelsen er ens, uanset om pengeinstituttet sælger alle aktier i 2003 eller om optionerne først udnyttes i 2004/2006. Udnyttes optionerne fuldt ud, købes de resterende aktier på samme vilkår, som de aktier, der købes i 2003.

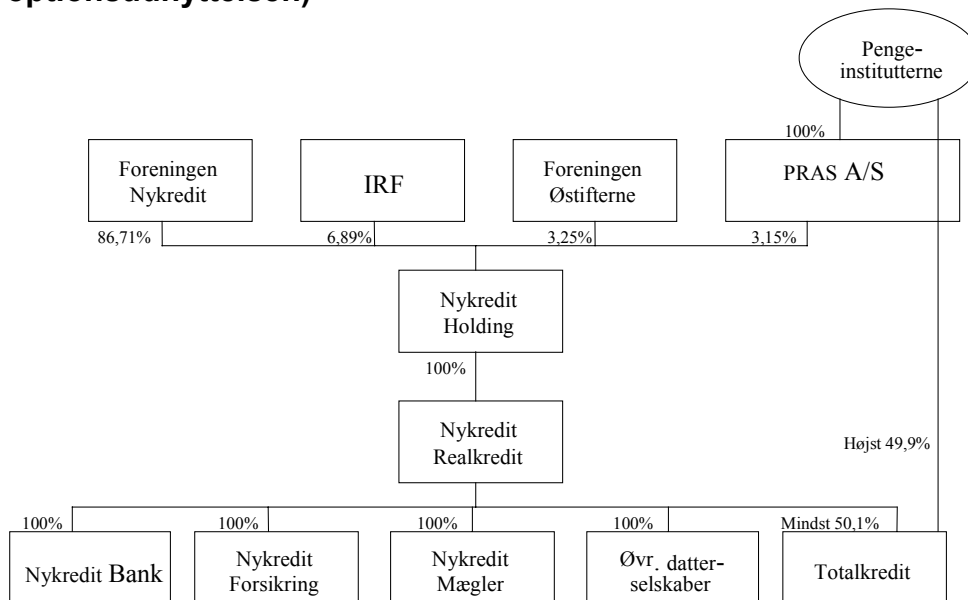
2.3.2 Koncernstrukturen i Nykredit efter fusionen

Efter fusionen fortsætter Totalkredit som datterselskab til Nykredit Realkredit; dog således at Nykredit kan beslutte at fusionere Totalkredit med Nykredit Realkredit på et senere tidspunkt. Pengeinstitutterne får 2-4 fælles repræsentanter i Nykredit Holdings bestyrelse, der består af i alt 17 medlemmer. Det endelige antal repræsentanter beror på pengeinstitutternes samlede andel af realkreditudlånet.

Efter gennemførelsen af Closing, men før eventuel udnyttelse af optioner, forventes Nykredit koncernen at være organiseret som følger:

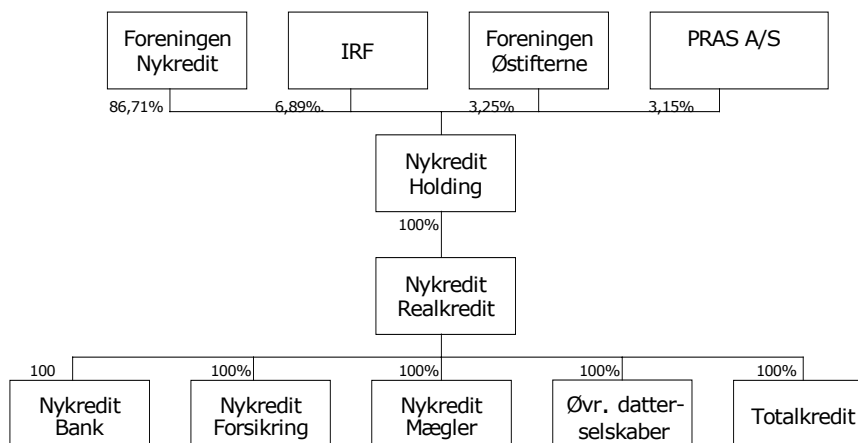
¹¹ Aktierne i Nykredit Holding er reelt ikke udbyttebærende. Nykredit Holdings udbyttepolitik har et konsolideringsformål. Udbytte fra Nykredit Holding geninvesteres således i Nykredit Holding til konsolidering og til gavn for de virksomheder, der drives gennem datterselskaberne.

Figur 2.2 Koncernstrukturen i Nykredit efter Closing (men før optionsudnyttelsen)



Under forudsætning af, at Nykredit Realkredit A/S opnår og udnytter de omtalte optioner og derved erhverver den resterende del af aktiekapitalen i Totalkredit A/S, vil Nykredit koncernen senest i 2006 være organiseret som følger:

Figur 2.3 Koncernstrukturen i Nykredit efter fusionen inkl. udnyttelsen af optionen



2.3.3 Anmeldelsespligt efter konkurrenceloven

Der er ved sammenlægningen af Nykredit og Totalcredit tale om en fusion i form af en overtagelse af Totalcredit, jf. fusionsforordningens¹² artikel 3, stk. 1, litra b, og konkurrencelovens § 12 a, stk. 1, nr. 2.

Fusioner af en vis størrelse skal anmeldes til enten Kommissionen eller Konkurrencestyrelsen. Vurderingen af, om fusionen skal anmeldes til enten Kommissionen eller Konkurrencestyrelsen, foretages i henhold til fusionsforordningen og konkurrenceloven.

Hvis en fusion har fællesskabsdimension, er alene Kommissionen kompetent til at behandle fusionen. Den enkelte medlemsstat er i sådanne tilfælde afskåret fra at anvende sin nationale konkurrencelovgivning på fusionen.

En fusion har fællesskabsdimension, hvis (a) de deltagende virksomheders samlede omsætning tilsammen overstiger 5 mia. euro, og (b) mindst to af de deltagende virksomheders samlede omsætning i Fællesskabet hver især overstiger 250 mio. euro, jf. forordningens artikel 1, stk. 2.

Hvis en fusion ikke når op på de fastsatte tærskler, jf. artikel 1, stk. 2, har fusionen alligevel fællesskabsdimension, hvis (a) alle de deltagende virksomheder tilsammen har en samlet omsætning på verdensplan, der overstiger 2,5 mia. euro, (b) alle de deltagende virksomheder tilsammen har en samlet omsætning i hver af mindst tre medlemsstater, der overstiger 100 mio. euro, (c) mindst to af de deltagende virksomheder hver især har en samlet omsætning i hver af mindst tre medlemsstater som omhandlet i pkt. b, der overstiger 25 mio. euro, og (d) mindst to af de deltagende virksomheder hver især har en samlet omsætning i Fællesskabet, der overstiger 100 mio. euro, jf. forordningens artikel 1, stk. 3.

For begge situationer gælder dog, at EU-fusionskontrollen ikke finder anvendelse, hvis hver af de deltagende virksomheder har over 2/3 af deres samlede omsætning på fællesskabsplan i én og samme medlemsstat, jf. artikel 1, stk. 2-3.

Nykredit havde i 2002 en koncernomsætning på 30,4 mia. kr., hvilket svarer til ca. 4 mia. euro. Totalcredit havde i 2002 en samlet koncernomsætning på 7,7 mia. kr. svarende til ca. 1 mia. euro. Dermed er såvel kravet om en samlet omsætning på minimum 5 mia. euro som kravet om en samlet omsætning i Fællesskabet for Nykredit og Totalcredit på hver især minimum 250 mio. euro opfyldt, jf. artikel 1, stk. 2.

¹² Rfo 4064/89 af 21. december 1989 om kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser samt Rfo 1310/97 af 30. juni 1997 om ændring af Rfo 4064/89.

På trods heraf har fusionen ikke fællesskabsdimension, idet både Nykredit og Totalkredit hver især har over 2/3 af deres samlede omsætning i én og samme medlemsstat, jf. artikel 1, stk. 2. For Nykredits vedkommende er der tale om, at over 99 pct. af koncernens omsætning er i Danmark, og for Totalkredits vedkommende er der udelukkende tale om omsætning i Danmark.

Konkurrencelovens regler om fusionskontrol finder anvendelse på fusioner, der ikke har fællesskabsdimension, men hvor de deltagende virksomheder dog tilsammen har en samlet årlig omsætning i Danmark på mindst 3,8 mia. kr., og mindst to af de deltagende virksomheder hver især har en samlet årlig omsætning i Danmark på mindst 300 mio. kr., jf. konkurrencelovens § 12, stk. 1, nr. 1. Fusionskontrollen gælder også, hvis mindst én af de deltagende virksomheder har en samlet omsætning i Danmark på mindst 3,8 mia. kr., og mindst én af de øvrige deltagende virksomheder har en samlet årlig omsætning på verdensplan på mindst 3,8 mia. kr., jf. lovens § 12, stk. 1, nr. 2.

Fusionen er omfattet af konkurrencelovens fusionsregler. Med en samlet omsætning i Danmark på 37,9 mia. kr. og en samlet omsætning i Danmark for Nykredit og Totalkredit på henholdsvis 30,2 mia. kr. og 7,7 mia. kr., er omsætningskravene i § 12, stk. 1, nr. 1, dermed opfyldt.

Dette indebærer, at Konkurrencerådet skal træffe afgørelse om, hvorvidt fusionen skal godkendes eller forbydes, jf. § 12 c, stk. 1, og at fusionen ikke må gennemføres, før Konkurrencerådet har godkendt den. Hvis fusionen ikke skaber eller styrker en dominerende stilling, der bevirker, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt, skal fusionen godkendes, jf. § 12 c, stk. 2.

3 Realkreditmarkedets udvikling

3.1 Udviklingen i realkreditlovgivningen

Et realkreditlån er et lån, der udstedes mod pant i fast ejendom på baggrund af salg af realkreditobligationer. Det vil sige, at realkreditinstituttet udsteder en serie obligationer, som sælges til investorer på børsen. Provenuet fra dette salg overdrages til låntager mod pant i dennes faste ejendom. Låntager kan også vælge at få udleveret obligationer og selv sælge dem. Denne konstruktion, hvor långiver udsteder obligationer mod sikkerhed i fast ejendom i store, ensartede serier, der er let omsættelige, betyder, at obligationer er attraktive for investorerne, der får en sikker investering. Det betyder endvidere, at låntager opnår en god kurs og derved en billig finansiering, som ikke kan opsiges af kreditor i lånets løbetid, der kan vare op til 30 år.

Realkreditinstitutternes virksomhed er bl.a. reguleret i realkreditloven¹³ og lov om finansiel virksomhed¹⁴. Lovgivningen har ændret sig meget siden det første danske realkreditinstitut - Kreditkassen af Husejere i København - blev oprettet i 1797. På daværende tidspunkt kunne man maksimalt kræve 4 pct. i rente og det var muligt for kreditor at opsiges lånene. I 1850 fik Danmark sin første kreditforeningslov. Kreditforeninger var defineret som foreninger af låntagere, der hæftede solidarisk for lånene. Der kunne ydes lån inden for 60 pct. af ejendommens værdi og med en meget lang løbetid. Senere blev det tilladt at yde lån ud over 60 pct.- grænsen gennem såkaldte hypotekforeninger og realkreditlånefonde. I 1970 blev den frie adgang til at oprette kreditforeninger indskrænket. Der blev indført lavere lånegrænser, kortere afdragstider og begrænsninger i de formål, der kunne finansieres med realkreditlån. Derudover skulle antallet af realkreditinstitutter begrænses igennem fusioner.

Det blev igen muligt at oprette nye realkreditinstitutter i 1989, da der blev vedtaget en ny realkreditlov med henblik på bl.a. at implementere en række EF-direktiver. De nye realkreditinstitutter skulle oprettes som aktieselskaber, og det blev muligt for de eksisterende selskaber at omdanne sig til aktieselskaber. Der er efterfølgende sket en løbende yderligere liberalisering af markedet. Således blev det i 1995 muligt for realkreditinstitutterne at drive forsikringsvirksomhed eller pengeinstitutvirksomhed i datterselskabsform. I 2000 blev Dansk Landbrugs Realkreditfonds eneret til udstede visse realkreditlån til landbruget ophævet. Den netop vedtagne lov om realkreditlån og realkreditobligationer¹⁵ fortsætter dette spor. Det bliver herefter bl.a. muligt at udstede realkreditlån, som er afdragsfrie i en periode på op til ti år.

¹³ Lovbekendtgørelse nr. 57 af 20. januar 2003

¹⁴ Lovbekendtgørelse nr. 660 af 7. august 2002

¹⁵ Lov nr. 454 af 10. juni 2003 om realkreditlån og realkreditobligationer mv.

3.2 De gældende regler

Realkreditinstitutternes virksomhed er selvstændigt reguleret i realkreditloven.¹⁶ Lovgivers baggrund for at udskille disse regler i en særlig lov er at fremhæve den særlige sikkerhed, som ligger bag de danske realkreditobligationer. De lovgivningsmæssige krav til realkreditobligationerne og de udstedende institutter er blandt årsagerne til, at realkreditobligationerne af investorer - danske som udenlandske - betragtes som særligt sikre fordringer.

Det fremgår af realkreditloven, at realkreditvirksomhed skal forstås som ydelser af lån mod registreret pant i fast ejendom på grundlag af udstedelse af realkreditobligationer.¹⁷

Realkreditinstitutter, der driver virksomhed her i landet, er eneberettiget til at udstede disse obligationer i Danmark, jf. realkreditlovens § 4, stk. 1. Ligesom de er eneberettiget til at anvende betegnelser som realkreditinstitut, realkreditselskab, kreditforening, realkreditfond eller reallånefond. Realkreditobligationer er ligeledes de eneste værdipapirer, som må benytte denne betegnelse.

Udover realkreditinstitutter, som driver deres virksomhed her i Danmark, kan realkreditvirksomhed ligeledes drives af udenlandske kreditinstitutter gennem en filial her i Danmark eller på tværs af grænsen. Det udenlandske kreditinstitut skal dog opfylde en række betingelser, bl.a. skal hovedparten af virksomhedens aktiviteter være udlån mod pant i fast ejendom på grundlag af udstedelsen af obligationer eller andre værdipapirer, og virksomhedens långivning skal være reguleret af et balanceprincip (se herom nedenfor). Disse udenlandske kreditinstitutter kan ligeledes udstede realkreditobligationer i Danmark, dog kun i forbindelse med udlån mod pant i fast ejendom i udlandet, jf. realkreditlovens § 4, stk. 2.

Realkreditloven stiller en lang række krav til realkreditinstitutternes virksomhed, både til virksomhedens opbygning, produkter og drift.

Realkreditinstitutterne skal være aktieselskaber, og de skal godkendes af Finanstilsynet. En sådan godkendelse er bl.a. betinget af, at realkreditinstituttet har en aktiekapital på mindst 150 mio. kr. Realkreditinstituttet må kun drive andre former for virksomhed, hvis den er accessorisk til instituttets realkreditvirksomhed, det vil sige områder, der umiddelbart grænser op til realkreditvirksomheden, fx ejendomsvurdering og ejendomsformidling.

¹⁶ Lovbekendtgørelse nr. 57 af 20. januar 2003. Den 1. januar 2004 træder lov nr. 454 af 10. juni 2003 om realkreditlån og realkreditobligationer mv. i kraft.

¹⁷ jf. realkreditlovens § 1, stk. 3.

Pengeinstitutter har tidligere skulle have en egenkapital på mindst 40 mio. kr. Fra og med den 1. januar 2004 bliver kravet til aktiekapitalen ens for pengeinstitutter og realkreditinstitutter.¹⁸ Herefter skal virksomhederne have en egenkapital på mindst 8 mio. euro, svarende til 60 mio. kr.

Der er ligeledes en række strenge krav til de lån, som realkreditinstitutterne udbyder, som adskiller disse fra almindelige pengeinstitutlån. Realkreditloven indeholder bl.a. krav til lånets løbetid, konvertering, værdiansættelse og udlånsgrænser.

Realkreditinstitutterne må som nævnt kun udstede realkreditlån op til en vis procentdel af ejendommens købesum eller værdi, hvis instituttet vurderer, at denne er lavere, jf. realkreditlovens § 26. I henhold til bekendtgørelse nr. 775 af 1. september 2003 om realkreditinstitutters værdiansættelse og låneudmåling¹⁹ skal værdiansættelsen foretages på grundlag af oplysninger om ejendommens grundareal, bygninger, tilbehør, rettigheder og forpligtigelser. Før den endelige værdiansættelse skal ejendommen være besigtiget udvendigt og indvendigt, med mindre lånet ydes mod fuld offentlig garanti.

Tabel 3.1: Lånegrænser for de forskellige ejendomskategorier

80 pct. af ejendomsvurderingen	70 pct. af ejendomsvurderingen	60 pct. af ejendomsvurderingen	40 pct. af ejendomsvurderingen
Ejerboliger til helårsbrug	Landbrugsejendomme	Fritidshuse	Ubebyggede grunde
Private andelsboliger	Skovbrugsejendomme	Kontor- og forretningsejendomme	
Private beboelsesejendomme til udlejning		Industri- og håndværksejendomme	
Alment boligbyggeri		Kollektive energiforsyningsanlæg	
Ungdomsboliger			
Ældreboliger			
Ejendomme til sociale, kulturelle og undervisningsmæssige formål			

¹⁸ Jf. §§ 7 og 8 i lov nr. 453 af 10. juni 2003 om finansiel virksomhed.

¹⁹ Bekendtgørelsen træder i kraft den 1. oktober 2003.

Realkreditlånene må have en maksimal løbetid på 30 år, jf. realkreditlovens § 4, stk. 1. Dog kan lån til visse støttede byggerier, som fx alment boligbyggeri og ungdomsboliger, have en maksimal løbetid på op til 35 år.

Endeligt indeholder realkreditloven som nævnt en række krav til realkreditinstitutternes drift. Herunder krav til obligationsudstedelsen, balanceprincippet, realkreditinstituttets solvens og placeringsregler for realkreditinstituttets midler.

Midler, som er kommet ind ved udstedelsen af realkreditobligationer, kan alene lånes ud mod pant i fast ejendom, jf. realkreditlovens § 48, stk. 1. Pantebrevet i ejendommen må ikke kunne opsiges af kreditor.

Balanceprincippet har til formål at begrænse den markedsrisiko, som realkreditinstitutterne kan påtage sig. Princippet sikrer en balance mellem på den ene side de indbetalinger, realkreditinstitutterne modtager fra fx pantebreve, og på den anden side de udbetalinger, der sker til ejerne af de udstedte realkreditobligationer. Denne likviditetsstyring begrænser realkreditinstitutternes potentielle tab i forbindelse med ændringer i renteniveauet eller forholdet mellem de korte og lange renter.²⁰ På den anden side ligger der heri også en begrænsning af realkreditinstitutternes udfoldelsesmuligheder sammenlignet med fx pengeinstitutterne.

Realkreditinstitutter skal opfylde bestemte solvenskrav. Den ansvarlige kapital skal til enhver tid udgøre mindst 8 pct. af instituttets vægtede aktiver, herunder poster med markedsrisiko dog mindst 150 mio. kr.

Endeligt stilles der krav om, at realkreditinstituttet mindst skal have anbragt midler i børsnoterede obligationer opgjort til en kursværdi svarende til 60 pct. af realkreditinstituttets ansvarlige kapital, jf. realkreditlovens § 60.

Realkreditlovens mange krav skal sikre, at realkreditobligationer er en sikker og interessant investering.

Baselkomiteen²¹ arbejder i øjeblikket på at indføre nye kapitaldækningsregler for kreditinstitutter (pengeinstitutter, realkreditinstitutter mv.), de såkaldte *Basel II-regler*. Efter de hidtidige kapitaldækningsregler (Basel I-reglerne) har det været tilladt for pengeinstitutterne at anvende standardmodeller til vurdering af risici. Drøftelserne sigter mod at indføre mere nuancerede krav. Standardmodeller kan give et uhensigtsmæssigt incitament til at yde risikable kreditter, som ikke modsvares af tilsvarende krav om sikkerhedsstillelse. Efter planerne vil der med de nye regler blive gennemført en mere individuel

²⁰ Jf. realkreditlovens § 49 og bekendtgørelse nr. 1417 af 22. december 2000 om realkreditinstitutters obligationsudstedelse, balanceprincip, rente og valutarisiko.

²¹ En komite sammensat af Belgien, Canada, Frankrig, Holland, Italien, Japan, Luxemburg, Schweiz, Spanien, Storbritannien, Sverige, Tyskland og USA.

vurdering af de forskellige former for risici (markedsrisici, kreditrisici og operationelle risici). Institutternes egne forhold vil komme til at spille en stærkere rolle.

Kreditinstitutterne mv. skal fortsat som minimum have en kapital på 8 pct. af de risikovægtede aktiver. Et af formålene med de nye regler er at give pengeinstitutterne mv. øget incitament til selv at indføre mere avanceret risikostyring. Til gengæld vil de kunne opnå en vis lempelse i kapitalkravet. Reglerne kan derfor betyde, at egenkapitalandelen sænkes i de selskaber, der anvender avancerede metoder til risikostyring, fx de større pengeinstitutter. Det er den underliggende filosofi, at pengeinstituttet selv har det bedste overblik over risikoprofilen, og at dette overblik skal anvendes ved fastsættelsen af kapitaldækningen. I relation til finansiel stabilitet vil de nye kapitaldækningsregler betyde, at der vil være tættere sammenhæng mellem den risiko, pengeinstitutterne løber, og opgørelsen af de risikovægtede aktiver og dermed kapitalkravet²². De nye regler vil også komme til at gælde for realkreditinstitutterne, og flere af realkreditinstitutterne regner i den forbindelse med at gå over til at anvende de mere avancerede modeller til vurderingen af risici.

3.3 Forholdene i andre lande

The European Mortgage Federation har i 2003 gennemført en undersøgelse af det europæiske marked for lån til fast ejendom.²³ Undersøgelsen viser, at der er store forskelle i den måde, hvorpå man finansierer fast ejendom i de enkelte lande. Undersøgelsen omfatter Danmark, Holland, Frankrig, Tyskland, Italien, Portugal, Spanien og England.

Danmark er det eneste land, som tilbyder lån med en fast rente i op til 30 år. I Tyskland er det fx normalt kun at have en fast rente i 5-10 år. I Portugal og England er renten som udgangspunkt variabel i hele lånet løbetid.

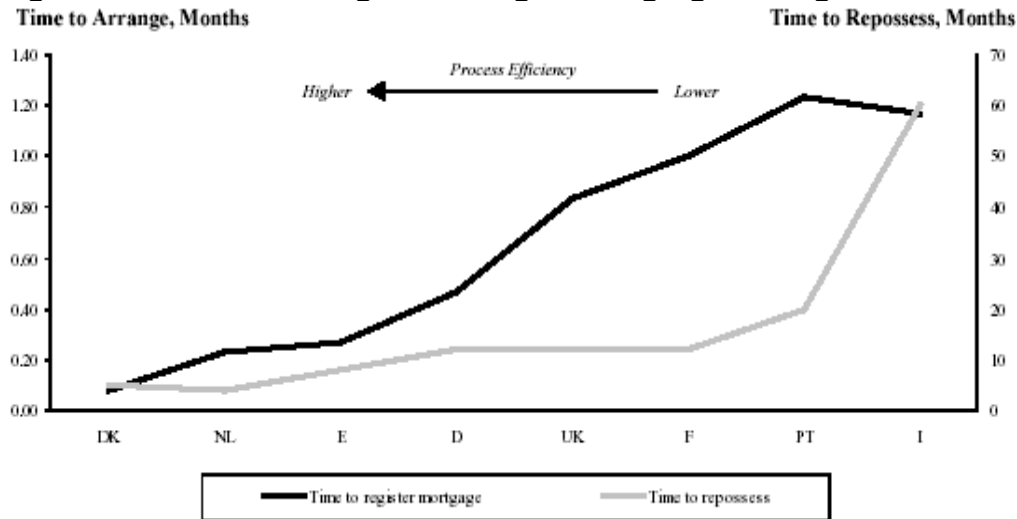
Danmark er det land i Europa, hvor flest lån mod pant i fast ejendom sker ved et realkreditlån, det er tilfældet for 90 pct. af lånene mod pant i fast ejendom. I Tyskland optages 32 pct. af disse lån gennem et realkreditinstitut, mens kun 2 pct. af lånene mod pant i fast ejendom optages via realkreditinstitutter i Spanien.²⁴

Danmark er det land, hvor lånetilbud og overtagelse af ejendommen kan ske hurtigst. Lånetilbudene kan udarbejdes i løbet af et par dage, hvor det kan tage over en måned i Portugal og Italien. Den hurtige sagsbehandlingstid i Danmark skyldes først og fremmest, at der er tale om standardiserede produkter.

²² Kilde: Nationalbanken - Finansiel stabilitet 2003.

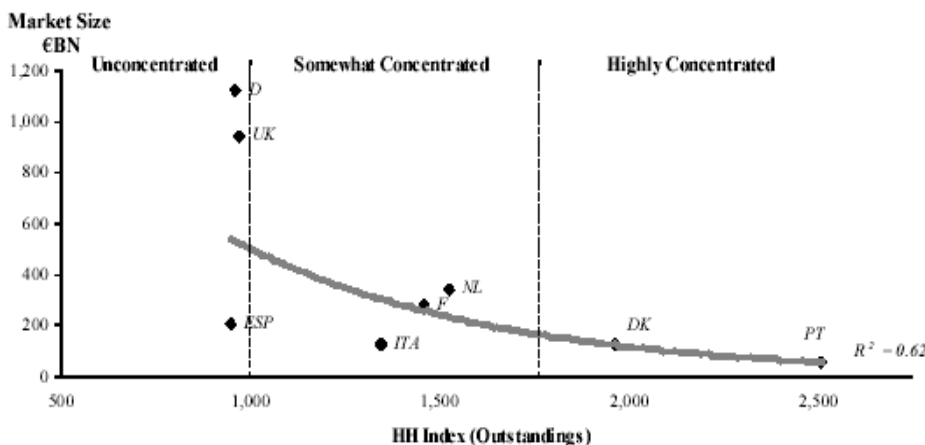
²³ Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, juli 2003 udarbejdet af konsulentvirksomheden Mercer Oliver Wyman.

²⁴ Jf. Realkredit i Tal 2002 - www.realkreditaadet.dk

Figur 3.1: Gennemsnitlig tid for registrering og overtagelse af lån.

Kilde: Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets

Undersøgelsen viser derudover, at koncentrationen er høj på alle de undersøgte markeder, idet over 50 pct. af det samlede udestående udlån er koncentreret hos de 5 største virksomheder. Danmark er et af de lande med den højeste koncentration. Hvis man udtrykker koncentrationsgraden ved et Herfindahl koncentrations indeks (HHI), dvs. summen af kvadraterne på virksomhedernes markedsandele, så ligger Danmarks ved indeks 2000, mens Portugal ligger højest, jf. figur 3.2.

Figur 3.2: Koncentrationen på markedet for lån til ejerboliger²⁵

1389-01-033

²⁵ Kilde: Study on the Financial Integration of European Mortgage Markets, juli 2003 udarbejdet af konsulentvirksomheden Mercer Oliver Wyman s. 11.

Boks 3.1: Herfindahl koncentrations indekset

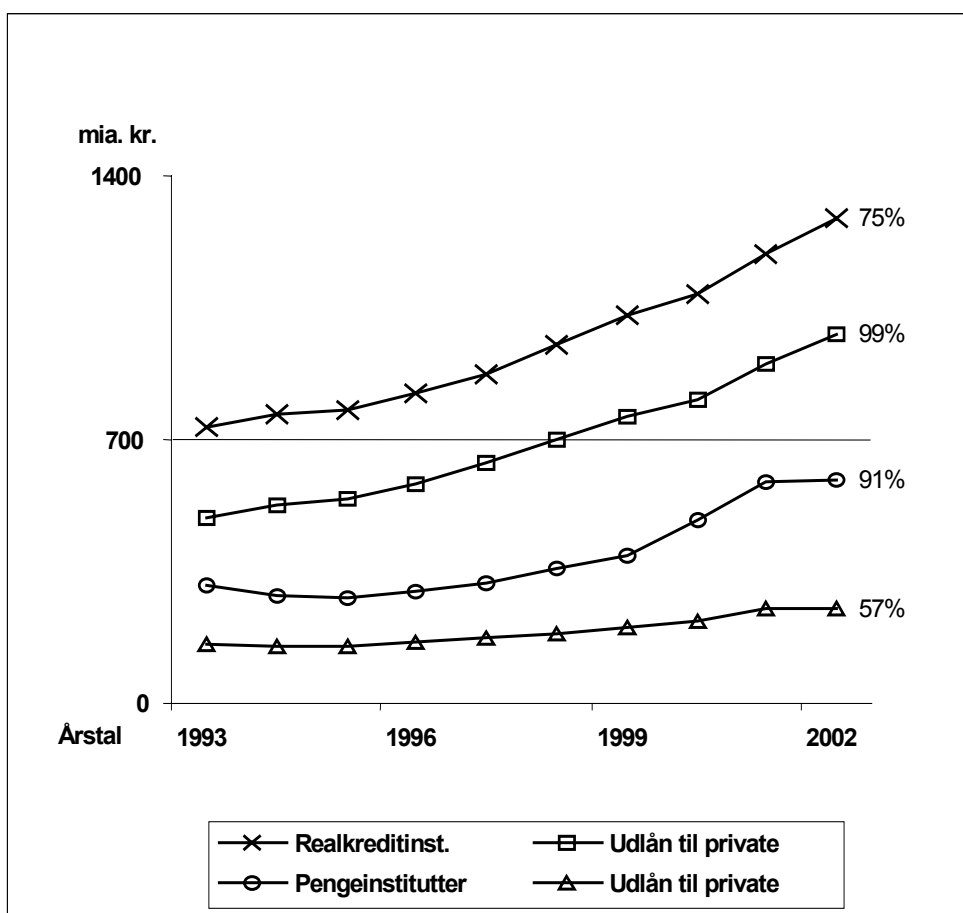
Herfindahls koncentrations indeks er summen af kvadraterne på virksomhedernes markedsandele. Definitionen betyder, at virksomheder med en stor markedsandel indgår med større vægt i beregningen af indekset end virksomheder med en lille markedsandel.

Det amerikanske Justitsministerium definerer markeder med et $HHI > 1800$ som meget koncentrerede markeder og markeder med et $HHI < 1000$ som ikke koncentreret.

3.4 Markedsudvikling og markedsandele

Ved ændringen af realkreditloven i 1989 skete der en liberalisering af området, som er fortsat ved de senere lovændringer. Liberaliseringerne har betydet, at antallet af realkreditinstitutter er steget og har derudover medvirket til en øget anvendelse af realkreditlån.

Figur 3.3: Udviklingen i realkreditinstitutternes og bankernes udlån 1993-2002



Realkreditinstitutternes udlån er samlet steget med 75 pct. i perioden 1993-2002, mens pengeinstitutternes er steget med 91 pct. Ser man derimod kun på den del af udlånet, der går til private husholdninger, er billedet anderledes. Realkreditinstitutternes udlån er her steget med 99 pct. mod 57 pct. for pengeinstitutterne. Forskellen i udviklingen kan som udgangspunkt tilskrives udviklingen op til 1997, hvor konvertering af realkreditlån tog fart. Det er sandsynligt, at en stor del af de øgede realkreditlån til private konstateret i den periode stammer fra øget belåning i forbindelse med konvertering.

Frem til lovændringen i 1989 var der 5 aktører på det danske marked, hvoraf kun de tre udbød realkreditlån til almindelige ejerboliger. Det var BRFkredit, Kreditforeningen Danmark²⁶ og Nykredit. De sidste to var Industriens Realkreditfond²⁷ og DLR Kredit, som udbød realkreditlån til henholdsvis erhvervsvirksomheder og landbruget.

Lovændringen i 1989 gav andre udbydere, der opfylder lovens kvalifikationskrav, mulighed for at komme ind på dette marked. Det har særligt haft betydning, at pengeinstitutterne fik mulighed for at udvide deres aktivitetsområde fra almindelige bankudlån til også at omfatte realkreditlån gennem datterselskaber. Alle de nye realkreditinstitutter er således ejet af pengeinstitutter. Det drejer sig om Totalkredit (1990), Landbankernes Reallånefond (1990)²⁸, Danske Kredit (1993), Unikredit (1993)²⁹, BG Kredit (1998) og FIH Realkredit (1995).

Hertil kommer to mere specielle realkreditinstitutter nemlig KommuneKredit og Danmarks Skibskreditfond. Kommunekredit er forening af kommuner og amter i Danmark, som alene yder lån til kommunale formål. Skibskreditfonden beskæftiger sig udelukkende med finansiering af nybygning og ombygning af skibe, samt køb, salg og refinansiering af skibe.

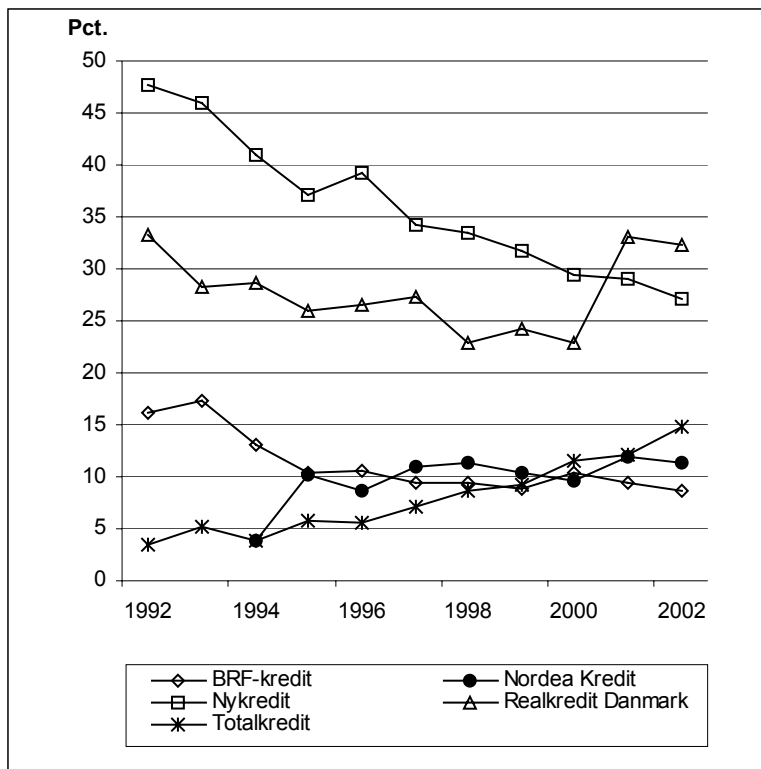
²⁶ Nu Realkredit Danmark

²⁷ Industriens Realkreditfond er senere fusioneret med Nykredit.

²⁸ Nu LR Realkredit A/S

²⁹ Det senere Nordea Kredit.

Figur 3.4: Realkreditinstitutternes markedsandele på det samlede realkreditmarked - bruttolån



Udviklingen i realkreditinstitutternes andel af bruttoudlånet viser klart, at de realkreditinstitutter, som er tilknyttet et pengeinstitut fx Totalkredit og Nordea Kredit, har taget betydelige markedsandele fra de oprindelige realkreditinstitutter. Springet for Realkredit Danmark i 2000 skyldes, at instituttet blev overtaget af Danske Bank (incl. Danske Kredit og BG Kredit).

Markedsudviklingen er her angivet ved bruttoudlånet, men den samme tendens gør sig gældende, hvis man kigger på de enkelte realkreditinstitutters andel af obligationsrestgælden.

Boks 3.2: Markedsandele ud fra bruttoudlån, nettoudlån eller obligationsgæld

Bruttoudlånet er et udtryk for det samlede udlån, som realkreditinstitutterne har i et år. Det omfatter både lån, som optages i forbindelse med ejerskifte, tillægslån, omprioritering samt ved konvertering af allerede eksisterende lån. De enkelte realkreditinstitutters andel af de nyudstedte lån siger noget om det aktuelle salg af lån.

Til sammenligning hermed er *nettoudlånet* et udtryk for væksten i udestående realkreditlån. Dvs. bruttoudlånet fratrukket låntagernes afdrag på restgælden samt indfrielse i samme år. Nettoudlånet er negativt, hvis afdrag og indfrielse er større end bruttoudlånet.

De enkelte realkreditinstitutters markedsandel kan ligeledes opgøres ved *obligationsrestgælden*. Obligationsrestgælden er den samlede udestående lånemasse, og obligationsrestgældens udvikling vil være påvirket af, hvad der er sket op til 30 år tidligere.

Til vurdering af udviklingen i konkurrenceforholdene er bruttoudlånet det mest velegnede udtryk, men tal for nettoudlånet, restgæld og antal lån er også vigtige indikatorer. Udviklingen i bruttoudlånet afspejler resultaterne af realkreditinstitutternes bestræbelser på at sælge nye lån i et givent år. Nettoudlånet er en tydelig indikator for markedsudviklingen, men er ikke velegnet til at beregne markedsandele (Et selskab kan fx have en stigende

3.5 Produkter og rådgivning

3.5.1 Produkter

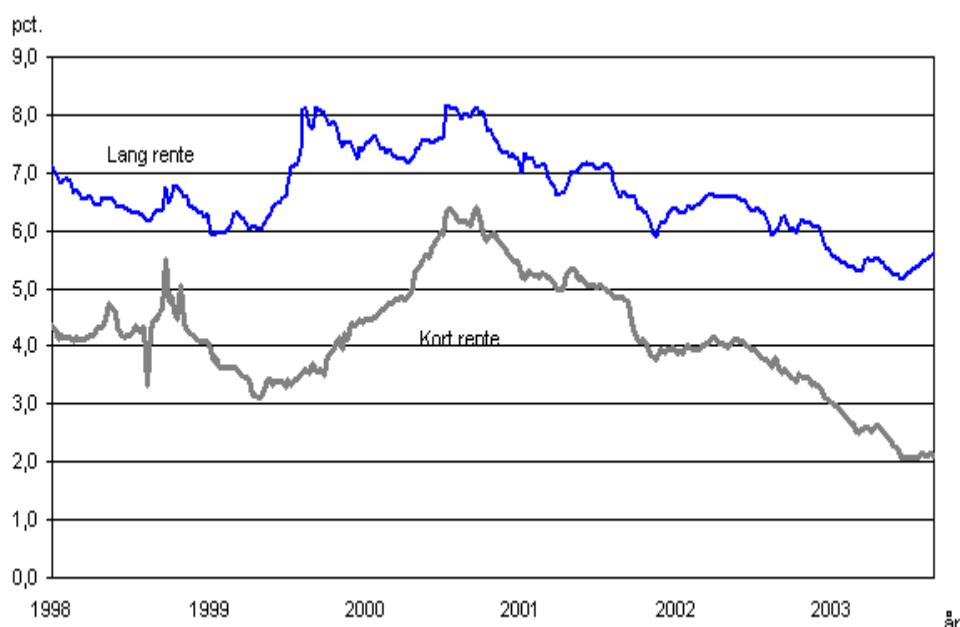
Liberaliseringen af realkreditmarkedet har medført en række nye produkter, som forbrugerne kan vælge imellem. De formålsbegrænsninger for låntagning, der tidligere var gældende, er ligeledes ophørt. Private og erhvervsdrivende kan i dag optage lån - omprioritere eller tillægsbelåne - deres ejendom til finansiering af almindeligt forbrug eller drift af deres virksomhed.

Det traditionelle realkreditlån er et fastforrentet lån, hvor låntageren kender den fremtidige rente på sit lån. Således at det er muligt at planlægge sine udgifter langt ud i fremtiden. Denne type lån er ofte annuitetslån, hvor ydelsen er konstant over hele lånets løbetid.

Liberaliseringen har betydet, at realkreditinstitutterne nu også kan tilbyde fx rentetilpasningslån, lån i euro og nedsparingslån. Fælles for de forskellige lånetyper er, at de enten kan ydes som obligationslån eller kontantlån. Hvis lånet ydes som kontantlån, kan låntager ikke få udleveret obligationerne for selv at sælge dem - modsat obligationslånene.

I de senere år er rentetilpasningslånene blevet meget populære. Det skyldes, at låntager har kunnet opnå en lavere rente ved at optage et rentetilpasningslån i stedet for et normalt fastforrentet lån. Rentetilpasningslånene udmærker sig ved, at obligationerne har en kortere løbetid end selve lånet. Det betyder, at hele eller dele af restgælden skal refinansieres med fastlagte mellemrum. Ved refinansieringen sker der en tilpasning af lånets rente til markedsrenten. Fordelen ved rentetilpasningslån skyldes, at den korte rente på 1-3 eller 5-årige lån i de senere år har ligget lavere end den lange rente på 20-30-årige lån.

Figur 3.5: Oversigt over udviklingen i den korte og den lange rente.



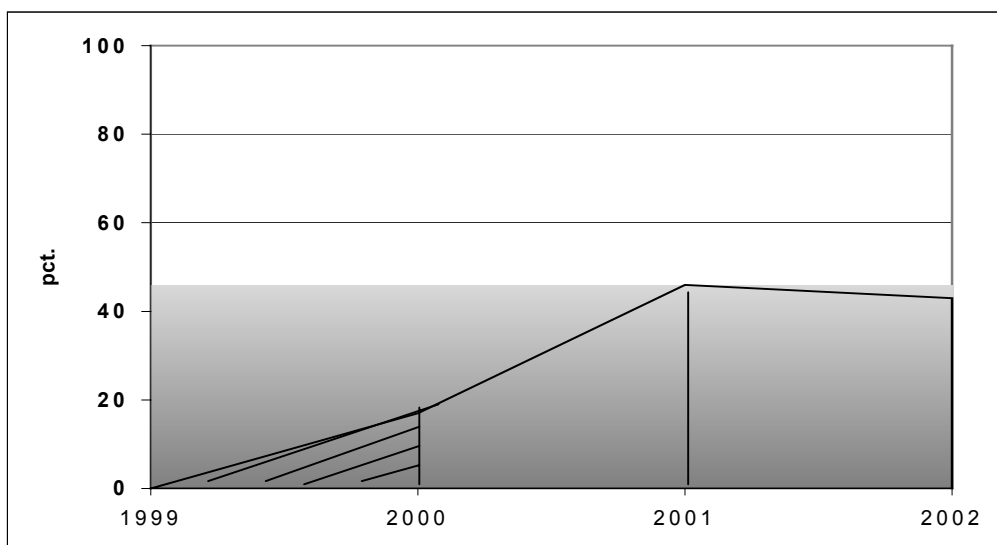
kilde: www.realkreditraadet.dk

Anm: Den lange rente er et gennemsnit for 30-årige realkreditobligationer. Den korte rente er et gennemsnit for de 1-2-årige obligationer, der ligger bag ved rentetilpasningslån - se metode notatet på www.realkreditraadet.dk

Risikoen ved rentetilpasningslån er, at man ikke har nogen sikkerhed for udviklingen i den fremtidige renteudvikling. Renten i Danmark har været lav i de senere år, men den korte rente har dog svinget op til 4 procentpoint. Tidligere har renten ligget højere, og normalt således at den korte rente var højest. Risikoen for at blive påført en høj rente senere i låneforløbet kan være særdeles vanskelig at overskue. Det skal også tages i betragtning, at merudgiften ved stigende renter kan være stor. Dette har ført til, at der er behov for kyndig rådgivning af kunderne, før de vælger disse lån.

Udviklingen af rentetilpasningslån startede med Realkredit Danmarks såkaldte FlexLån® i 1996, men har siden udviklet sig så næsten alle realkreditinstitutter nu tilbyder rentetilpasningslån. Ved udgangen af 2002 er der udbetalt lån med rentetilpasning for 365 mia. kr. I 2002 udgjorde rentetilpasningslåne 44,8 pct. af det samlede bruttoudlån, jf. figur 3.6.

Figur 3.6: Rentetilpasningslånenes andel af det samlede bruttoudlån



Kilde: Realkreditrådet

Anm.: Figuren omfatter både lån i DKK og Euro. Der foreligger ikke tal før 2000.

Det faktum, at der ikke længere er et krav til, hvad pengene fra et realkreditlån skal anvendes til, har betydet, at realkreditinstitutterne nu også kan tilbyde de såkaldte nedsparingslån. Et nedsparingslån bygger på, at der optages lån i boligens friværdi til forbrug. Realkreditinstituttet udbetaler det optagede lån i rater over en årrække. Alt efter hvordan den enkelte låntager ønsker pengene udbetalt. Lånet kan også udbetales som en samlet sum. Denne låneform benyttes især af pensionister, som kan bruge belåningen af friværdien i deres bolig som et supplement til pensionen

Det er også blevet muligt for realkreditinstitutterne at tilbyde lån i euro. Disse lån ydes både som fastforrentede lån og som rentetilpasningslån, om end rentetilpasningslåne udgør langt hovedparten. Euro rentetilpasningslån er populære ved finansiering af ejendomme inden for industri og håndværk, kontor og forretning og private udlejningsejendomme, hvor låne i 2002 udgjorde omkring 10-15 pct. af rentetilpasningslåne. Mest populære er euro låne dog hos landbruget. Euro lån kan være en fordel, fordi renteniveauet inden for eurolandene gennemgående er lidt lavere end i Danmark. Denne fordel skal opvejes mod den risiko, der kan ligge i at optage lån i anden valuta

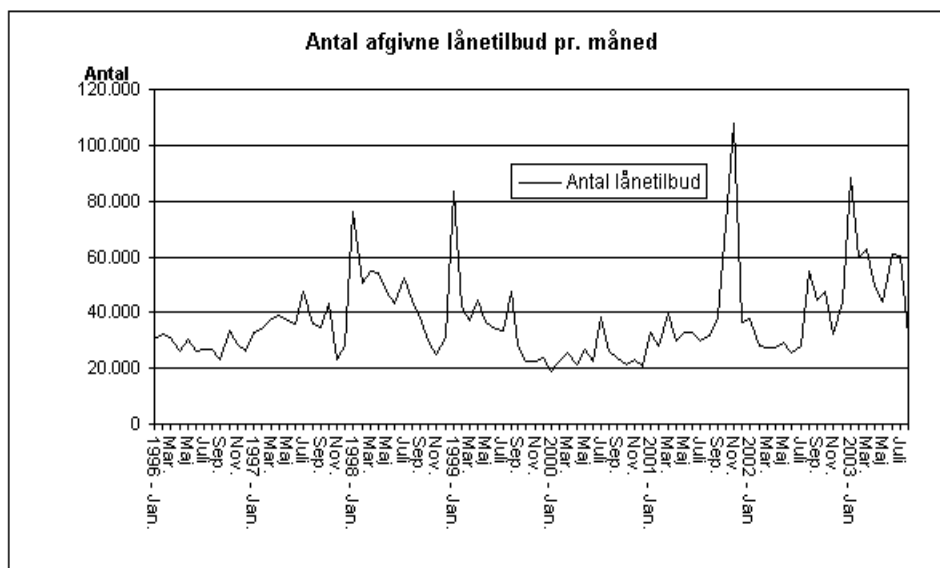
end DKK. Denne risiko er imidlertid mindre, hvis virksomheden har sin indtægt i euro, som kan bruges til at amortisere lånene, således som tilfældet er for en række erhvervsvirksomheder, herunder landbruget.

Liberaliseringen af realkreditmarkedet har også medvirket til en øget interesse for at konvertere eksisterende lån. Det betyder, at låntager har mulighed for fx at omlægge sine lån for at opnå en lavere månedlig ydelse på sine lån eller formindske restgælden i ejendommen, når renten ændrer sig. Hvis man for eksempel har et lån på nominelt 6 pct. i sin ejendom, kan det i tilfælde af et rentefald vise sig rentabelt at konvertere til et lån til på nominelt 4 pct. Det nye lån får en lavere rente og dermed også en lavere ydelse.

Den forbedrede mulighed for at konvertere eksisterende lån sammen med rentetilpasningslåne har betydet, at den enkelte låntager i højere grad ændrer lånene på sin ejendom og derved oftere kommer i kontakt med et realkreditinstitut end tidligere.

I 2001 og 2002 stammede en væsentlig del af realkreditinstitutternes indtægter da også fra konverteringen af allerede eksisterende lån. Antallet af lånetilbud fra realkreditinstitutterne har i de seneste år ligget på 30-40.000 pr. måned - for det seneste år er antallet over 50.000.

Figur 3.7: Realkreditinstitutternes lånetilbud i perioden 1996 – 2003



Kilde: www.realkreditraadet.dk

Denne øgede interesse for at omlægge lån har betydet, at realkreditinstitutterne (og pengeinstitutterne) i dag også tilbyder kursovervågning. Det indebærer, at låntageren får besked fra realkreditinstituttet, når renten og kursen på

de obligationer, som det nye lån skal udstedes på baggrund af, har nået et niveau, der gør det fordelagtigt at konvertere lånet.

Det seneste produkt fra realkreditinstitutterne er de såkaldte afdragsfrie lån. Fra den 1. oktober 2003 er det muligt at udstede realkreditlån, hvor der i en periode på op til 10 år ikke skal betales afdrag men alene renter.³⁰ Dette giver låntager bedre muligheder for at placere sine afdrag på det tidspunkt, hvor det passer bedst i hans budget. Der forventes en betydelig efterspørgsel på disse typer af lån.

Der er vigtigt for det enkelte realkreditinstitut at tilbyde et bredt sortiment af de vigtigste produkter. Omkostninger ved at produktudvikle kan variere en del. Fx var udviklingen af rentetilpasningslån (FlexLån) fra starten bekosteligt. På den anden side er det forholdsvis enkelt for konkurrenter at efterligne konkurrenternes nye og gode ideer. Det er som udgangspunkt alene et spørgsmål om at råde over den fornødne edb-mæssige ekspertise og software samt et godt distributionsnet.

Der er stordriftsfordele ved produktudvikling. Større virksomheder har bedre muligheder for at udnytte given edb-kapacitet og knowhow og opnå lavere priser. Større spillere har også en fordel ved finansieringen af lån, jf. 5 om obligationsmarkedet, idet det er lettere at opnå gode kurser for store obligationsserier end ved små. Større realkreditinstitutter vil kunne producere flere store likvide serier end små realkreditinstitutter.

Det kan føre til at nogle af realkreditinstitutterne - for at sikre gode kurser på deres obligationer - vælger at koncentrere sig om nogle færre produkter. Totalkredits produktsortiment har således hidtil været afgrænset til i forhold til Nykredits.

3.5.2 Regler om rådgivning

Det at optage et realkreditlån kan være vanskeligt at overskue for den private låntager, som sandsynligvis kun optager et realkreditlån få gange gennem hele livet. Der er for det første mange forskellige forholdsvis komplekse produkter at vælge imellem, og for det andet kan det have stor betydning for låntagerens fremtidige økonomiske situation, hvilket lån denne vælger. Det er derfor vigtigt, at den enkelte låntager får tilbudt den rådgivning, der er nødvendig for at træffe det rette valg. Minimumsomfanget af denne rådgivning er i vidt omfang reguleret via lovgivningen.

³⁰ Jf. lov nr. 454 af 10. juni 2003 om realkreditlån og realkreditobligationer.

For så vidt angår ejendomsformidlere - herunder ejendomsmæglere - følger det bl.a. af lov om omsætning af fast ejendom,³¹ at der skal rådgives om, hvilken brutto- og nettoudgift låntageren har råd til på baggrund af et detaljeret budget og hvilke kontantpris låntageren har mulighed for at købe ejendom inden for. Derudover skal ejendomsformidleren udarbejde et finansieringsforslag samt oplyse om mindst to andre finansieringsmuligheder.

Den 1. oktober 2003 træder endvidere bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder i kraft.³² Bekendtgørelsen gælder bl.a. for pengeinstitutter og realkreditinstitutter. Bekendtgørelsen fastsætter en række minimumskrav til, hvilke oplysninger den finansielle virksomhed skal give den enkelte kunde. I henhold til § 8 i bekendtgørelse om god skik for finansielle virksomheder, skal den finansielle virksomhed give tilstrækkelig information om egne produkter og ydelser, herunder forskelle i priser og vilkår for alternative produkter, der kan dække kundes behov. Den finansielle virksomhed skal ligeledes på grundlag af sit generelle markedskendskab informere kunden om andre relevante produkter på markedet. Den finansielle virksomhed har dog ikke pligt til at give oplysninger om konkurrerende produkter eller konkrete priser. Det vil fx betyde at et realkreditinstitut, der ikke udbyder de nye afdragsfrie lån, alene skal oplyse kunderne om, at disse lån findes på markedet men ikke indhente prisoplysninger og videregive dem til kunden. Realkreditinstituttet er heller ikke forpligtet til at oplyse om priser, kurser, gebyrer mv. hos konkurrenterne.

3.6 Priser og indtjening

3.6.1 Priser

Den månedlige eller kvartalsmæssige ydelse, som låntageren betaler på sit realkreditlån omfatter først og fremmest renter og afdrag samt et såkaldt administrationsbidrag. Betalingen af renter og afdrag udgør ikke den reelle pris på lånet til realkreditinstituttet, da dette ikke kan benytte disse beløb til betaling af fx almindelige omkostninger. Indbetalingen af renter og afdrag skal som udgangspunkt svare til de udbetalinger, der sker til obligationsejerne, jf. balanceprincippet. Renten bestemmes af udviklingen på obligationsmarkedet. Afdraget afhænger af amortiseringsform (annuitet, afdragsfritlån osv.).

³¹ Lov nr. 453 af 30. juni 1993 om omsætning af fast ejendom.

³² Bekendtgørelse nr. 604 af 26. juni 2003 om god skik for finansielle virksomheder.

Den reelle pris på realkreditlånet er derfor det såkaldte administrationsbidrag (bidraget). Bidraget skal dække realkreditinstituttets omkostninger ved låneformidlingen, hensættelser til tab, administration af lånet og krav på forrentning af kapital mv. Bidraget svarer til pengeinstitutternes rentemarginal, som er forskellen mellem den gennemsnitlige udlåns- og indlånsrente. Bidraget beregnes som en procentsats af obligationsrestgælden af det lån, som optages i realkreditinstituttet og opkræves i hele lånets løbetid.

Derudover opkræves der gebyrer i forbindelse med optagelsen af lån - lånesagsgebyr - konvertering, indfrielse mv. samt i de tilfælde, hvor realkreditinstituttet handler obligationer for låntager.

Bidrag

Bidragets størrelse er afhængigt af lånets prioritetsstilling på optagelsestidspunktet i forhold til den kontante låneværdi for ejendommen. Fx er Nykredits bidragssatser for lån til private delt op således, at der for et lån til en mio. kr. betales 0,34 pct. af den del af lånet, som ligger mellem 0 til 50 pct. af ejendommens værdi og 1,0 pct. for den del af lånet, som ligger mellem 50 og 80 pct. af ejendommens værdi. Bidragets samlede størrelse fastsættes som et gennemsnit af disse to satser. Realkreditinstitutternes administrationsbidrag er altså højere for de yderste dele af lånet, hvor der er den største risiko. Den fastsatte bidragsprocent sættes dog ikke ned, selv om restgælden på lånet falder.

Tabel 3.2: Udviklingen i realkreditinstitutternes administrationsbidrag

	Nykredit ³³	Totalkredit	Nordea Kredit	Real-kredit Danmark ³⁴	BRF kredit
Jan. 1990	0,20 basislån 0,30 enhedslån			0,20 basislån 0,30 enhedslån	0,20 basislån 0,30 enhedslån
Maj 1991	0,40				
Juli 1991				0,40/0,35	0,40
Maj 1992				0,55	
Juni 1992		0,30			
Juli 1992	0,44				0,44
Jan. 1993	0,55			0,70	0,55
April 1993		0,47			
Juni 1993	0,69				
Juli 1993				0,68	0,66
Aug. 1993		0,59	0,59		
Juni 1994					0,66
Aug. 1994	0,69	0,53	0,59		
Juni 1995	0,59	0,50		0,60	
Juli 1995					0,56
Feb. 1996					0,51
April 1996	0,53 * 0,59 **		0,53	0,58	

Der blev konstateret store tab i realkreditinstitutterne i begyndelsen af 90'erne, det medførte at bidragene steg. Siden er bidragssatserne kun blevet reguleret i begrænset omfang, og siden 1996 har alle selskabernes bidrag været fastholdt uændret, jf. tabel 3.2.

Parterne har i anmeldelsen forklaret, at prisniveauet på privatkundemarkedet ikke er en væsentlig konkurrenceparameter. Den store gennemsigtighed, som er på markedet betyder, at hvis et realkreditinstitut sætter prisen ned, så følger de resterende realkreditinstitutter umiddelbart med og matcher denne prisedsættelse, jf. boks 3.3.

33 Nykredit giver 10 pct. rabat på bidrag for kernekunder. *bidrag med kernekunderabat, ** bidrag for ikke kernekunder

34 Realkredit Danmark yder med virkning fra august 1994 en rabat, når lånet afvikles med 12 årlige terminer. Hvis man går fra 4 terminer til 12 terminer gives 0,8671 pct. rabat på den årlige ydelse. Derudover ydes et nedslag på 10 pct., hvis der stilles bankgaranti for lånet. En sådan bankgaranti vil dog normalt skulle betales, og der er ikke tale om en almindelig rabat.

Boks 3.3: Væsentlige prisændringer i perioden 1994-1996, ejerbolig

Tidspunkt	Prisændring	Konkurrenters reaktion
1. august 1994	Nykredit beregner bidrag af lånets restgæld i stedet for af lånets hovedstol Nykredit giver fuld rabat for tidligere betalt stiftelsesprovision Nykredit forenkler gebyrstruktur, således at 40 gebyrer reduceres til 12	RD, BRFkredit, Danske Kredit og Totalkredit følger alle efter inden for 20 dage
1. januar 1995	Nykredit afskaffer stiftelsesprovision i forbindelse med optagelse af ejerboliglån og lån til fritidshuse Lånesagsgebyret forhøjes fra 1.000 til 2.000 kr.	RD, BRFkredit og Unikredit følger efter inden for få dage
12. juni 1995	Totalkredit sænker bidragssatsen fra 0,90 pct. til 0,75 pct. for segmentet fra 50-80 pct. af belåningsværdien Totalkredit indfører stiftelsesprovision på 1.000 til 3.000 kr.	Nykredit og andre realkreditinstitutter følger efter med bidragsnedsættelser få dage efter
1996	RD indfører rabat på bidraget til Prioritetskunder	Nykredit indfører rabat på bidrag til kernekunder på 10 pct.

Kilde: Nykredit

Udover bidraget betaler låntageren ved optagelsen af et realkreditlån ligeledes et lånesagsgebyr.

Tablet 3.3: Realkreditinstitutternes lånesagsgebyrer

	Nykredit	Totalkredit	Nordea Kredit	Real kredit Danmark	BRF kredit
Lånesagsgebyr i kr.	1.050	1.000-3.000	2.000	1.000	1.000

Kilde: www.realkreditraadet.dk

Anm: Lånesagsgebyret gælder for ejerskiftelån obligationslån med en løbetid på 30 år med et låneprovnu på 1 mio. kr. I Nykredits beregning er der medregnet en kernekunderabat. I Realkredit Danmarks beregning er der regnet med en 12-terminers rabat og prioritetskunderabat.

En sammenligning af priserne for realkreditlån ud fra satserne i det enkelte år giver ikke noget retvisende billede af prisudviklingen. Når en låntager optager

et realkreditlån forpligtiger han sig til at betale bidrag, renter og afdrag i hele lånets løbetid fx 20-30 år. Det er derfor mest korrekt at se på udviklingen for hele lånets løbetid.

For alle realkreditinstitutterne under et kan opstilles følgende oversigt over udviklingen:

Tabel 3.4: Prisen for et 20-årigt realkreditlån (obligationslån) 1990-2002 - gennemsnit for alle institutter (kroner)

	1990	1992	1994	1996	1998	2000	2002
Årets rente	30.160	31.668	45.954	39.375	40.541	39.838	41.133
Fast rente	34.135	34.522	45.954	38.168	35.942	37.525	37.331

Anm.: Prisen er beregnet ud fra realkreditinstitutternes administrationsbidrag, som er låntagers betaling til realkreditinstituttet for at yde og administrere lånet. Tabellen viser hvor meget en låntager, der optager et nyt lån, samlet kommer til at betale i administrationsbidrag. Der er regnet med et 20-årigt annuitetslån på 1 mio. kr. For hvert år er beregnet det samlede bidrag for et nyt lån i dettes 20-årige løbetid. Der er regnet med et gennemsnit for institutterne. Bidragene for de 20 år er tilbagediskonteret til udlåns-året. De to priser for 1994 er ens, da renten for 1994 er anvendt ved beregningen med fast rente.

Tabellen viser udviklingen i den gennemsnitlige pris for et 20-årigt realkreditlån til ejerbolig i perioden 1990-2002. Alle de administrationsbidrag, som låntager skal betale i lånets løbetid, er lagt sammen og tilbagediskonteret til udlånsåret. Øverste række viser en beregning, hvor tilbagediskonteringen af de fremtidige bidrag er sket med brug af den faktiske rente i udlånsåret (årets rente). Nederste række viser ligeledes summen af de fremtidige bidrag, men i stedet for den faktiske rente i udlånsåret er der i alle årene tilbagediskonteret med den faktiske rente i 1994 (fast rente). For begge beregninger gælder, at en mindre del af ændringerne fra år til år i nogle tilfælde skyldes forskydninger i de enkelte realkreditinstitutters markedsandele.

Tilbagediskonteret med årets rente steg prisen kraftigt i første halvdel af 90'erne, hvorefter den fra 1994-1996 faldt til et niveau, der med mindre ændringer var gældende frem til 2002. Tilbagediskonteret med årets rente var prisen i 2002 36 pct. over niveauet i 1990. Når der igennem hele periode tilbagediskonteres med en fast rente (renten i 1994), er prisstigningen noget mindre. I forhold til 1990 var prisen 9 pct. højere i 2002.

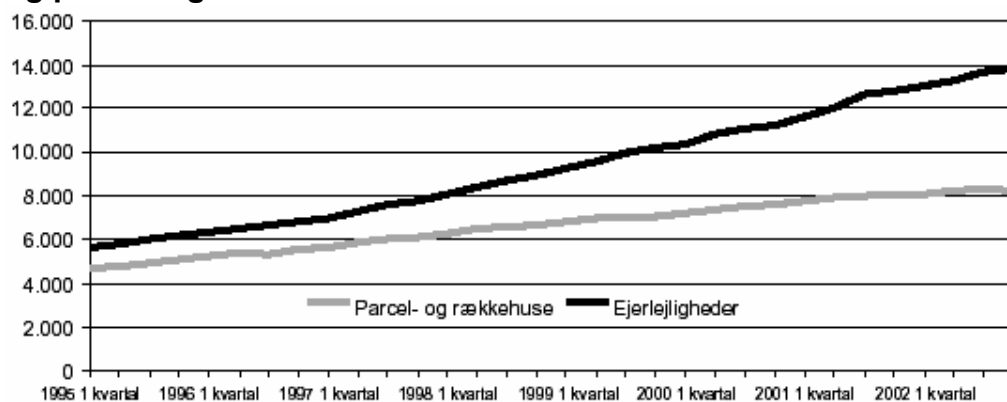
Når prisudviklingen på realkreditlån skal vurderes, er det den øverste række, hvor de fremtidige administrationsbidrag er tilbagediskonteret med de faktiske rentesatser, som er mest relevant. Det skyldes, at dette beløb, både for instituttet og låntager, svarer til den reelle værdi, når lånet optages.

Stigningen i prisen på et realkreditlån på 1 mio. kr. fra 1990 til 2002 viser, at realkreditinstitutternes indtægter fra administrationsbidragene er vokset noget mere end det generelle prisniveau. Den angivne "pris" på et realkreditlån kan betragtes som en "real" pris, der er korrigeret for stigningen i ejendomspriser.

serne i perioden fra 1990 til 2002. Da ejendomspriserne fra 1990-2002 er steget stærkere end det samlede forbrugerprisindeks, ville realkreditinstitutternes indtægter fra administrationsbidragene været vokset mere end forbrugerpriserne, selv om den tilbagediskonterede pris på et realkreditlån på 1 mio. kr. havde været uændret den samme i 2002 som i 1990.

Forbrugerpriserne er 1990-2002 vokset i alt 30 pct., mens ejendomspriserne alene siden 1995 er steget med mindst 60 pct., jf. figur 3.8.

Figur 3.8: Udviklingen i kvadratmeterpriserne for ejerlejligheder og parcel- og rækkehuse



Kilde: Realkreditrådet

3.6.2 Indtjening

Den største del af realkreditinstitutternes indtægter stammer fra renter af udestående pantebreve (udlån). Disse pantebrevsindtægter skal ifølge lovgivningens balanceprincip svare nøje til renteudgifterne til obligationsejerne. Den vigtigste "reelle" indtægtskilde er administrationsbidragene, som er steget med over 50 pct. siden 1996, jf. tabel 3.4. Derudover har realkreditinstitutterne renteindtægter fra deres formue samt indtægter fra gebyrer og provisioner fx i forbindelse med lånoptagelse, indfrielse, konvertering og omprioritering.

Tabel 3.5: Realkreditinstitutternes gebyr-, bidrags- og provisionsindtægter

	1996	1998	2000	2002
Nettorenteindtægter, mio. kr.	7.917	8.895	9.267	10.626
Heraf bidrag, mio. kr.	3.947	4.512	5.324	6.137
Gebyr og provisionsindtægter, mio. kr.	909	1.399	966	1.895
Gebyr- og provisionsudgifter, mio. kr.	523	1.060	1.180	1.716

Kilde: www.ftnet.dk, diverse publikationer

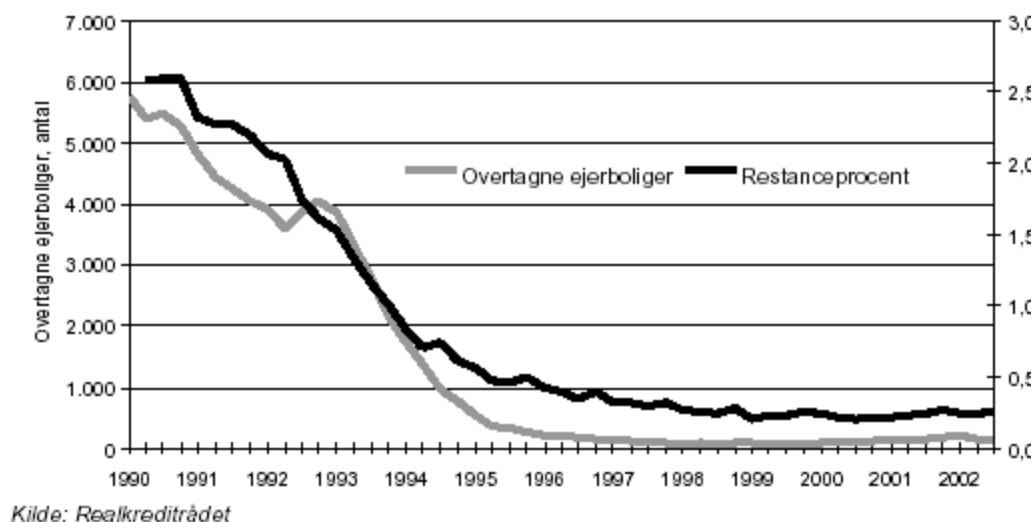
Indtægterne fra gebyrer og provisioner er mere end fordoblet siden 1996, men udgifterne til provisioner er steget endnu mere. Provisionsbetalingerne til ejendomsmæglere og til pengeinstitutter vejer tungt i dette regnskab. Pengeinstitutterne får provision fra realkreditinstitutterne dels for selve låneformidlingen og dels for at yde garanti for tab på den yderste del af realkreditlånet.

Store udgifter til tab og hensættelser på debitorer var en væsentlig del af forklaringen på, at realkreditinstitutterne i begyndelsen af 1990'erne hævdede deres bidrag. De store tab skyldtes, at lånetilbudets størrelse tidligere var blevet en afgørende konkurrenceparameter, og da ejendomspriserne faldt i slutningen af 1980'erne var mange kunder ikke i stand til at betale deres lån.

Institutterne har efterfølgende strammet kreditvurderingsreglerne op, således at kundens betalingsevne tillægges større vægt. Samtidig har pengeinstitutterne overtaget en væsentlig del af risikoen for tab. Pengeinstitutterne har ofte flere engagementer med deres kunder og er dermed i en god position til at vurdere udviklingen i boligejernes privatøkonomi.

Siden 1990 er det i færre og færre tilfælde blevet nødvendigt for realkreditinstitutterne at overtage ejerboliger på grund af ubetalte terminer. jf. figur 3.9.

Figur 3.9: Realkreditinstitutternes overtagne boliger og restanceprocent



Da realkreditlånet samtidig har været begunstiget af den generelle udvikling i samfundsøkonomien med voksende indkomster, faldende renter og stigende ejendomspriser har dette også afspejlet sig i regnskaberne, jf. tabel 3.6, hvor tab og nedskrivninger de seneste år har været meget lave.

Det samlede resultat, udtrykt som forrentningen af institutternes egenkapital, er faldet siden 1998 til 8,6 pct. De fleste realkreditinstitutter, herunder Nykredit og Totalkredit, udbetaler ikke udbytte til deres aktionærer, men henlægger overskuddet til reserverne.

Realkreditinstitutternes kapitaldækning målt ved solvensprocenten har hele tiden ligget et pænt stykke over lovens mindstekrav på 8 pct.

Tabel 3.6: Realkreditinstitutternes regnskab - resultat og udgifter

	1996	1998	2000	2002
Personale og adm., mio. kr.*	2.315	3.084	3.863	4.260
Tab og nedskrivninger, mio. kr.	1.245	309	-381	83
Resultat før skat, mio. kr.	6.360	6.350	6.493	6.957
Forrentning af egenkapital, pct.	14,1	11,1	9,1	8,6
Solvensprocent	13,0	13,1	12,6	11,1

Kilde. Finanstilsynet, statistisk materiale, diverse årgange.

* Regnskabsprincipperne er ændret efter 1998. Det betyder, at tallene for bl.a. personale- og administrationsomkostningerne før og efter 1998 ikke kan sammenlignes

4 Realkreditmarkedet

4.1 Organisationer og virksomheder

4.1.1 Realkreditrådet

Realkreditrådet er brancheorganisation for de realkreditinstitutter i Danmark, der yder lån mod pant i fast ejendom på grundlag af realkreditobligationer. Med undtagelse af Kommunekredit og Danmarks Skibskreditfond er alle danske realkreditinstitutter medlemmer af Realkreditrådet.

Realkreditrådet har til formål at varetage medlemmernes interesser over for offentligheden, myndigheder, pressen mv.

Realkreditrådet offentliggør 2 gange om året på www.realkreditraadet.dk en sammenligning af omkostninger for låntager ved et realkreditlån. Formålet med Realkreditrådets prisguide er at øge gennemsigtigheden på realkreditmarkedet til gavn for boligejerne i forbindelse med optagelse af realkreditlån. Et eksempel fra prisguiden er vist i bilag 2.

Prissammenligningerne omfatter samtlige realkreditinstitutter, der yder lån til privatkundemarkedet undtagen Totalkredit.

Realkreditrådet har endvidere udarbejdet et sæt etiske retningslinier for medlemmernes markedsføring.

4.1.2 Realkreditinstitutterne og deres aktivitetsområder

Ud over Kommunekredit og Danmarks Skibskreditfond findes 8 realkreditinstitutter, der opererer inden for lidt forskellige områder, jf. boks 4.1. Realkredit Danmark og Nykredit er klart de største. De er aktive inden for alle lånekategorier og har tilsammen godt 2/3 af omsætningen i branchen.

Realkredit Danmark indgår i Danske Bank-koncernen. Efter fusionen mellem Danske Bank og (det daværende) RealDanmark i 2000 blev Realkredit Danmark sluttet sammen med Danske Kredit og BG Kredit.³⁵ Realkredit Danmark samarbejder med ejendomsmæglere i franchisekæden home samt med et antal uafhængige ejendomsmæglere.³⁶

Nordea Kredit (tidligere Unikredit) betjener Nordea Banks kunder. Selskabet tilbyder ligeledes lån til alle kategorier, men har væsentligt mindre omsætning end Realkredit Danmark og Nykredit. Nordea har dog været i fortsat

³⁵ Se Konkurrencestyrelsens rapport om fusionen mellem Danske Bank og RealDanmark på www.ks.dk

³⁶ Se herom bl.a. Konkurrencerådets afgørelse fra januar 2003 om Realkredit Danmarks formidlingsaftaler med ejendomsmæglere.

vækst siden selskabet blev startet i 1993. På ejendomsmæglersiden samarbejder selskabet bl.a. med Danbolig-mæglerne.

BRFkredit er det tredje ”gamle” realkreditinstitut med en samlet omsætning på 8,45 mia. kr. I de senere år har selskabet oplevet en stigende markedsandel, og selskabet har trukket sig ud af visse dele af realkreditmarkedet, bl.a. landbrug. For ejerboligmarkedet har BRFkredit et distributionssamarbejde med EDC-kæden, der er Danmarks største ejendomsmæglerkæde. Desuden har selskabet aftaler med enkelte pengeinstitutter, herunder også pengeinstitutter, der står som aktionærer i Totalkredit.

DLR Kredit yder primært lån til landbrugs-, gartneri- og skovbrugsejendomme og har inden for dette segment p.t. en markedsandel på ca. 30 pct. (målt på bruttoudlån). Derudover yder DLR Kredit lån til private udlejningsejendomme og kontor- og forretningsejendomme. DLR Kredit er ejet af lokale og regionale pengeinstitutter. Jyske Bank, Sydbank, Spar Nord Bank og Danske Andelskassers Bank ejer over 5 pct. af aktierne. Desuden har landbrugets organisationer (Dansk Landbrug og Dansk Erhvervsgartnerforening) en mindre del af aktierne i DLR Kredit.

LR Realkredit har valgt at specialisere sig i lån til offentligt støttet byggeri. LR Realkredit (tidligere Landsbankernes Reallånefond) er ejet af 6 pengeinstitutter og samarbejder i praksis om administration med DLR Kredit.

FIH Realkredit beskæftiger sig næsten udelukkende med udlån til industri og håndværk, samt til kontor- og forretningsejendomme i form af obligations-/kontantlån med en løbetid på 10 eller 20 år. FIH Realkredit er det mindste af de danske realkreditinstitutter og har ikke formidlingsaftaler med tredjemand. FIH Realkredit er ejet 75 pct. af Föreningssparbanken (Sverige). Derudover har bl.a. Dansk Industri og Dansk Arbejdsgiverforening aktieposter.

Boks 4.1: Oversigt over danske realkreditinstitutter

	Omsætning 2002 mio. kr.	Lånekategori	Ejer
Nykredit Realkredit	27.896	Alle ejendoms- kategorier	Foreningsejet
Totalkredit	7.734	Ejer-boliger.	106 lokale og regionale pengeinstitutter
Realkredit Danmark	29.655	Alle ejendoms- Kategorier	Danske Bank A/S
Nordea Kredit	7.497	Alle ejendoms- Kategorier	Nordea Bank Danmark A/S
BRFkredit	8.447	Koncentreres om ejer-boliger	Foreningsejet
DLR Kredit	3.648	Landbrug, boligbyggeri mv.	Regionale og lokale pengeinstitutter, (Dansk Landbrug mv.)
LR Realkredit	476	Alment byggeri og domicilejendomme	Nordea Bank, Dan- ske Bank, Jyske Bank m.fl.
FIH Realkredit	398	Industri og hånd- værk mv.	FI Holding (bl.a. Foreningsspar- banken AB, Dansk Industri m.fl.)

Lån til ejerboliger er det væsentligste marked for realkreditlån. 2/3 af brutto-udlånet på realkreditmarkedet vedrører ejerboligmarkedet, og denne andel har være voksende de seneste år, jf. tabel 4.1. I dag er der i alt 5 realkreditinstitutter, der tilbyder lån til ejerbolig. Nykredit, Realkredit Danmark, Totalkredit, BRFkredit og Nordea Kredit.

Tabel 4.1: Udviklingen i lån til ejendoms-kategorier i pct. af bruttoudlånet

Lånetype	1998	1999	2000	2001	2002
Ejerboliger (privatkunder)	60,8	59,3	60,1	64,4	66,1
Erhverv	26,7	25,7	26,8	21,8	20,6
Landbrug	12,5	15,0	13,1	13,8	13,3
I alt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Udover lån til ejerbolig ydes der også lån til bl.a. industri, landbrug og socialt byggeri.

Inden for lån til bl.a. industri, landbrug og socialt byggeri findes der institutter, der har specialiseret sig i disse opgaveområder. Disse selskaber er DLR Kredit (landbrug), FIH Realkredit A/S (industri, håndværk mv.) og LR Realkredit (byggeprojekter, fortrinsvis med offentlig støtte).

Specialiseringen er på flere måder historisk betinget.

DLR Kredit blev stiftet i 1960 under navnet Dansk Landbrugs Realkreditfond og havde frem til 1. januar 1999 eget lovgrundlag, der begrænsede udlånsaktiviteten til belåning af landbrugs-, skovbrugs- og gartneriejendomme. Pr. 1. juli 2000 overførtes DLR Kredit til realkreditloven og blev ligestillet med de øvrige realkreditinstitutter. DLR Kredits udlånsområde er dermed ikke længere begrænset til ejendomme, der anvendes til landbrug, skovbrug og gartneri, men selskabet er dog ikke gået ind på fx ejerboligområdet.

LR Realkredit udbyder specielt lån til offentligt støttet byggeri mv. Dette skal ses på baggrund af, at ejerkredsen ved omdannelsen af den tidligere Landsbankernes Reallånefond i 1990 allerede var involveret i lån til ejerboliger mv. LR Realkredit har i dag en organisation, der er baseret på få, men store udlån, hvor en væsentlig del af debitors økonomi baserer sig på støtte fra det offentlige. Det vil på nuværende tidspunkt kræve store organisationsændringer og investeringer i nye systemer at udvide produktudbuddet til fx at omfatte lån til ejerboliger.

Specialiseringen viser sig også ved, at ejerkredsen bag Realkredit Danmark og Nordea Kredit også står bag LR Realkredit, og flere af pengeinstitutterne bag Totalkredit også er medejere af DLR Kredit (Jyske Bank, Amagerbanken og Arbejdernes Landsbank har aktier i alle tre selskaber).

Ud over de forskelle, som er historisk betinget eller fastsat i lovgivningen, så adskiller realkreditlån til erhvervslivet sig også på andre punkter fra lån til privatsegmentet. Hvor låntagning for private husstande indtil for nyligt har været en sjælden begivenhed, må det forventes, at erhvervsdrivende herunder landbruget bruger muligheden for at optage realkreditlån mere aktivt til finansiering af deres almindelige investeringer og drift.

Dertil kommer, at realkreditlån til erhvervsejendomme kræver en væsentlig mere individuel vurdering af debitor og af ejendommen end på privatområdet, hvor låneudmålingen i høj grad er standardiseret. Det er således nødvendigt at anlægge en individuel vurdering af ejendommens indtjeningspotentiale og herunder låntagers forretningsmuligheder. Det indbefatter vurdering af faktorer som beboelsesejendommens faktiske eller anslåede lejeindtægter og ejendommens regulerede nyværdi.

For industri og landbrugsejendomme skal der tages hensyn til branchemæssige forhold, herunder om konjunkturudsigterne er stabile. Såfremt en industriejendom, som kan være indrettet til speciel produktion, evt. senere skal omsættes, kan det være vanskeligt at finde en køber, der efterspørger netop denne specielle type bygninger mv.

Landbrugsejendomme vil ofte være lidt lettere at sælge. Den største del af værdien er knyttet til jorden, og den kan udnyttes til mange forskellige formål inden for moderne drift. Det vil dog være nødvendigt med nøje kendskab til de særlige støtteordninger for landbrugsproduktionen for at kunne vurdere indtjeningsmulighederne. Til nogle landejendomme er endda knyttet særlige rettigheder i form af sukkerroekvoter eller mælkekvoter.

De særlige forhold for erhvervsejendomme i forhold til privatsegmentet afspejler sig også i de bidrag, som realkreditinstitutterne opkræver af låntagerne. Administrationsbidraget for en ejerbolig ligger på 0,50-0,55 pct. af restgælden. For erhvervslån og landbrugslån aftales bidraget normalt individuelt, men det har ligget på ca. 0,85 pct. for erhvervslån og 0,70-0,75 pct. for landbrugslån. For visse former for støttet byggeri, alment boligbyggeri mv. har bidraget været væsentligt mindre, i størrelsesordenen 0,3 pct. af restgælden. Det skyldes bl.a., at det offentlige fastsætter maksimalpriser for administrationsbidrag (og for stiftelsesprovision) som betingelse for den offentlige støtte.

4.2 Realkreditinstitutternes produkter og tilknyttede ydelser

Realkreditinstitutterne udbyder forskellige produkter. Dertil kommer de ydelser, som kunderne tilbydes hos ejendomsmæglerne og i pengeinstitutterne.

Kunden kan vælge mellem et fastforrentet lån eller et rentetilpasningslån. De fastforrentede lån er som hovedregel annuitetslån, hvor der betales lige store ydelser hver termin til dækning af renter og afdrag. Rentetilpasningslånene har variabel rente, dvs. renten tilpasses med faste intervaller fx hvert år eller hvert 3. år. Man kan også vælge at mixe låneformerne, så det fx kun er 25 pct. af restgælden, som rentetilpasses hvert år. Andre former for lån er stående lån, indexlån og serielån.

Stående lån svarer til afdragsfrie lån, da afdraget populært sagt står stille til lånet forfalder. Fra 1. oktober 2003 vil det være muligt at få realkreditlån med op til 10 års afdragsfri periode. Det betyder, at låntageren i en kortere eller længere periode kan vælge kun at betale rente og bidrag på lånet og udskyde afbetalingen på lånet til senere.

Ved indekslån justeres hovedstol og restgæld, og som følge deraf rente og afdrag, løbende i overensstemmelse med udviklingen i et aftalt prisindeks, fx nettoprisindekset.

Ved serielån betales lige store afdrag pr. termin. Det betyder, at ydelsen er faldende gennem lånets løbetid. I modsætning til almindelige annuitetslån, hvor ydelsen er den samme over lånets løbetid.

Realkreditlån er den mest udbredte låneform for private, som ønsker at finansiere fast ejendom. Realkreditlånene adskiller sig fra almindelige pengeinstitutlån ved, at låntageren kan optage lange, uopsigelige lån på op til 30 år, hvor ydelsen og renten ligger fast i hele perioden, fordi lånet er baseret på realkreditobligationer. Realkreditlån er forholdsvis standardiserede ydelser og derfor relativt billige. Renten for realkreditinstitutternes kroneobligationer med en varighed over 10 år var således i januar-juli 2003 i gennemsnit 5,8 pct. For rentetilpasningslånene ved en løbetid for obligationerne på under 1 år var renten væsentligt lavere, i gennemsnit 3,4 pct., mens renten for et tilsvarende eurolån var 3,2 pct.³⁷

Hertil betaler låntageren et bidrag til dækning af realkreditinstitutternes administrationsomkostninger mv. på omkring 0,5-0,55 pct.

Pengeinstitutternes udlån er derimod som udgangspunkt finansieret ved indlån, som er kortfristet og med variabel rente. Det har betydet, at pengeinstitutterne ikke har kunnet tilbyde finansiering af fast ejendom på samme favorable vilkår som realkreditinstitutterne, fx med en fast rente. Flere pengeinstitutter er begyndt at tilbyde langvarige lån, som skal konkurrere med realkreditlånene. Handelsbanken tilbyder fx ”Prioritetslån” som et alternativ til realkreditlån primært til rentetilpasningslånene og afdragsfrie lån.

Boks 4.2: Eksempel på realkreditlignende pengeinstitutlån

I Handelsbankens ”Prioritetslån” er pantebrevet udstedt til banken som et stående lån mellem 10 og 30 år. Afviklingen af lånet aftales individuelt. Renten kan være variabel som ved almindelige banklån eller låses fast for perioder mellem 3 mdr. og 10 år. Ved binding i 3 måneder er rentesatsen på nuværende tidspunkt 3,18 pct., mens renten ved binding i 10 år er 5,33 pct.. Ved bindingsperiodens udløb fastsættes en ny rente for næste periode. I bindingsperioden gælder særlige indfrielsesvilkår, fx medfører en faldende rente, at lånet skal indfries til et højere beløb end restgælden.

Tilsvarende tilbyder Danske Bank, Skandiabanken og Alm. Brand Bank også langvarige lån på forskellige vilkår. Danske Banks prioritetslån (Danske Prioritet)³⁸ består af en indlånskonto og en udlånskonto med samme rentevilkår. Renten, der er variabel, er fastsat ud fra Danmarks Nationalbanks indskuds-

³⁷ Kilde : Danmarks Nationalbank - Rentestatistik for penge- og realkreditinstitutter, juli 2003.

³⁸ Der kræves 1. prioritets pantebrev i ejendommen.

bevisrente³⁹ med et tillæg fastsat af banken. Det aktuelle rentespænd inkl. tillæg er 3,45 pct. - 7,45 pct.. Danske Prioritet er fleksibelt i den forstand, at der er mulighed for afdragsfrie perioder, fx i ti år. Danske Prioritet henvender sig især til kunder, der har en forholdsvis lille realkreditbelåning samt kunder med en større formue. For de fleste kunder og måske især for førstegangskøbere er der en væsentlig risiko forbundet med Dansk Prioritet. Renten kan ændre sig fra dag til dag, og der er ikke mulighed for rentesikring.

Forskellen mellem realkreditlån og banklån er blevet mere flydende med udviklingen af rentetilpasningslåne og muligheden for at tilbyde afdragsfrie lån samt introduktionen af prioritetslåne. De fleste kunder vil dog formentlig indtil videre foretrække realkreditlåne pga. tradition og den lavere risiko.

De mest almindelige tilfælde, hvor en forbruger ønsker at optage et realkreditlån, er ved køb af fast ejendom - hvor låntager optager et såkaldt ejerskiftelån - omprioritering - hvor låntager optager et nyt lån i forbindelse med en ekstraordinær indfrielse af et ældre lån - og endelig konverteringssituationen - hvor låne omlægges i forbindelse med en renteændring.

Den forbruger, der henvender sig til en ejendomsmægler for at købe et hus, vil under forhandlingerne om overtagelse af ejendommen blive præsenteret for et finansieringstilbud for købet, jf. § 18 i lov om omsætning af fast ejendom. Dette tilbud vil næsten altid være baseret på (størst mulige) realkreditlån. Derudover skal ejendomsmægler skriftligt oplyse om mindst 2 alternative finansieringsmuligheder, jf. lovens § 18.

Hvis rådgiveren har en særlig økonomisk eller personlig interesse i forbrugers valg af finansiering, forsikring eller andre ydelser i tilknytning til omsætning af fast ejendom, skal han gøre forbrugeren bekendt med det, jf. lovens § 7, stk. 1. Hvis rådgiveren modtager provision eller andet vederlag som følge af formidling af finansiering, forsikring eller andre ydelser, skal han ligeledes oplyse forbrugeren om det. Forbrugeren skal orienteres om, at han har adgang til at få oplyst provisionens størrelse og rådgiveren skal på forespørgsel oplyse denne, jf. lovens § 7, stk. 2.

I andre tilfælde, hvor boligejerne planlægger at tage et realkreditlån, vil han typisk henvende sig hos sit normale pengeinstitut og bede om rådgivning. Pengeinstituttet vil normalt have indblik i kontohavernes økonomi og vil samtidig kunne vejlede mht. hvilke muligheder og risici, der er forbundet med de forskellige låneformer. Pengeinstitutterne kan også tilbyde lån til huskøb ud over den del, der kan finansieres via realkredit.

³⁹ Indskudsbevisrenten er et af de instrumenter, Nationalbanken bruger til at styre pengepolitikken med. Rentesatsen vil typisk blive ændret i takt med udviklingen i forholdet mellem den danske krone og euroen.

Derudover tilbyder pengeinstitutterne andre ydelser, som kan være nyttige både i forbindelse med huskøb men også ved omprioritering og konvertering. Det drejer sig bl.a. om garantistillelse, kurssikring, tinglysning og hjemtagning af lån mv.

Pengeinstitutter kan fx stille garanti for, at realkreditinstituttet vil modtage det tinglyste anmærkningsfri pantebrev. Dette betyder, at lånet kan udbetales straks, når de øvrige betingelser (forbehold) for låneudbetalingen er opfyldt. Derudover kan pengeinstitutter stille garanti for en række andre udbetalingsforbehold. Endvidere kan pengeinstitutter stille garanti for en del af den kontante udbetaling, når det er aftalt i købsaftalen.

Ved at indgå aftale om kurssikring kan låntageren sikre sig mod kursændringer for de obligationer, som han står foran at skulle handle. Det kan have stor værdi for låntageren, da han derved kan sikre sig mod muligvis betydelige ekstraudgifter, hvis kurserne udvikler sig ugunstigt i den periode, der går indtil handelen er på plads og obligationerne solgt.

Desuden tilbyder formidlerne af realkreditlånene som regel også at gennemføre tinglysningen af pantebrevet for kunden.

Efterfølgende når lånene er hjemtaget tilbyder pengeinstituttet eller realkreditinstituttet at overvåge kursudviklingen for obligationerne med henblik på, om det kan betale sig at konvertere mv.

Den private låntager benytter sig i praksis af en stor del af tilbudene. Dette bekræftes af styrelsens undersøgelser, der viser, at størstedelen af forbrugerne benytter sig af de vigtigste ydelser hos pengeinstitutterne. Fx oplyser pengeinstitutterne, at praktisk taget alle kunder ønsker rådgivning omkring finansiering, valg af lånetype, økonomiberegning mv. Det samme gælder konverteringsservice. Kurssikring benyttes efter det oplyste af 60-90 pct. af kunderne.

Efterspørgselen efter pengeinstitutternes ydelser har været stigende op igennem 90'erne. Realkreditinstitutternes produkter er blevet mere komplicerede og forudsætter nærmere kendskab til forholdene. Samtidig er der tale om beslutninger, der kan have vidtgående følger for forbrugernes daglige økonomi.

4.3 Salgskanaler og samarbejder

4.3.1 Realkreditinstitutternes salgskanaler

Realkreditinstitutterne formidler lån til ejerboliger gennem tre kanaler: ejendomsrådgivere, pengeinstitutter eller direkte fra realkreditinstituttet til den enkelte låntager. Selskaberne er også begyndt at markedsføre deres lånetilbud via internettet, men det er endnu ikke muligt - bortset fra situationer med konvertering uden problem - at gennemføre alle elementer af låneoptagelsen

over nettet. Visse dokumenter (årsopgørelse, pantebreve mv.) skal således forevises fysisk for realkreditinstituttet eller dets repræsentant, ligesom der skal ske en fysisk vurdering af selve den faste ejendom.

Der er stor forskel på, hvorledes institutterne har tilrettelagt deres distribution og samspillet mellem formidlerne. Totalkredit og Nordea Kredit formidler fx alene lån gennem pengeinstitutterne, mens den overvejende del af Nykredits salg sker direkte til låneoptageren.

Det direkte salg spiller ligeledes en rolle for Realkredit Danmark og BRFkredit, der begge benytter alle tre former for distribution. Men hvor Realkredit Danmark derudover får en betydelig del af sine lån fra pengeinstitutter - først og fremmest via Danske Bank - så kommer BRFkredits lån primært fra ejendomsmæglerne. BRFkredits formidling gennem pengeinstitutterne er meget begrænset.

Ser man på samtlige kategorier af realkreditlån under ét, er tilgangen af bruttoudlån fra pengeinstitutterne og fra det direkte salg nogenlunde lige stor, jf. tabel 4.2. For lån til ejerboligmarkedet er pengeinstitutterne imidlertid den klart største forsyningskanal. Lån til erhvervsformål, støttet byggeri mv. kanaliseres således i højere grad via realkreditinstitutternes eget salgssapparat.

Tabel 4.2: Samlet tilgang af bruttoudlån fra 2000-2002 fordelt på salgskanaler

I pct.	2000	2001	2002	Gennemsnit 2000-2002
Ejendomsmæglere	17,4	11,8	11,3	13,5
Pengeinstitutter	41,4	43,1	46,6	43,7
Direkte salg	38,9	43,8	41,2	41,3
Øvrige formidlere	2,3	1,3	0,9	1,5
I alt	100	100	100	100

Aktiviteten i distributionskanalerne følger i nogen grad udviklingen på boligmarkedet og rentemarkedet. I perioder med stor omsætning af huse vil der komme mange lån fra ejendomsmæglerne. Det er fx almindeligt, at 40-50 pct. af huskøbene resulterer i et lån til det realkreditinstitut, som mægler primært samarbejder med.

På den anden side vil der være forholdsvis flere lån fra pengeinstitutterne i perioder med rentebevægelser og mange konverteringer. År 2000 var der fx væsentligt færre konverteringer end i årene lige før og efter. 2002 var et historisk stort konverteringsår.

4.3.2 Ejendomsmæglere

Virksomhed som ejendomsformidler må kun drives af ejendomsmæglere, der er registrerede, jf. § 8, stk. 1, nr. 1, i lov om omsætning af fast ejendom. I loven er fastsat en række krav til udøvelse af ejendomsformidlingsvirksomhed. En ejendomsformidler skal fx med omsorg for begge parter interessere virke for, at der bliver handlet, og at handelen bliver gennemført inden for en periode, til en pris og på vilkår, som er nærmere aftalt med opdragsgiver, jf. lovens § 9. Hvis et pengeinstitut, et realkreditinstitut eller et forsikringsselskab ejer eller har væsentlige interesser i ejendomsformidlingsvirksomheder skal forbindelsen fremgå af ejendomsformidlingsvirksomhedens navn eller en tilføjelse hertil. Realkreditinstitutter kan dog drive ejendomsformidlingsvirksomhed gennem særskilte anpartsselskaber eller aktieselskaber med selvstændige forretningssteder, jf. lovens § 8, stk. 2. Et realkreditinstitut kan således drive ejendomsformidlingsvirksomhed som franchisegiver eller for egen regning og risiko igennem et datterselskab.⁴⁰

Ejendomsmæglerne samarbejder med realkreditinstitutterne sker under forskellige former. Fx er Realkredit Danmarks og Nordea Kredits aftaler med home hhv. Dan Bolig baseret på franchise, mens BRFkredit's aftale med EDC er baseret på en samarbejdsaftale.

Ejendomsmæglerne samarbejder i praksis indbyrdes om markedsføring, rådgivning mv. i kædeorganisationer. 65-75 pct. af mæglerne er knyttet til en kæde. Realkreditinstitutterne er blandt de vigtigste samarbejdspartner for kæderne, og flere af de største kædesamarbejder bliver administreret af et selskab, der indgår i samme koncern som det realkreditinstitut, der samarbejder med de enkelte mæglere.

Aftalerne med realkreditinstituttet indebærer, at mæglerne formidler lån til selskabet normalt mod en provision i størrelsesordenen 1.500-2.500 kr. Hertil kan komme en yderligere bonus, der udbetales i forhold til fx salgsmål, samt honorarer for ejendomsvurdering mv., således at det samlede honorar i gennemsnit udgør ca. 3.500 kr. Samarbejdet er ikke eksklusivt. Mæglerne må ganske vist normalt ikke aktivt markedsføre lån fra konkurrenter, men boligejeren kan godt bede mægleren om at få lån i et andet realkreditinstitut. Incitamentet til dette er dog begrænset, med mindre boligejeren ønsker en speciel type af lån, som mæglerens realkreditinstitut ikke udbyder, eller hvis der er andre specielle fordele ved at skifte. Det kan fx være, at låntager har en aftale om rabat på andre lån hos sit pengeinstitut.

Mægleren kan også udføre andre opgaver for realkreditinstituttet. Det kan fx være vurdering af ejendommene, købergodkendelse og salg af de ejendomme, som realkreditinstituttet overtager, når låntager ikke kan betale sine afdrag. Samarbejdet i mæglerkæden kan også indebære andre fordele, som kan være

⁴⁰ Jf. Realkreditlovens § 2, stk. 2, note 8.

etableret med realkreditinstituttets hjælp. Flere mæglerkæder tilbyder fx ejendoms køberne at formidle forsikringsprodukter eller hjælp i forbindelse med indretning af bolig. De ejendomsmæglere, der samarbejder med Nykredit, formidler fx forsikringer for Nykredit Østifterne mod provision.

Tabel 4.3: Oversigt over ejendomsmæglere og deres tilknytning til realkreditinstitutter.

Evt. kæde	Tilknyttet Realkreditinstitut	Antal ejendomsmæglere
Dan Bolig	Nordea Kredit	125
EDC	BRFkredit	260
Home	Realkredit Danmark	172
Nybolig og Estate	Nykredit	260
Safe	BRFkredit	115
Realmæglerne	Uafhængige	105
Lokale samarbejder med pengeinstitutter fx (Bolig Fyn)		58
Uden tilknytning		395
I alt		Ca. 1490

Realmæglernes samarbejde med realkreditinstitutter er baseret på individuelle aftaler med de enkelte mæglere. Der er således ikke længere en samarbejdsaftale mellem Realmæglerne og Realkredit Danmark. Ud over realkreditinstitutternes aftaler med mæglerne findes der også en del lokale samarbejder mellem mæglere og pengeinstitutter med samarbejde om gensidig henvisning. Fx samarbejder Ringkjøbing Bank med Bolig Center Vestjylland, og Sparekassen Faaborg samarbejder med Bolig Fyn.

4.3.3 Pengeinstitutter

Pengeinstitutterne er realkreditinstitutternes vigtigste distributionskanal. Drift af et pengeinstitut kræver tilladelse fra Finanstilsynet, der påser, at selskabet opfylder en række objektive krav (herunder krav til egenkapitalens størrelse) og som løbende fører tilsyn med, at selskabet opfylder lovgivningens krav. Pengeinstitutterne er de eneste virksomheder, der har ret til at markedsføre, at de modtager indlån.⁴¹ Alle danskere har en konto i et pengeinstitut, fx lønkonto, pensionskonto mv. De fleste har også andre engagementer i pengeinstituttet, fx billån, kassekredit mv. Det er naturligt for danskerne at søge rådgivning om finansielle spørgsmål i deres pengeinstitut.

Pengeinstitutterne vil gerne som en del af deres tilbud til kunden kunne tilbyde realkreditlån. Det skyldes, at husejere med realkreditlån er gode kunder i

⁴¹ Jf. § 1, stk. 5 i LBK nr. 214 af 25/03/2003 om banker og sparekasser mv.

pengeinstitutterne, der også efterspørger andre finansielle ydelser. Pengeinstitutterne er også det naturlige mellemlid, når husejerne skal hjemtage deres lån til boligkøb, finansiering af ombygninger mv. Den øgede anvendelse af billige realkreditlån har også i en vis udstrækning substitueret pengeinstitutternes eget udlån.

Selv om en del af bankernes tidligere forretningsområde er blevet overtaget af realkreditselskaberne, har det været fordelagtigt for pengeinstitutterne at markedsføre realkreditlån aktivt. For det første opnår de et vederlag for deres ydelser fra realkreditselskabet. Dernæst sparer de en række omkostninger. Realkreditlån kan udstedes i store serier og masseproduceres til lave omkostninger. Lånene stiller heller ikke krav til pengeinstitutternes reserver, med mindre de vælger at yde garanti for lånet eller en del af det.

Dertil kommer, at pengeinstitutterne kan tjene penge på de ekstra ydelser, de sælger til kunderne. Der kan opkræves gebyr for selve lånesagsbehandlingen (som hos nogle af realkreditinstitutterne udføres lokalt hos bankerne). Der kan også være andre ydelser i forbindelse med låneoptagelsen, fx tinglysning, garantistillelse, kurssikring og salg af værdipapirer. Men derudover er der betydelige forretningsmæssige fordele ved at kunne tilbyde kunden et komplet sortiment af forskellige produkter fra den finansielle sektor. Kunderne modtager ofte rabatter, såfremt de aftager flere forskellige produkter, jf. fx Nordeas fordelsprogram.

Der er 179 pengeinstitutter i Danmark. En del af dem markedsfører sig dog kun over for større virksomheder. De er ikke aktive på detailbankmarkedet. Fx er der kun 142 pengeinstitutter, der har licens til at tilbyde deres kunder et Dankort.

Blandt de pengeinstitutter, der henvender sig til forbrugerne, herunder husejerne, spiller de store bankkoncerner, Danske Bank-koncernen og Nordea Bank-koncernen, en dominerende rolle. De øvrige pengeinstitutter - de såkaldte lokale og regionale pengeinstitutter - har 40-45 pct. af danskerne som kunder. Pengeinstitutterne har en tradition for samarbejde om større opgaver. De lokale og regionale pengeinstitutter samarbejder fx om edb, hvor de er gået sammen om drift af 3 edb-centraler. Jyske Bank, der er den største regionalbank har et samarbejde om edb med Nykredit.⁴²

Derudover samarbejder de lokale og regionale pengeinstitutter bl.a. om realkreditlån. Lån til ejerboligmarkedet produceres i Totalkredit, som er ejet i fællesskab af 106 af de lokale og regionale pengeinstitutter. Lån til landbrug produceres af DLR Kredit, der er ejet af den samme kreds af pengeinstitutter. Begge typer lån formidles til låntagerne gennem de lokale/regionale pengeinstitutter, der ejer det.

⁴² Se rådets afgørelse af 28. august 2003 vedrørende etableringen JN DATA A/S.

Pengeinstitutternes lokale tilknytning afspejler sig også i, at de tilsammen har et udbredt fysisk filialnet. Medens specielt Danske Bank siden fusionen med BG Bank i 2000 har nedbragt antallet af filialer, så har de lokale og regionale banker under et udvidet deres filialnet.

Tabel 4.4: Udviklingen i antallet af pengeinstitutfilialer.

Pengeinstitut	1998	1999	2000	2001	2002
Danske Bank	420	410	626	553	489
BG Bank	255	251	-	-	-
Nordea	369	365	357	351	348
Pengeinstitutterne bag Totalkredit	1115	1122	1139	1154	1152
Øvrige pengeinstitutter	26	40	37	41	78
I alt	2185	2188	2159	2099	2067

Ud over de lokale og regionale pengeinstitutter bag Totalkredit, findes godt 30 pengeinstitutter, der er aktive på detailbankmarkedet. De fleste er meget små sparekasser. Af lidt større pengeinstitutter findes foruden Nykredit Bank de 3 svenskejede selskaber, Handelsbanken (der bl.a. har overtaget Midtbank, der tidligere havde aktier i Totalkredit men trådte ud efter, at det var overtaget af Handelsbanken), Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) og Skandiabanken, samt Alm. Brand Bank, Lån & Spar Bank og den forholdsvis nyetablerede Basisbank. Disse pengeinstitutter har under 5 pct. af antallet af fysiske filialer (Skandiabanken, Nykredit Bank og Basisbank er internetbanker) og et tilsvarende beskedent antal af bankkunderne.

De ydelser, som pengeinstitutterne præsterer, og som realkreditinstitutterne efterspørger, er først og fremmest formidling af lån. For dette modtager pengeinstituttet et honorar. Den vigtigste del af dette er provision. I praksis opereres med to former for provision. For det første ydes et vederlag for selve formidlingen. Der kan være tale om et engangsbeløb - anvisningsprovision - men i mange tilfælde ydes provision i form af en promille af lånets restgæld i hele lånets løbetid -portefølje provision. Formålet er at tilskynde pengeinstituttet til løbende at markedsføre realkreditlån og holde sine medarbejdere ajour med reglerne, så de kan yde låntagerne kvalificeret rådgivning.

Derudover indeholder de fleste realkreditselskabers aftaler bestemmelser om garantiprovision. Denne provision er normalt tidsbegrænset til de første 8 år af lånets løbetid, men kan evt. forlænges. Garantiprovisionen er betaling for, at pengeinstituttet giver realkreditinstituttet en garanti for, at debitor betaler en vis del af sit lån de første 8 år. Pengeinstituttet kan fx stå inde for, at debitor vil betale en bestemt pct.del af hovedstolen på lånet (normalt den yderst placerede del af lånet), jf. boks 4.3, der gengiver den ordning, som Totalkredit har anvendt ved et konkret eksempel.

Boks 4.3: Totalkredits garantiprovision

Belåningsinterval	Provisionssats
0-60 pct.	0,15 pct.
60-80 pct.	0,70 pct.

Hvis ejendommens kontante belåningsværdi er 1 mio. kr. og kontantværdien af Totalkredit lånet er 800.000 kr., modtager det formidlende pengeinstitut ved fuld belåning følgende garantiprovision om året:

$$\frac{(600.000 \times 0,15 \text{ pct.}) + (200.000 \times 0,70 \text{ pct.})}{800.000} = 0,2875 \text{ pct.}$$

Provisionssatsen afrundes altid til to decimaler, svarende til 0,29 pct. Provisionen beregnes af restgælden og udbetales kvartårlig bagud, så længe der er registeret garanti på lånet. Garantibeløbet, der i eksemplet er 200.000 kr., nedskrives ikke i garantiperioden:

$$\frac{825.000 \times 0,29}{100} = 2.392,50 \text{ kr.}, \text{ svarende til } 598 \text{ kr. i første kvartal.}$$

Anm.: Det er forudsat, at lånet er et 7 pct. obligationslån, hvor udmålingskursen er 97. Dvs. den nominelle hovedstol er 825.000 kr.

Pengeinstitutterne har i forvejen jævnlig kontakt med deres kunder og i det hele taget godt kendskab til lokale forhold. De har dermed bedre forudsætninger end realkreditinstituttet for at følge kundens forhold og evt. træffe foranstaltninger i god tid, hvis der er risiko for, at låntager ikke kan betale sine terminer.

Realkreditinstitutternes provisionssystemer er indrettet lidt forskelligt. Totalkredit og Nykredit indfører i forbindelse med fusionen samme provisionssystem, der i den 8-årige garantiperiode baserer sig på Totalkredits hidtidige system.

I garantiperioden bliver den samlede vægtede provision 0,29 pct. p.a. ved fuld belåning. Efter udløbet af garantiperioden betales en løbende portefølje provision på 0,15 pct. af hele lånets restgæld, jf. boks 4.4.

Boks 4.4: Nykredits og Totalkredits nye provisionssystem

Belåningsinterval	Provisionssats	Periode
0-80 pct.	0,15 pct.	Hele lånets løbetid
60-80 pct.	0,55 pct.	Kun i garanti-perioden

De samlede provisionsbetalinger til pengeinstitutterne er betydelige. Fx udbetalte Realkredit Danmark over 200 mio. kr. i 2002 i provision for erhvervelse af ny forretning, mens Totalkredit i 2002 udbetalte 300 mio. kr. i tabs-garantiprovision.⁴³

Ud over formidling af lån og garanti for provision kan pengeinstitutterne også tilbyde andre ydelser til realkreditinstitutterne, fx vurdering af ejendomme og af låntager. Pengeinstitutterne kan også være behjælpelige med at skaffe dokumenter til brug for låneoptagelsen.

Aftalerne mellem realkreditinstitutterne og pengeinstitutterne er ikke eksklusive. Der findes et antal tilfælde, hvor et pengeinstitut har aftaler med flere realkreditinstitutter. Fx har Jyske Bank haft samarbejdsaftaler med BRFkredit, Realkredit Danmark, Nykredit og Totalkredit på ejerboligområdet. Det kunne tyde på, at der ikke er nogen skarp opdeling af pengeinstitutternes formidling, jf. tabel 4.5.

Tabel 4.5: Oversigt over realkreditinstitutternes samarbejde med pengeinstitutter på ejerboligområdet.

	Nykredit Real- kredit	Total- kredit	Realkredit Danmark	Nordea Kredit	BRF kredit
Samarbejdende pengeinstitutter	Jyske Bank, Spar Nord, Amager- banken mv.	106 lokale og regio- nale PI	Danske Bank Samt ca. 112 PI	Nordea Bank	Jyske Bank, Alm. Brand Bank, mv. I alt ca.36 PI

I praksis er forholdene anderledes og formidlingen mere koncentreret. På styrelsens spørgsmål oplyser pengeinstitutterne således, at langt den største del af de lån, de formidler, sendes til deres primære samarbejdspart. På ejerbolig-

⁴³ Jf. endvidere tabel 3.4 i kapitel 3.5.

området varierer den andel, der formidles til det foretrukne institut fra 75 - 80 pct. til væsentligt over 90 pct.

Når nogle af pengeinstitutterne har aftaler med flere forskellige realkreditinstitutter skyldes det forskellige forhold. Vigtigst er, at der er forskelle i selskabernes produktprogram. Totalkredits produktprogram har således været væsentligt snævrere end Nykredits, jf. boks 4.5.

Boks 4.5: Udbudte udlånsprodukter i Nykredit og Totalkredit⁴⁴

Rente	Kon-verte-ringsret	Amorti-sering	Nykredit	Totalkredit
Fast	Ja	Annuitet	Obligationslån ⑤, DKK, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle) Kontantlån ⑤, DKK, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle) Kontantlån, DKK, 20 år, "YJ-lån" (land) ⑥	Obligationslån, DKK, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle) Kontantlån, DKK, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle)
		Stående	Obligationslån ⑤, DKK, 15-årigt (erhv, land)	-
	Nej	Stående	Kontant Tilpasningslån ⑤, DKK, 5 og 10-årige lån (erhv) Obligationslån: 5 og 10-årigt Tilpasningslån (erhv) Kontantlån ⑤, DKK, 20-årigt (erhv, udlej)	-
Variabel	Nej	Annuitet	Kontant Tilpasningslån ①⑤, DKK, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle) Kontant Tilpasningslån ①⑤, EUR, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle) Kontant rateudbetalt Tilpasningslån ⑤, DKK, 10, 15, 20 og 30 årige lån (alle)	Obligationslån, DKK, BoligX ②, 20 og 30 årige lån (priv)
		Anden	Tilpasningslån med variabel løbetid (udlej) ④	-

⁴⁴ Skemaet gengiver de udbudte realkreditlånformer i Nykredit og Totalkredit pr. 6. august 2003.

- ① Tilpasningslån udbydes med hel eller delvis rentetilpasning i faste intervaller. Fx F3, der rentetilpasses hvert tredje år og P25, der rentetilpasses hvert år, men kun med 25pct. af restgælden. Den fulde produktpalette er F1, F2, F3, F5 og F10, samt P10, P20, P25, P33 og P50. Disse lån udbydes enten som 1-termins, 4-termins eller 12-terminers lån.
- ② BoligXlån udbydes med halvårlig rentetilpasning og refinansiering januar 2006 (uden renteloft) eller 2008 (med renteloft).
- ③ Udbydes som delelement i et Nykredit Nedsparingslån.
- ④ Tilpasningslån med variabel løbetid (TV-lån), er lån med typisk 20 eller 25 års løbetid, hvor renteændringer ved rentetilpasning ikke slår igennem i låntagers ydelse, men i stedet udlignes ved ændringer i låntagers restløbetid, dog inden for rammerne af realkreditlovens løbetidsbegrænsninger.
- ⑤ Lånet fås også som forhåndslån (byggelån til erhv) og som maskinlån (erhv), sidstnævnte dog kun med 10 års løbetid.
- ⑥ Lån ydet til yngre jordbrugere med offentlig garanti.

Nykredit har således 11 særskilte produktkategorier, mens Totalkredit har 3. Forskellen afspejler, at Nykredit dels har prioriteret produktudvikling højere, dels betjener flere forskellige kundesegmenter.

4.3.4 Pengeinstitutternes tilbud til realkreditkunderne

De fleste pengeinstitutter, der formidler realkreditlån, tilbyder samtidig kunderne boligrådgivning, kurskontrakt, garantistillelse, håndtering af pantebrev, tinglysning mv. De ydelser, som pengeinstituttet markedsfører i forbindelse med optagelse af realkreditlån, betaler kunderne typisk for i form af gebyrer.

Ydelserne (og gebyrerne) præsenteres forskelligt, og det gør det vanskeligt at sammenligne priserne. Fx beregner nogle pengeinstitutter timebetaling for dele af boligrådgivningen, medens andre kun oplyser priser for tilbud om konkrete opgaver. Det er også almindeligt, at ydelserne præsenteres i pakker. Flere pengeinstitutter har fx samlepakker med faste gebyrer for kunder, der køber bolig, konverterer, omprioriterer eller sælger deres bolig.

En boligkøbspakke kan fx omfatte boligrådgivning, oprettelse af garanti, tingbogsoplysning, hjemtagelse af lån, kurskontrakt, udfærdigelse af ejer-pantebrev og kursovervågning.

Flere pengeinstitutter yder rabat til deres kunder. Det kan fx være tilfældet, hvis der samtidig ydes et pengeinstitutlån, eller hvis realkreditlånet formidles til pengeinstituttets faste samarbejdspartner. Det gælder, uanset om der er tale om et pengeinstitut, der samarbejder med Totalkredit eller en af de andre udbydere af realkreditlån.

Styrelsen har bedt 40 pengeinstitutter oplyse, hvilke gebyrer, de kræver af kunder, der ønsker at få formidlet et realkreditlån med et provenu på 1 mio. kr., jf. tabel 4.6.

Tabel 4.6: Pengeinstitutgebyrer for formidling af realkreditlån

Kr.	Pct.
<1.000	9
1.000-1.999	24
2.000-2.999	43
3.000-3.999	21
≥4.000	3
I alt	100

Anm.: De oplyste gebyrer omfatter lånesagsbehandling inkl. hjemtagelse og kurskontrakt. Hvor lånesagsgebyret er differentieret, er valgt gebyret for boligkøb (uden forhåndslån). Evt. rabatter ved valg af bestemt realkreditinstitut er fratrukket. Derimod er evt. rabatter for valg af andre pengeinstitutydelser ikke medregnet.

Kundens betaling til pengeinstituttet løber typisk op i 2.000-3.000 kr. Heri er ikke inkluderet pengeinstituttets gebyr for garantistillelse. Disse gebyrer opkræves efter vidt forskellige metoder, der er vanskelige at sammenligne.⁴⁵ Garantiperioden varierer også. Der kan fx være forskel på, hvor lang sagsbehandlingstiden er på tinglysningskontoret i forskellige retskredse.

Styrelsens undersøgelser tyder på, at garantiperioden gennemsnitligt varer 2 måneder. Afhængig af valg af pengeinstitut vil kunden ofte komme til at betale 2.500-4.000 kr. for garantistillelsen.

Det samlede beløb, som en forbruger kan komme til at betale til sit pengeinstitut for at få formidlet et realkreditlån kan således hurtigt løbe op i 5.000-7.000 kr.

Betalingen til pengeinstitutterne inkluderer ikke de gebyrer, som kunden evt. skal betale til realkreditinstituttet for lånet. Totalkredit opkræver således et lånoptagelsesgebyr på 1.000 - 3.000 kr. - Nykredit opkræver 1.050 kr.

Oversigten omfatter heller ikke evt. gebyrer til det offentlige i forbindelse med tinglysning⁴⁶, og der er heller ikke taget hensyn til kurtage eller kursskæring ved salg af obligationer, som normalt tilsammen vil udgøre omkring 0,25 pct. eller 2.500 kr. for et lån til 1 mio. kr.

De fleste af de i alt 40 pengeinstitutter, der indgår i opgørelsen i tabel 4.6 er lokale eller regionale. Det betyder bl.a., at de ikke allesammen er i konkurrence indbyrdes. Men selv om der tages hensyn til, at disse pengeinstitutter ligger geografisk spredt, så indikerer den store spredning i de oplyste gebyrer en konkurrencesituation, der er en del mindre skarp end det kunne ønskes.

Pengeinstitutternes egne prisblade er således vanskelige at sammenligne og ydelserne er afgrænset forskelligt. Det er bemærkelsesværdigt, da realkreditinstitutterne er i stand til for deres eget direkte salg at opstille oversigter, der på overskuelig måde sammenligner priserne.⁴⁷ De fleste af de ydelser, som pengeinstitutterne tilbyder er forholdsvis velafgrænsede, fx garantier, hjemtagelse af lån og kurssikring.

⁴⁵ En stor gruppe pengeinstitutter sætter et gebyr på 200 - 500 kr. for selve garantistillelsen, hvortil skal lægges en løbende provision på 1-2 pct. p.a. Andre anvender et grundbeløb + et fast tillæg afpasset efter låneprovenuet. Endelig er der enkelte, der inkluderer garantistillelsen og evt. også provisionen i lånesagsgebyret. Tabellen er korrigeret for sidstnævnte ud fra gennemsnitstal for de øvrige pengeinstitutter.

⁴⁶ Tinglysningsafgiften til staten er 1400 kr. +1,5 pct. af lånet.

⁴⁷ jf. prisguiden på Realkreditrådets hjemmeside. Totalkredit indgår ikke i prisguiden, idet selskabets salg sker gennem pengeinstitutter.

5 Obligationer

5.1 Indledning

Obligationsmarkedet er en del af markedet for værdipapirer. Ud over obligationsmarkedet består værdipapirmarkedet af aktiemarkedet og handel med investeringsforeningsbeviser og derivater (afledte produkter)⁴⁸.

En god konkurrence på aktie- og obligationsmarkedet kan øge konkurrencen til og mellem pengeinstitutterne om ind- og udlån og omvendt. Værdipapirerne er i det moderne samfund en vigtig del af et velfungerende kapitalmarked, idet investeringer i værdipapirer for både private og professionelle investorer er et alternativ til mere traditionelle opsparingsformer i et pengeinstitut.

På trods af sammenhængen fra konkurrencen på værdipapirmarkedet til konkurrencen på markederne for andre finansieringskilder er der dog langt fra tale om, at alternativerne er perfekte substitutter. Generelt er risikoprofiler, løbetider og den skattemæssige behandling af værdipapirer både forskellige og centrale for investorernes placering af deres penge.

Københavns Fondsbørs og Værdipapircentralen (VP) er omdrejningspunktet for handel med børsnoterede obligationer og aktier i Danmark. Hertil kommer informationssystemerne hos bl.a. Bloomberg og Reuters samt det såkaldte telefonmarked, der især har betydning for handel med obligationer.

Københavns Fondsbørsen er stedet, hvor de børsnoterede værdipapirer købes og sælges. Siden 1996 har børsen været et aktieselskab med omkring 60 pct. af aktiekapitalen hos medlemmerne af børsen, 20 pct. hos aktieudstederne og 20 pct. hos obligationsudstederne. I dag har både private og professionelle investorer mulighed for at handle aktier direkte på børsen. For obligationer er muligheden for at handle direkte på børsen mere begrænset. Private må fortsat først og fremmest købe og sælge obligationer gennem et pengeinstitut eller en anden værdipapirhandler.

VP står for at registrere og afvikle børsnoterede værdipapirer. Værdipapirerne registreres i dag elektronisk, hvilket er med til at sikre en hurtig, billig og sikker afvikling. Det juridiske ejerskab af værdipapirer sker ved registrering i VP. VP har siden 2000 været et aktieselskab, som er ejet af markedsdeltagerne.

⁴⁸ Fx en option, der er en kontrakt, der giver ejeren (køberne) retten, men ikke pligt til at købe eller sælge fx en aktie til en aftalt pris på et givent fremtidigt tidspunkt.

Realkreditvirksomhed - og dermed fusionen mellem Nykredit og Totalkredit - vedrører først og fremmest obligationsmarkedet. Der er imidlertid en så nær sammenhæng mellem obligationsmarkedet og aktiemarkedet, at det ud over markedet for obligationer også er relevant at fokusere en smule på markedet for aktier i Danmark.

5.2 Obligations- og aktiemarkedet

5.2.1 Det danske obligationsmarked

Målt på mængden af udstedte obligationer i pct. af landets BNP, er det danske obligationsmarked et stort marked i en international sammenhæng. Efter indførelsen af euroen 1. januar 1999 udgør eurolandenes obligationsmarkeder i praksis et samlet marked, men før euroens indførelse var det danske marked blandt Europas største. Mængden af cirkulerende obligationer i Danmark udgjorde ultimo 2002 ca. 2.400 mia. kr.

Der er to hovedkategorier af udstedere på det danske obligationsmarked: Staten - eller nærmere bestemt Nationalbanken - og realkreditinstitutterne.

Nationalbanken udsteder statsobligationer for at opfylde det behov for finansiering, som staten har. I takt med at den offentlige gæld falder, bliver det af større og større vigtighed, at udstedelserne bliver koncentreret på færre serier, da serierne dermed bliver mere likvide og derfor kan blive handlet internationalt på lige fod med de mest likvide serier i eurolandene.

Realkreditinstitutterne udsteder obligationer for at kunne tilbyde finansiering af fast ejendom. Realkreditobligationernes løbetid er normalt på op til 30 år. Udstedelse af obligationsserier med så lang løbetid er usædvanlig i andre lande. I de seneste år er realkreditinstitutterne begyndt at udstede de såkaldte rentetilpasningslån, som er baseret på ikke-konverterbare realkreditobligationer. Her er der tale om realkreditobligationer med kortere løbetid, hvor låntagerens rente kan ændre sig over lånets løbetid.

Realkreditlån udstedes på baggrund af obligationer i såkaldte åbne serier. En obligationsserie er fx Nykredits 5 pct.-obligationer med udløb i år 2035. Obligationer med en rente på 5 pct. med udløb i 2035 kaldes 5/35-obligationer. Denne serie er åben frem til 2005, hvilket betyder, at der kan udstedes lån i serien frem til 2005. Derefter er serien lukket, og løber i 30 år frem til 2035. En lukket serie er ensbetydende med, at der ikke udstedes lån i serien.

I takt med, at lånene bliver betalt tilbage til realkreditinstituttet, udtrækkes de obligationer, der ligger til grund for lånet. I år 2035 er alle lån i 5/35-obligationer betalt tilbage, og alle 5/35 obligationer er udtrukket.

Realkreditobligationerne tegnede sig ultimo 2002 for en kursværdi på ca. 1.600 mia. eller ca. 66 pct. af alle cirkulerende obligationers kursværdi. Der-

med var det danske marked for realkreditobligationer et af de allerstørste i verden - i Europa er det kun overgået af Tyskland. Målt i pct. af BNP er den cirkulerende mængde af realkreditobligationer dog mange gange større i Danmark end i Tyskland, jf. tabel 5.1.

Tabel 5.1: Kursværdi i DKK af cirkulerende realkreditobligationer.

Mia. kr.	2000	2001	Andel af BNP, pct. 2001
Danmark	1.233	1.484	121,0
Tyskland	1.839	1.900	13,6
Spanien	86	100	2,3
Frankrig	354	319	3,2
Holland	9	7	0,3
Østrig	34	32	2,2
Sverige	484	486	30,7

Kilde: Realkreditfinansiering i Danmark, Realkreditrådet, maj 2003, www.realkreditraadet.dk.

Den danske rente, herunder renten på realkreditobligationer, følger renten i Euro-landene tæt. Det er den danske fastkurspolitik i valutasamarbejdet ERM2, der er årsag til dette.

Statspapirenes kursværdi beløb sig til 702,7 mia. kr. - eller ca. 30 procent af alle cirkulerende obligationers kursværdi.

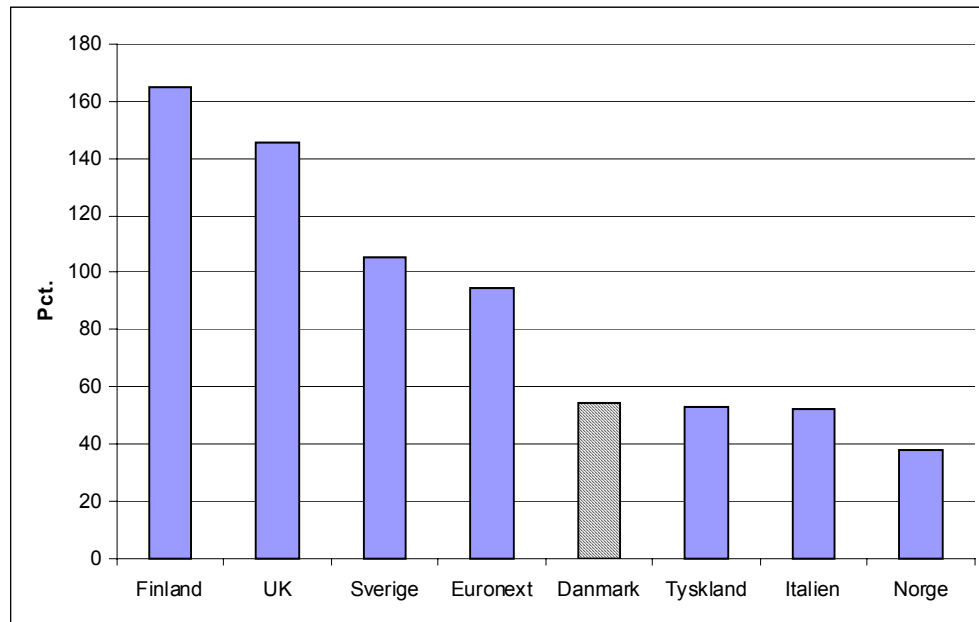
Det danske obligationsmarked er også karakteriseret ved et meget stort antal serier. Ved slutningen af 2001 var der 2.254 obligationsserier noteret på den danske fondsbørs. Realkreditobligationerne tegnede sig for 993 serier eller næsten 44 procent af de cirkulerende obligationsserier.

Inden fusionen mellem Nykredit og Totalkredit var 8 realkreditinstitutter, der udstedte obligationer i fast ejendom i Danmark. Med fusionen mellem Nykredit og Totalkredit reduceres antallet med et institut til 7 udstedere.

5.2.2 Det danske aktiemarked

Det danske aktiemarked er ikke tilnærmelsesvis så stort som obligationsmarkedet. Den samlede kursværdi af de noterede aktier udgjorde ultimo 2002 knap 600 mia. kr. Målt i forhold til BNP er det danske aktiemarked halvt så stort som det svenske, mens det er ca. en tredjedel af det engelske og finske aktiemarked, jf. figur 5.1.

Figur 5.1: Markedsværdi af aktier i forhold til BNP, gennemsnit fra 2000 til 2002



Anm.: Euronext er en sammenslutning af børsene i Bruxelles, Amsterdam og Paris.

Kilde: Konkurrenceredegørelse 2003, kapitel 6.

5.2.3 Sammenhæng mellem aktie- og obligationsmarked

Der er en sammenhæng mellem det store danske obligationsmarked og det lille danske aktiemarked. Det effektive obligationsmarked har gjort obligationer til en vigtig finansieringskilde - også for virksomheder. Det har ført til færre aktieudstedelser.

En anden forklaring på det danske aktiemarkeds beskedne størrelse er, at der i Danmark i forhold til mange andre lande er relativt flere små og mellemstore virksomheder end de fleste andre lande. Små virksomheder har normalt sværere ved at benytte aktiemarkedet på en effektiv måde.

Endelig spiller det ind, at der i Danmark indtil videre ikke har været samme aktiekultur som i for eksempel Sverige. Årsagen kan bl.a. være et højt dansk beskatningsniveau og en noget kompleks skattestruktur.

5.3 Køb og salg af obligationer i Danmark

5.3.1 Handelsformer

Det er ikke kun den cirkulerende mængde af obligationer på det danske marked, der er stor. Det danske marked er også blandt de allerstørste med hensyn til omsætning fra handlen med obligationer. Ligesom for den cirkulerende

obligationsmængde er det især handlen med realkreditobligationer, som er stor i Danmark.

Samlet handles der aktuelt værdipapirer for mere end 6.000 mia. kr. værdipapirer i Danmark. Langt størsteparten af omsætningen på de danske værdipapirmarked - mere end 90 pct. - er handel med obligationer. Resten af omsætningen på knap 10 pct. er handel med aktier, investeringsforeningsbeviser og derivater.

Køberne af både stats- og realkreditobligationer hører under flere grupper. Både finansielle institutioner, forsikringselskaber, pensionsfonde, den offentlige sektor, private virksomheder, private husholdninger og udenlandske investorer køber danske obligationer.

Der er dog betydelig forskel på de forskellige gruppers ejerandele for stats- og realkreditobligationer. For statsobligationerne er udlandet den største investorgruppe, mens det for realkreditobligationerne er de finansielle institutioner, der tegner sig for den største ejerandel. Samtidig ejer private husholdninger en betydelig større del af realkreditobligationerne, end tilfældet er for statsobligationerne, jf. tabel 5.2.

Tabel 5.2: Placering af cirkulerende realkreditobligationer, ultimo 2002

	Mia. kr.			Pct.		
	Stat	Real-kredit	I alt	Stat	Real-kredit	I alt
Ikke-finansielle virksomheder	17	89	112	2,3	5,8	4,6
Finansielle formidlere	180	604	824	23,9	39,5	34,2
Forsikring og pension	133	406	567	17,7	26,5	23,6
Offentlige sektor	162	101	268	21,6	6,6	11,1
Husholdninger	14	110	163	1,8	7,2	6,8
Udlandet	236	193	433	31,3	12,6	18,0
Ufordelt	10	28	40	1,4	1,8	1,7
I alt	751	1.531	2.407	100,0	100,0	100,0

Kilde: Danmarks Nationalbank, Værdipapirstatistik, juni 2003, tabeltillæg, www.nationalbanken.dk.

Sælgerne af obligationer er dels udstederne af obligationer, dvs. staten og realkreditinstitutter, dels ejere af tidligere udstedte obligationer inden for alle investorgrupper.

Når investorerne skal placere deres penge i obligationer, er der ud over den pålydende rente to forhold, som er afgørende for det effektive afkast af investeringen: Kursen på obligationen og handelsomkostningerne.

Kursen afhænger af udbud og efterspørgsel på obligationsmarkedet. En effektiv kursdannelse forudsætter, at efterspørgerne og udbyderne bringes sammen. Når det gælder kursen på danske obligationer, kan det vanskeliggøre en effektiv kursdannelse, at det kun ca. 10 pct. af alle obligationshandler, der sker over Københavns Fondsbørs. Hovedparten af alle danske obligationshandler bliver aftalt via telefon eller internettet, hvorefter de bliver indberettet til Københavns Fondsbørs.

Gennem informationssystemer fra fx Reuters og Bloomberg er det imidlertid muligt at se, hvilken kurs de forskellige værdipapirhandlere aktuelt ønsker at købe eller sælge obligationer til. Typisk er det såkaldte "market makers", der stiller priser i de obligationer, der er omfattet af en market maker-ordning, mens det er kunderne hos market markerne, der har mulighed for at se kurserne. Selv om man oplyser en kurs hos Reuters eller Bloomberg, er man ikke forpligtet til at handle til den kurs. En investor, der fx ønsker at købe en obligation, vil typisk først se efter udbydere af obligationen i et af informationssystemerne. Derefter vil han ringe rundt til udbydere for at høre, om de vil handle til den kurs, de har oplyst i systemet. Først derefter sker handlen, som efterfølgende indberettes til Københavns Fondsbørs.

De få handler med obligationer, der sker i Københavns Fondsbørs handelssystem (SAXESS), sker efter et princip, der kaldes accept-match. Det betyder, at selv om der i handelssystemet er en købs- og salgsordre med overlappende priser, bliver handlen ikke automatisk gennemført. Børsmedlemmet skal aktivt acceptere en ordre fx i købsiden for at kunne sælge via systemet. Der findes flere slags markeder for handel med obligationer i SAXESS, jf. boks 5.1.

Boks 5.1: Handel med obligationer over SAXESS

Der findes flere forskellige markeder for handel med obligationer i SAXESS. Der er:

- Et ordinært marked, hvor man kan handle alle obligationer.
- Et interessemarked, som man alene kan bruge til at vise interesse, men ikke til at handle.
- Et emissionsmarked til førstegangsemissioner af nye obligationer.
- 22 elektrobrokermarkeder, hvori man kan handle de papirer, der indgår i en market maker-ordning. En market maker er en dealer, der løbende stiller forpligtende købs- og salgskurser i et værdipapir.

Kilde: Konkurrenceregørelse 2003, kapitel 6.

Nationalbanken arbejder for tiden på at etablere elektronisk handel på engrosmarkedet for danske statsobligationer. Det er hensigten at bruge et elektronisk handelssystem, kaldet MTS, som platform. MTS er i dag det mest anvendte system for engroshandel med europæiske benchmarkobligationer også kaldet de toneangivende obligationer. I Danmark er det Børsmæglerforeningen, der fastsætter hvilke obligationer, der er toneangivende.

I Nationalbankens 2. kvartalsoversigt 2003 fra maj måned nævnes de væsentligste fordele ved at lade statsobligationerne overgå til elektronisk handel: Lavere handelsomkostninger, stordriftsfordele, større gennemsigtighed i markedet, bedre risikostyring og flere potentielle markedsdeltagere.

5.3.2 Rating

Det med til at lette investorenes beslutninger om køb af danske obligationer, at obligationerne har en meget høj grad af sikkerhed. De danske realkreditobligationer betragtes i henhold til lovgivningsmæssigt fastsatte placeringsregler for forsikringsselskaber og institutionelle investorer som ”guldrandede værdipapirer” på linje med statsobligationer.

I takt med at kapitalmarkederne er blevet mere internationale kapitalmarked, har internationale kreditvurderingsinstitutters ”rating” fået voksende betydning for kursdannelsen på obligationer. Især udenlandske investorer, der ikke i forvejen har et nært kendskab til de danske realkreditinstitutter og det danske realkreditsystem, tillægger en god rating stigende betydning, når de skal placere deres penge i obligationer. Dermed er en god rating er i stigende grad blevet en værdifuld parameter i konkurrencen på både realkredit- og obligationsmarkedet.

Ratingens voksende betydning har betydet, at de fleste danske realkreditinstitutter de seneste år har ladet sig vurdere og dermed er blevet tildelt en rating af deres obligationer af et eller flere internationale kreditvurderingsinstitutter.

De danske realkreditinstitutter - og dermed de danske realkreditobligationer - er generelt blevet vurderet positivt og blevet tildelt gode internationale ratings. I 2001 opgraderede det internationale kreditvurderingsinstitut Moody's de danske realkreditobligationer i deres rating. Med opgraderingen fik alle danske realkreditobligationer en rating i niveauet Aaa-Aa2, hvor Aaa er det højest mulige, jf. boks 5.2.

Boks 5.2: Definitioner på Moody's rating af obligationer med lang løbetid

Moody bruger forskellige symboler til forskellige gradueringer af kreditværdighed. Symbolerne er en kombination af bogstaver og tal. Symbolerne er inddelt i tre grupper, hvor de kreditmæssige karakteristika er nogenlunde de samme. I alt bruger Moody ni symboler:

Aaa Aa A Baa Ba B Caa Ca C

En rating på Aaa er forbundet med mindst kreditrisiko, mens C er forbundet med størst kreditrisiko. Moodys bruger yderligere tallene 1, 2 og 3 til at præcisere en rating i niveauet Aa til Caa. Tallet 1 indikerer, at udstederen eller obligationen rangerer i den mest kreditværdige ende af fx Aa, mens 3 indikerer, at det er den mindst kreditværdige ende.

Kilde: www.moodys.com, Moody's rating symbols & definitions

Den høje rating til de danske realkreditinstitutter er udtryk for, at danske realkreditobligationer anses som meget sikre investeringer. Det hænger bl.a. sammen det såkaldte balanceprincip i den danske lov om realkreditvirksomhed. Balanceprincippet sikrer en tæt sammenhæng mellem betalingerne fra låntagerne til instituttet og instituttets betalinger til obligationsejerne. Desuden er det danske realkreditsystems stabile historie igennem mere end 200 år en væsentlig faktor. Hertil kommer en positiv vurdering af de samlede danske rammebetingelser for realkreditvirksomhed.

Den høje rating øger sandsynligheden for, at de seneste års stigning i udenlandske investorer's beholdning af danske realkreditobligationer fortsætter i årene fremover. For realkreditinstitutterne har ratingen derfor stor betydning for at sikre en så bred investorbase som muligt, hvor obligationerne kan afsættes til både indenlandske og udenlandske investorer. Det er med til at sikre en høj efterspørgsel og dermed en effektiv kursdannelse på engrosmarkedet for obligationer.

5.3.3 Engrosmarkedet og detailmarkedet

Når det kommer til de konkurrencemæssige aspekter af handel med obligationer, er det nyttigt at sondre mellem handel på engrosmarkedet og handel på detailmarkedet.

Engrosmarkedet

Aktørerne på engrosmarkedet er typisk pengeinstitutter, Nationalbanken, realkreditselskaber, forsikringsselskaber, pensionselskaber og andre institutionelle investorer. Det er altså aktører med et godt kendskab til både det danske og det internationale marked, der handler på engrosmarkedet.

Handel med obligationer på engrosmarkedet er typisk kendetegnet ved, at handlerne er større end 50 mio. kr. og at de sker mellem institutionelle investorer. Det er yderligere typisk, at handlerne på engrosmarkedet bliver aftalt via telefonmarkedet. Informationerne i systemerne hos Reuters og Bloomberg bliver ofte lagt til grund for de handler, der gennemføres på engrosmarkedet.

Detailmarkedet

Handler på detailmarkedet er sjældent over 3 mio. kr. Handlen på detailmarkedet kan deles op i to segmenter.

Det første segment (*lånesegmentet*) indeholder de situationer, hvor en låntager sælger obligationer. Det vil typisk være, når en forbruger køber en bolig, og i den forbindelse optager et realkreditlån, eller når forbrugeren ønsker at konvertere sit lån.

Udbetalingen af lånet svarer til det, som forbrugeren kan sælge obligationerne til (dog bortset fra tinglysnings- og handelsomkostninger mv.). I de fleste tilfælde lader forbrugeren realkreditinstituttet sælge obligationerne. Det skyldes bl.a. at forbrugerne sjældent kan opnå lige så gode priser på obligationerne som realkreditinstituttet. Årsagerne til dette kan være mange. Realkreditsektoren angiver som en årsag, at man i store handler får bedre priser end i små handler, pga. at forholdsmæssigt mindre transaktionsomkostninger.

I det andet segment (*investeringssegmentet*) er indeholdt situationer, hvor det er forbrugere som investorer, der køber og sælger obligationer. Et eksempel på dette er, når en forbruger, der har investeret en del af sin opsparing i obligationer, ønsker at sælge obligationerne. Det sker typisk ved at forbrugeren kontakter sit pengeinstitut eller en anden værdipapirhandler, der på vegne af forbrugeren sælger obligationerne. I praksis foregår det ofte sådan, at pengeinstitutet eller værdipapirhandleren køber den relevante obligation til sin egenbeholdning. Forbrugeren sælger dermed obligationen til pengeinstitutet eller værdipapirhandleren. Det vil typisk ske til strakshandelskursen i værdipapirhandlerens system.

I lånesegmentet får forbrugeren en kurs, der tilsvare den kurs, der handles til på engrosmarkedet. I investeringssegmentet får forbrugeren tilbudt en strakshandelskurs. Der kan altså være forskel på, hvilken kurs man som sælger af en obligation bliver tilbudt alt afhængigt af, om obligationen danner grundlag for forbrugers lån, eller det er en opsparing der udbetales.

I begge segmenter/situationer skal forbrugeren typisk betale værdipapirhandleren to slags gebyrer for at gennemføre selve obligationshandlen: Kurtage og kursskæring.

Både kurtagen og kursskæringen afhænger af handlens størrelse. Kurtagen udgør typisk 1,5 promille af kursværdien, men kursskæringen udgør ca. 0,1

kurspoint. Nordea skiller sig ud fra det typiske mønster ved ikke at kræve kursskæring, men i stedet at samle hele betalingen i kurtagen.

Ud over kurtage og kursskæring betaler en låntager yderligere typisk to slags gebyrer (fast gebyr og gebyr for tinglysningsekspedition⁴⁹). Desuden vælger mange låntagere at kurssikre deres lån, indtil den dato hvor de skal bruge pengene. Betalingen for denne ydelse dækker rentetab for instituttet, administration, instituttet og normalt også en avance⁵⁰.

Ud over direkte betalinger i form af kurtage, kursskæring mv. betaler køberne af obligationer også for indskrivning i depot i VP. Stort set alle værdipapirer er i dag elektroniske, hvilket betyder, at udstederen skal indgå aftale med VP via en bank eller en fondshandler, der er tilsluttet VP, og at investorerne ved køb af papiret skal have oprettet et depot i VP.

VP sonderer i forbindelse med indskrivning af værdipapirer mellem storkunder og almindelige kunder.

Storkunder har mulighed for at foretage indskrivning af obligationer direkte til en konto i VP. Muligheden for at blive storkunder i VP er forbeholdt pensionskasser, forsikringsselskaber og lignende institutionelle investorer samt udenlandske værdipapirhandlere fra EU og visse andre lande.

Andre kunder i VP skal oprette et depot gennem et pengeinstitut (eller en fondshandler), der er tilsluttet VP som kontoførende institut. Et pengeinstitut betaler årligt VP 15 kr. i kontogebyr, hvortil kommer et gebyr på 2,50 kr. pr. fondskode, der er indskrevet på depotkontoen. Obligationsejerne betaler imidlertid ofte mere end tre gange så meget til pengeinstitutterne. Noget af overprisen kan forklares ved omkostninger for pengeinstituttet til at fordele oplysningerne til de obligationsejerne. En del af overprisen ligger imidlertid ud over pengeinstitutternes omkostninger ved at administrere depoterne og indskrivningen af værdipapirerne i depoterne.

⁴⁹ Tinglysningsgebyret betales bl.a. for, at realkreditinstituttet skal på tinglysningskontoret og tinglyse pantebrevet. Denne ydelse ville kunne laves noget mere effektivt, hvis ydelsen kunne håndteres elektronisk. Det er imidlertid endnu ikke tilfældet.

⁵⁰ I Konkurrenceregulering 2003, kapitel 6 er det mere detaljeret beskrevet, hvordan handler med obligationer sker.

6 Det relevante marked for fusionsvurderingen

Totalkredit tilbyder kun realkreditlån til private dvs. til ejerboliger og fritidshuse, men ikke til erhvervsvirksomheder eller til landbruget. Nykredit derimod tilbyder et fuldt produktsortiment af realkreditlån til alle låneformål. Begge parter er således aktive på markedet for realkreditlån til private med væsentlige markedsandele. Ligesom fusionen betyder, at der forsvinder en aktør fra dette marked. Tilsvarende er der anledning til at undersøge markedet for udstedelse af realkreditobligationer.

Derudover indeholder aftalerne mellem Nykredit og aktionærerne i Totalkredit enkelte bestemmelser om markedet for realkreditlån til landbruget og om detailbankmarkedet. Der skal derfor også knyttes enkelte bemærkninger til disse markeder.

6.1 Markedet for realkreditlån til private

6.1.1 Produktmæssigt

Realkreditlån til private udgør et særskilt produktmarked. Det skyldes, at disse produkter både efterspørgsels- og udbudsmæssigt ikke kan substitueres med andre tilsvarende produkter. Realkreditlån til private adskiller sig ud fra deres egenskaber, anvendelse og pris så væsentligt fra andre låneprodukter - fx pengeinstitutlån, at forbrugerne ikke skifter til et alternativt produkt, hvis der sker en mindre varig prisstigning på realkreditprodukterne.

Parterne har i deres anmeldelse af fusionen anført, at der er et selvstændigt marked for realkreditlån i Danmark og at dette marked kan deles op i tre segmenter, et for udlån til private, et for udlån til erhvervsvirksomheder og et for lån til landbruget.

Efterspørgselssubstitution

Realkreditlån adskiller sig på flere områder fra andre låneprodukter. For det første har disse lån eneret på at blive finansieret ved udstedelsen af realkreditobligationer mod pant i fast ejendom. For det andet har realkreditlån nogle særlige træk, som ikke er almindeligt forekommende for pengeinstitutlån. Varigheden kan være op til 30 år, hvor renten kan lægges fast i hele lånets løbetid således, at låntageren kender ydelsesforløbet. Derudover er det ikke muligt for kreditor at opsigte pantebrevet i ejendommen. Endvidere giver konverteringsretten for obligationslån låntageren nogle særlige muligheder i tilfælde af væsentlige udsving i markedsrenten. Ændringer i rentevilkårene kan således gøre det muligt at omlægge lån og mindske restgælden ved en højere rente eller sænke den månedlige ydelse ved at omlægge til en lavere rente - det kan man ikke med et pengeinstitutlån.

Pengeinstitutternes finansieringskilde består primært af indlån, der er kortfristede og variabelt forrentet. Pengeinstitutterne yder sjældent lån, der er uopsigelige og med løbetider over 10 år. Afhængigheden af kortfristede indlån er en af grundene til, at pengeinstitutterne ikke kan tilbyde finansiering af fast ejendom på lige så gunstige vilkår som realkreditinstitutterne, fx med en fast rente gennem hele lånets løbetid.

Realkreditlån kunne tidligere kun anvendes til finansiering af køb af fast ejendom eller ombygning. Ophævelsen af låneformålkravet har imidlertid betydet, at man nu også kan optage et realkreditlån til finansiering af forbrugsgoder fx en ny bil. Det er dog et ufravigeligt krav, at lånet kun kan udstedes mod pant i fast ejendom inden for en bestemt lånegrænse, hvilket adskiller realkreditlånene fra andre låneformer.

Realkreditlån er billigere end andre lån. Det skyldes, at lånene har en stor sikkerhed i den faste ejendom, at produktet er standardiseret og at obligationerne udbydes på markedet i store serier. Samtidig har kreditor tillid til realkreditobligationerne og er villige til at betale en god kurs. Finansieringen af lånet kan derfor ske på vilkår, der er mindst lige så god som pengeinstitutternes og ofte bedre, og som kan lægges fast. Realkreditinstitutternes administrationsbidrag over for private, som udgør den reelle pris, som låntageren betaler for lånet, er også væsentligt billigere end pengeinstitutternes rentemarginal. Realkreditinstitutternes administrationsbidrag er i gennemsnit på 0,50 - 0,55 pct. og har i de senere år ligget fast, hvor pengeinstitutternes rentemarginal over for husholdningerne har svinget noget⁵¹. I 1. halvår 2003 udgjorde den gennemsnitlige rentemarginal 6-7 pct. For lån med stor sikkerhed vil rentemarginalen dog ligge en del lavere.

Det er Konkurrencestyrelsens vurdering, at det under disse forhold er usandsynligt, at kunder skifter over til fx et pengeinstitutlån pga. en mindre varig prisstigning i bidragene. Dette bekræftes også af udviklingen gennem 90'erne, hvor realkreditinstitutterne har erobret markedsandele fra pengeinstitutterne, efter bl.a. at kravet til låneformålet er ophævet og der er udviklet en lang række nye lånetyper. Dette gælder selv om realkreditinstitutternes bidrag er steget noget, når man inddrager hele perioden siden 1990 .

Udbudssubstitution

For at drive realkreditvirksomhed i Danmark skal man godkendes af Finanstilsynet. En sådan godkendelse er bl.a. betinget af, at realkreditinstituttet har en aktiekapital på mindst 150 mio. kr. Udover de lovgivningsmæssige krav skal man også råde over den fornødne ekspertise på området til produktudvikling, edb-løsninger mv. Der er således betydelige krav til etableringen af et nyt realkreditinstitut.

⁵¹ Konkurrenceredegørelsen 2002, side 76

Når man først har fået etableret et realkreditinstitut, er det som udgangspunkt det samme produkt realkreditinstitutterne tilbyder til såvel private som erhvervsvirksomheder og landbruget - lån mod sikkerhed i fast ejendom baseret på udstedelsen af realkreditobligationer.

Der er dog betydelige forskelle i forhold til formidlingen og de krav, der stilles til realkreditinstitutterne inden for de enkelte områder. For det første følger det af realkreditloven⁵², at der er forskelle i belåningen. For ejerboliger kan der lånes op til 80 pct. af ejendommens værdi via et realkreditlån, hvorimod man kun kan optage realkreditlån for 70 pct. af ejendommens værdi for så vidt angår landbrugsejendomme og 60 pct. for erhvervsjendomme.

For det andet adskiller realkreditlån til erhvervsvirksomheder sig fra privatområdet i forhold til vurderingen af ejendommene. Ved vurderingen af erhvervsjendomme foretages der en langt mere individuel bedømmelse af ejendom og låntager. Der er her flere forhold, som skal inddrages i vurderingen end bare bygningernes og jordens værdi. Der skal således foretages en rentabilitetsberegning af det afkast, der kan forventes fra den konkrete investering. Heri indgår også låntagers ekspertise og konjunkturudsigterne for erhvervet. Denne vurdering er mere individuel og kræver en videregående ekspertise end ved vurderingen af ejerboliger, hvor ejendommens værdi i mange tilfælde kan vurderes på baggrund af de seneste salgspriser på lignende ejendomme i det pågældende område. Det betyder, at det kræver et specialiseret vurderingskorps at udbyde realkreditlån til erhvervsvirksomheder og landbruget.

Derudover efterspørger de professionelle aftagere langt hen ad vejen løsninger, hvor fx flere forskellige låntyper kombineres. Hvorimod private låntagere aftager et standardiseret produkt.

Den professionelle låntagers pris (bidrag) aftales individuelt i modsætning til privatområdet, hvor der typisk er tale om standardpriser. Administrationsbidraget er også højere.

Det er på den baggrund Konkurrencestyrelsens vurdering, at det vil kræve en betydelig indsats for andre aktører herunder pengeinstitutterne at komme ind på dette marked. Det vil sige, at der ikke er udbudssubstitution.

Potentiel konkurrence

Det er Konkurrencestyrelsen vurdering, at der på nuværende tidspunkt ikke foreligger en sådan potentiel konkurrence for realkreditlån til private, at den skal tages i betragtning ved afgrænsningen af det relevante marked, jf. konkurrencelovens § 5a. Der vil være betydelige barrierer for at etablere nye virksomheder. En ny konkurrent skal fx råde over betydelig kapital, know-

⁵² Realkreditlovens § 26.

how og have adgang til et omfattende distributionsnet. Pengeinstitutterne lever op til mange af disse krav, men de er allerede på markedet enten gennem koncernforbundne realkreditudbydere eller i kraft af deres aftalemæssige tilknytning til realkreditinstitutterne.

De få pengeinstitutterne, som ikke er forbundet til et realkreditinstitut, har mulighed for at konkurrere med realkreditlånene ved at tilbyde låneprodukter på realkreditlignende vilkår. Disse produkter er stadig dyrere end realkreditlånene og indeholder fx ikke de samme muligheder for konvertering som realkreditlånene. Hertil kommer, at lånene kun tilbydes med variabel rente. Derudover er de uafhængige, enkeltstående pengeinstitutters distributionskraft begrænset i forhold til det net af pengeinstitutter, som allerede er tilknyttet et realkreditinstitut. Pengeinstitutterne udgør på den baggrund ikke en potentiel konkurrent på dette marked.

6.1.2 Det geografiske marked

Realkreditlån til private udbydes i dag af finansielle virksomheder i Danmark, der er godkendt af Finanstilsynet til at drive realkreditvirksomhed. Udenlandske aktører kan udbyde samme ydelser til kunder i Danmark enten gennem et datterselskab eller via filialer, der etableres her i landet eller via grænseoverskridende aktivitet.

Danske realkreditinstitutter kan også tilbyde lån til låntagere i andre lande end Danmark, og dette sker også men kun i beskedent omfang. Derimod er der ikke i forbindelse med styrelsens undersøgelse af fusionen afdækket nogen udenlandsk realkreditlångivning til danske boligejere.

Potentiel konkurrence

Det er heller ikke sandsynligt, at udenlandske aktører inden for kort tid vil trænge ind på det danske marked. For det første ligger de danske realkreditinstitutters pris/bidrag i den lave ende internationalt. Derudover er det danske marked meget koncentreret, da få aktører sidder på de meste markedet. Udenlandske realkreditprodukter afviger også fra de danske, og det vil kræve en ekstra markedsføringsindsats at introducere udenlandske lånetyper i Danmark. Hertil kommer, at stort set hele distributionsnettet i form af ejendoms-mæglere og pengeinstitutter allerede er tilknyttet et realkreditinstitut. Det vil derfor kræve en betydelig indsats at komme ind på det danske marked som ny aktør.

På den baggrund må det vurderes, at det geografiske marked skal afgrænses til Danmark.

6.2 Værdipapirer

6.2.1 Produktmarkedet

Udbudssubstitution

Det kræver en grundlæggende viden om værdipapirmarkedet, for at kunne tilbyde handel med aktier eller obligationer. Fx kræver det viden om, hvilke oplysninger der skal sendes til Værdipapircentralen og Københavns Fondsbørs i forbindelse med en handel.

Som værdipapirhandler er der ikke uoverkommelige barrierer ved at handle både aktier og obligationer i forhold til kun at handle aktier eller obligationer. Det skyldes, at en del af den grundlæggende viden, der skal til, for at handle aktier eller obligationer, er nogenlunde ens.

Det er også nogenlunde samme viden og kunnen, der skal til, for at handle på henholdsvis engrosmarkedet og detailmarkedet. Hvis man handler med værdipapirer på engrosmarkedet, skal der kun et mindre ekstra kendskab til bl.a. handelsregler, for at kunne udbyde handel med værdipapirer på detailmarkedet.

På den ene side er der altså udbudssubstitution mellem handel med aktier og handel med obligationer. På den anden side er der udbudssubstitution mellem handelsydelsen på engrosmarkedet og handelsydelsen på detailmarkedet.

Det skal bemærkes, at realkreditinstitutterne ikke udbyder værdipapirhandel, derimod er det det tilknyttede pengeinstitut, der tilbyder handel med værdipapirer. Ligesom det er det tilknyttede pengeinstitut, der på vegne af realkreditinstituttet sælger låntagers obligationer.

Efterspørgselssubstitution

Institutionelle investorer og andre, der handler på engrosmarkedet, har enten selv både mulighed og faglig ekspertise til selv at udføre handlerne på engrosmarkedet eller vil bruge en værdipapirhandler med mulighed og faglig ekspertise til at handle på engrosmarkedet. Det er sjældent, at investorerne på engrosmarkedet handler med investorerne på detailmarkedet. Der skal alt for mange handler til at nå den volumen af investeringer, som engrosmarkedets investorer ønsker.

En låntager i et realkreditinstitut ser på et realkreditlån som et samlet produkt, og skelner ikke mellem udstedelsen og salget af obligationerne. Det betyder bl.a., at låntagerne normalt pr. automatik får realkreditinstituttet til at sælge obligationerne som en såkaldt strakshandel. Det hænger bl.a. sammen med, at det er sjældent, at låntagers obligationer sælges på samme tid og til samme kurs som låntager opnår. Det skyldes primært, at obligationerne bliver samlet i bunker, der så bliver solgt på engrosmarkedet, når bunken har en tilpas stør-

relse. Institutet kan også undlade at sælge obligationerne, og lade dem indgå i sin egen portefølje af værdipapirer.

Forbrugere, der vil købe eller sælge værdipapirer i investeringsøjemed, har flere muligheder for dette. En af de muligheder, der gøres mere og mere brug af er direkte handel med aktier i Københavns Fondsbørs' handelssystem via internettet. Selv mindre investorer kan på den måde handle direkte på børsen.

Det er ikke muligt for forbrugere selv at handle obligationer direkte i handelssystemet på Københavns Fondsbørs. Det skyldes bl.a., at obligationer handles i et accept-match-system, mens aktier handles i et automatic-match-system.

Obligationer handles typisk til og fra værdipapirhandlernes egenbeholdning af obligationer, fx som strakshandel eller som gennemsnitskurshandel. Der er p.t. ikke teknisk mulighed for at lade private handle obligationer direkte på børsen. Den måde, der handles obligationer på (accept-match, jf. kapitel 5) egner sig ikke nær sig godt til direkte handel for privatpersoner. Det skyldes at to handler ikke automatisk bliver handlet mod hinanden, selv om de match'er hinanden. Hver handel skal aktivt accepteres, hvilket kræver, at man hele tiden kan følge med i ordrebeholdningen. I dag er det kun de professionelle værdipapirhandlere, der følger med i ordrebeholdningen på Københavns Fondsbørs, der sammenlignet med den handel, der sker via telefonmarkedet er minimal.

Forbrugere, der handler obligationer i investeringsøjemed, vil altså ikke tage del i engroshandel med obligationer. Ligesom der heller ikke er et marked eller en handelsplads, hvor låntagere og forbrugere som investorer handler obligationer indbyrdes.

Konklusion

Udbudssubstitution taler for, at der er et samlet marked for ydelsen: Handel med værdipapirer.

Ser man på efterspørgselssubstitutionen trækker det konklusionen i en anden retning, nemlig at der er tre markeder, hvor der handles obligationer: Handel med obligationer på engrosmarkedet, handel med obligationer i investeringsøjemed på detailmarkedet, handel med obligationer i låneøjemed på detailmarkedet.

Udgangspunktet for markedsafgrænsningen er realkreditprodukter. Og som tidligere nævnt opfatter låntagerne et realkreditlån som ét produkt og ikke som flere produkter. Det må tillægges stor vægt, at kun få (15 pct. i 2002) af Nykredits låntagere i praksis beder om at få obligationerne udleveret og derefter selv sælger dem. Der er heller ikke noget, der peger i retning af, at denne procentdel vil stige inden for en overskuelig fremtid.

Konklusionen er, at der er 3 produktmarkeder: Handel med obligationer på engrosmarkedet, handel med obligationer i investeringsøjemed på detailmarkedet, og handel med obligationer i låneøjemed på detailmarkedet.

6.2.2 Det geografiske marked

Udbudssubstitution

Reglerne for finansiel virksomhed er igennem de seneste 20 år blevet mere internationale. Det er bl.a. blevet lettere for udenlandske virksomheder at udbyde handel med værdipapirer i Danmark. Muligheden for fjermedlemskab af Københavns Fondsbørs har bl.a. medvirket til dette. Den større internationalisering af markedet kan især have betydning for engrosmarkedet, da investorerne på engrosmarkedet allerede anvender udenlandske værdipapirhandlere til at handle værdipapirer i andre lande.

Efterspørgselssubstitution

Handel med danske realkreditobligationer sker hovedsageligt i Danmark. Langt størstedelen af værdipapirhandlerne er også danske eller repræsenteret i Danmark. De institutionelle investorer har i modsætning til forbrugere mulighed for at benytte udenlandske værdipapirhandlere til at handle på engrosmarkedet.

Konklusion

I afgrænsningen af produktmarkedet skelnes mellem to produkter. Det ene produkt er selve værdipapiret. Det andet produkt er den ydelse, der omhandler formidlingen af værdipapiret.

Konklusionen er, at det geografiske marked for handel på detailmarkederne er Danmark, mens handel på engrosmarkedet er internationalt.

Markedsandele

Nykredit og Totalkredit har samme markedsandel på markedet for handel med obligationer i låneøjemed på detailmarkedet som på markedet for realkreditvirksomhed.

På engrosmarkedet og markedet for handel med obligationer i investeringsøjemed på detailmarkedet er markedsandelen mindre end 15 pct.

6.3 Øvrige berørte områder

6.3.1 Realkreditlån til landbruget

Realkreditlån til landbruget skiller sig efterspørgsels- og udbudsmæssigt fra realkreditlån til andre grupper og fra andre låneprodukter fx pengeinstitutlån.

Efterspørgselssubstitution

Det er de samme former for realkreditlån, der udstedes til private som til landbruget. Der er dog enkelte mindre forskelle. Realkreditlån til landbrugs-ejendomme kan kun ydes op til 70 pct. af ejendommens værdi. Derudover kan man fx på landbrugsområdet også tilbyde de såkaldte YJ-lån (lån til yngre jordbrugere). Lånene adskiller sig bl.a. fra almindelige realkreditlån ved, at Finansstyrelsen stiller en statsgaranti, og at staten yder et tilskud til betaling af en del af terminsydelsen de første 3 år af lånet.

Udbudssubstitution

Som nævnt adskiller realkreditlåns udformning sig ikke fra område til område, det vil dog kræve en betydelig omstilling, hvis et realkreditinstitut, som alene udbyder realkreditlån til private, vil ind på markedet for udlån til landbruget. Vurderingen af landbrugsejendomme er mere kompliceret end vurderingen af almindelige ejerboliger. Det kræver et specialuddannet korps af vurderingsmænd. Udover jordens bonitet og bygningernes værdi skal der ved vurderingen af en landbrugsejendom bl.a. også tages stilling til evt. EU-landbrugsordninger og restriktioner for jordens dyrkning, fx mælke- og roekvoter, gødningskrav mv.

Derudover kræves adgang til et distributionssystem. Nykredit, som er den største udbyder på det danske marked, har 14 lokale landbrugscentre, hvorigennem de distribuerer deres landbrugs lån. Den næststørste udbyder DLR Kredit distribuerer derimod sine lån gennem en række pengeinstitutter, som de har indgået en samarbejdsaftale med. Nordea Kredit, som er nr. 3 på markedet, distribuerer sine lån gennem Nordea Banks filialnet.

Prisen på de enkelte lån til landbrugsformål aftales individuel modsat udlån til private, hvor prisen er standardiseret.

Geografisk afgrænsning

Som udgangspunkt er det geografiske marked det samme som privatområdet dvs. Danmark. De fleste landmænd må dog betegnes som professionelle låntagere, som benytter optagelsen af realkreditlån aktivt i forbindelse med den almindelige drift af gården og finansieringen heraf. Det må derfor forventes, at landmænd i højere grad end private afsøge markedet for den bedste og billigste leverandør af realkreditlån. Det gør det umiddelbart lettere for fx udenlandske aktører at tilbyde lån til landbruget uden at de skal opbygge et stort og finmasket distributionsnet.

Potentiel konkurrence

Det er Konkurrencestyrelsens vurdering, at der på nuværende tidspunkt ikke foreligger en sådan potentiel konkurrence for realkreditlån til landbruget fra udlandet, at den skal tages i betragtning ved afgrænsningen af markedet. Blandt andet fordi, det vil kræve en betydelig knowhow at komme ind på dette marked, fx i forhold til vurderingen af ejendommene.

Det er på den baggrund Konkurrencestyrelsens vurdering, at der foreligger et selvstændigt marked for realkreditlån til landbruget. Der er dog ikke foretaget en nærmere analyse af, om det geografiske marked er bredere end Danmark. Der er i nærværende sag ikke anledning til at foretage en fuldstændig analyse af dette marked, da det ikke har betydning for den endelige vurderingen af fusionen.

På markedet for realkredit til landbruget er Nykredit den største aktør med 44 pct. af markedet målt på bruttoudlån. DLR, som er den næststørste aktør for realkreditlån til landbruget, har en markedsandel på 30 pct.

6.3.2 Detailbankmarkedet

Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit vedrører ikke direkte detailbankmarkedet. Det er dog interessant kort at omtale dette marked, fordi Nykredit også driver bankvirksomhed i form af en internetbank, ligesom Totalkredits ejerkreds består af pengeinstitutter. Og aftalen mellem Nykredit og Totalkredit indeholder enkelte bestemmelser, der vedrører detailbankmarkedet. Derudover er pengeinstitutterne en vigtigt formidlingskanal for realkreditinstitutterne, ligesom det er vigtig for pengeinstitutterne, at de kan udbyde et fuldt sortiment af finansielle produkter til deres kunder inklusiv realkreditlån.

Det blev i Konkurrencerådets sag vedrørende fusionen mellem Danske Bank og RealDanmark konkluderet, at der foreligger et selvstændigt marked for forbrugernes og de små og mellemstore virksomheders behov for indlån, udlån, betalingsformidling og rådgivning - detailbankmarkedet. Det geografiske marked blev afgrænset til Danmark. Der blev bl.a. lagt vægt på, at selv om der er forskellige produkter på detailbankmarkedet betragter kunderne typisk deres indlånskonti, eventuelle lån eller investeringsaftaler og bankens rolle som betalingsformidler som et samlet hele.

Der er 179 pengeinstitutter i Danmark. Blandt de pengeinstitutter, der henvender sig til forbrugerne, herunder husejerne, spiller de store bankkoncerner, Danske Bank-koncernen og Nordea Bank-koncernen, en dominerende rolle. De øvrige pengeinstitutter - de såkaldte lokale og regionale pengeinstitutter - har 40-45 pct. af danskerne som kunder og herunder 1/3 af landets husejere. Det er 106 af disse lokale og regionale pengeinstitutter, som står bag Total-

kredit. Ud over de lokale og regionale pengeinstitutter bag Totalkredit, findes godt 30 pengeinstitutter, der er aktive på detailbankmarkedet.

7 Aftalen om at fusionere Nykredit og Totalkredit

7.1 Aftalen og tilbudet til pengeinstitutterne

Aftalen om at fusionere Nykredit og Totalkredit er indgået mellem bestyrelserne for Nykredit og Totalkredit den 20. juni 2003. Efter denne aftale får aktionærerne i Totalkredit - 106 lokale og regionale pengeinstitutter - hver for sig tilbud om at sælge samtlige aktier i Totalkredit til Nykredit.

Indholdet af aftalen har ikke været fastlagt endeligt på dette tidspunkt - bl.a. fordi visse forhold har skullet forhandles yderligere mellem parterne. Endvidere kræver en række fundamentale forudsætninger for handlens gennemførelse af skatteteknisk art forhåndsgodkendelse fra Ligningsrådet, ligesom en række øvrige myndighedsgodkendelser skal indhentes.

Når der i dette og i de øvrige kapitler henvises til vilkårene for samarbejdet mellem Nykredit/Totalkredit og de 106 pengeinstitutter, så menes der vilkårene, som de forelå på anmeldelsestidspunktet den 20. juni 2003; dvs. før de ændringer (tilsagn - jf. kapitel 10, afsnit 1), som er blevet aftalt mellem fusionspartnerne og Konkurrencestyrelsen. Som det vil fremgå af kapitel 7 og 8, har indholdet og virkningerne af det oprindelige aftalegrundlag netop været af en sådan karakter, at fusionen ikke har kunnet godkendes uden kompenserede foranstaltninger. Det er derfor først efter gennemgangen af Nykredits tilsagn i kapitel 10.1, at Konkurrencestyrelsen i kapitel 10.2 foretager en samlet vurdering af, om aftalegrundlaget incl. tilsagn indebærer, at fusionen kan godkendes efter konkurrenceloven.

Formålet med fusionen

Aftalen mellem Nykredit og Totalkredit omfatter to hovedelementer:

- Nykredit køber Totalkredit.
- Nykredit og de 106 lokale og regionale pengeinstitutter - de nuværende aktionærer i Totalkredit - indgår i et langsigtet og gensidigt forpligtende samarbejde om formidling af realkreditlån.

Formålet med fusionen er at give Nykredit adgang til at distribuere realkreditprodukter via disse 106 pengeinstitutter, der tilsammen råder over godt 1.100 filialer. For denne formidling vil pengeinstitutterne løbende modtage provision. Parterne kan frit udvikle egne forretningsområder og salgskanaler

mv. inden for rammerne af samarbejdet. Der er ikke indgået aftaler om samarbejde på bank- og forsikringsområdet.

Pengeinstitutterne tilbydes i alt 7,15 mia. kr. for Totalkredit. Vederlaget skal modsvare en kapitalisering af Totalkredit inkl. distributionsnettet, hvilket bl.a. illustreres af, at Nykredit er villig til at betale en pris for Totalkredit, som overstiger Totalkredits indre værdi med 4 mia. kr.

Totalkredit skal fremover være et selvstændigt varemærke under Nykredit og skal sammen med Nykreditmærket markedsføres i en slags "two-brand-system". Det giver kunderne i pengeinstitutterne flere valgmuligheder i forhold til nu, hvor pengeinstitutterne - med mindre de har andre samarbejdspartnere - kun udbyder Totalkreditlån.

Produktionen og afsætningen af Totalkredit- og Nykreditlån har hidtil adskilt sig fra hinanden på en række punkter.

Totalkreditmodellen

Modellen for Totalkredit udmærker sig ved alene at omfatte et begrænset antal låneprodukter, som er rettet mod privatmarkedet og udelukkende udbydes gennem de 106 pengeinstitutter, der ejer Totalkredit.

Forretningskonceptet bygger på et særligt garantikoncept, der indebærer, at pengeinstitutterne er ansvarlige for såvel kundebetjening som risikoafdækning.

Garantikonceptet i Totalkredit går nærmere ud på, at det låneformidlende pengeinstitut for alle lån garanterer individuelt for den del af lånet, der ligger ud over 60 pct. af ejendommens værdi. Pengeinstituttet stiller således en 8-årig selvskyldnergaranti for denne del af lånet og modtager til gengæld en garantiprovision.

Herudover tegner alle pengeinstitutterne sig for en bestemt andel af en garantiramme, der årligt fastsættes til 1 pct. af Totalkredits låneportefølje, og som dækker alle tab på lån, som Totalkredit måtte få. Det enkelte pengeinstituts andel af denne garantiramme svarer til pengeinstitutlets forholdsmæssige andel af Totalkredits aktiekapital. Denne kollektive garanti udløses under nærmere aftalte vilkår, herunder hvis de individuelle tab er større end den afgivne garanti, hvis et pengeinstitut ikke er i stand til at honorere den afgivne, individuelle garanti, eller hvis garantien er udløbet. Til gengæld for denne hæftelse modtager pengeinstitutterne en garantiprovision på 0,50 pct. af garantirammen, der udbetales 1 gang om året med fradrag af eventuelle tab.

Totalkreditkonceptet er endvidere baseret på, at "produktionen", dvs. rådgivning, udarbejdelse af dokumenter og kredit- og ejendomsvurdering, sker i den

enkelte pengeinstitutfilial og dermed decentralt i forhold til Totalkredit. På tilsvarende måde sker markedsføringen navnlig gennem pengeinstitutterne. Personale fra hvert enkelt pengeinstitut bliver løbende uddannet i anvendelsen af Totalkredits systemer, realkreditlångivning til ejerboliger og indholdet af de forskellige Totalkreditprodukter.

Pengeinstitutternes indtjening består således af portefølje- og garantiprovision fra Totalkredit samt fra den del af Totalkredits stiftelsesprovision på mellem 1.000 og 3.000 kr., som overstiger 1.000 kr. (betaling for lånesagsbehandlingen).⁵³ Hertil kommer de indtægter fra gebyrer for individuelle rådgivnings- og sagsbehandlingsydelser, som fastsættes og oppebæres individuelt af det enkelte pengeinstitut.

Stort set alle kredit- og kundeførelsesomkostninger bæres af det formidlende pengeinstitut, og der afholdes kun få omkostninger i selve Totalkredit. Til gengæld tilfalder hovedparten af indtjeningen (omkring 60 pct. af de løbende bidrag og næsten hele indtjeningen i forbindelse med lånets etablering) det pengeinstitut, der har formidlet og stillet garanti for lånet, jf. nedenfor. Af samme grund er der kun ansat 60 personer i Totalkredit, ligesom driftsomkostningerne, der navnlig går til IT- og markedsføring, samlet set ikke overstiger 116 mio. kr. (2002). Pengeinstitutterne har sammen med Totalkredit udviklet edb-systemet BoligXperten, som anvendes af pengeinstitutterne inden for samarbejdet. Driftsomkostningerne afholdes af pengeinstitutterne, mens Totalkredit bidrager til udviklingen af systemet og afgør, om pengeinstitutter uden for Totalkreditsamarbejdet skal have adgang til systemet.

Pengeinstitutterne kan til enhver tid og uden nærmere begrundelse opsige samarbejdet med Totalkredit, ligesom det enkelte pengeinstitut ikke er afskåret fra at formidle lån fra andre realkreditinstitutter.

Nykreditmodellen

Nykredit er foreningsejet, jf. kapitel 2. I modsætning til Totalkreditkonceptet har distributionen af Nykreditlån indtil fusionen primært været baseret på en selvudviklingsstrategi med udbygning af egne afsætningskanaler (centre, internet, call-centre og ejendomsmæglere). Herudover har Nykredit indgået distributionsaftaler med Jyske Bank, Amagerbanken og SparNord med over 200 filialer. Nykredit har tillige aktier i disse pengeinstitutter.

På ejendomsmæglermarkedet har Nykredit via Nykredit Mægler indgået franchiseaftaler med indehaverne af Nyboligbutikkerne og partneraftaler med Estate-butikkerne. Aftalerne, der er provisionsvederlagt, omfatter i alt 260 ejendomsmæglere.

⁵³ Formidlingssamarbejdet er godkendt af Konkurrencerådet, jf. afgørelse af 19. juni 2002 (Totalkredits samarbejde med pengeinstitutterne) - www.ks.dk.

Det er kendetegnende for Nykredits salgsnet, at omkostningerne primært bæres af Nykredit, der til gengæld modtager hele bruttoindtjeningen på de ydede lån. Nykredits fælles driftsomkostninger udgjorde 878 mio. kr. i 2002, hvoraf over halvdelen kan henføres til privatmarkedet.

Forretningsgange efter fusionen

Forretningsgangene i Totalkredit og Nykredit ændres ikke væsentligt efter fusionen. Totalkreditlån skal fortsat kun sælges gennem pengeinstitutterne, ligesom ”produktionen” vil ske i den enkelte pengeinstitutfilial og dermed decentralt i forhold til Totalkredit. Totalkredit skal endvidere varetage al central markedsføring i form af fastsættelse af logo og andre designmæssige karakteristika for Totalkredit. Til markedsføringsaktiviteter afsættes årligt et beløb på 0,15 promille af restgælden på den af pengeinstitutterne formidlede lånemasse under Totalkreditmærket.

Totalkredit forpligter sig til at stille et realkreditsystem (edb) til rådighed, der både er tidssvarende og som kan levere produkter svarende til produkterne fra Nykredits systemer, mens pengeinstitutterne fortsat står for udviklingen af egne rådgivnings- og salgssystemer. Samtidig overgår ejerskabet af BoligXperten til pengeinstitutterne, der afholder samtlige udgifter til videreudvikling og drift af systemet. Totalkredit ophører med at bidrage til BoligXperten ved udgangen af 2003 men fortsætter med at være projektansvarlig for videreudvikling og vedligeholdelse af systemet.

I forhold til Nykreditlån er det hensigten, at disse - ud over distribution via pengeinstitutterne - også fremover skal sælges via Nykredits egne distributionskanaler, som opretholdes i fuldt omfang, ligesom lånene fortsat produceres centralt i Nykredit Realkredit.

Arbejdsdelingen og aflønningen mellem Nykredit og pengeinstitutterne ved formidlingen af Nykreditlån er ikke endeligt aftalt. De vilkår for pengeinstitutternes lånedistribution, som Konkurrencestyrelsen har modtaget, vedrører derfor udelukkende pengeinstitutternes distribution af Totalkreditlån.

7.2 Det fremtidige samarbejde

7.2.1 Generelt

Fusionens formål - at give Nykredit adgang til at distribuere sine realkreditprodukter via pengeinstitutternes filialnet - giver sig udslag i de vilkår, som det oprindeligt var hensigten skulle regulere samarbejdet mellem parterne⁵⁴. Der er disse vilkår, som gennemgås i det følgende. Vilkårene skal sikre, at

⁵⁴ Vilkår anmeldt til styrelsen den 20. juni 2003.

pengeinstitutterne i fremtiden finder det fordelagtigt at formidle lån til Nykredit/Totalkredit. Samtidig er det en væsentlig forudsætning for Nykredit, at samarbejdet - baseret på pengeinstitutternes aktive formidling - bliver af varig og loyal karakter.

Betingelserne for pengeinstitutternes formidling af Nykreditlån er dog ikke endeligt fastlagt. De vilkår for pengeinstitutternes lånedistribution, som Konkurrencestyrelsen har modtaget og vurderet, vedrører derfor udelukkende pengeinstitutternes distribution af Totalkreditlån.

Pengeinstitutterne vil løbende modtage provision for formidlingen af Totalkreditlån. De fremtidige rammer for provisionsafløningen afløser den eksisterende aftale mellem Totalkredit og de lokale- og regionale pengeinstitutter.

Oplægget til det fremtidige provisionssystem har flere ligheder med det eksisterende og er opbygget således, at pengeinstitutterne modtager en løbende portefølje provision på 0,15 pct. af den til enhver tid værende restgæld af lån formidlet af pengeinstitutterne. Pengeinstituttet stiller samtidig en 8-årig selvskyldnergaranti over for Totalkredit for den del af lånet, der overstiger 60 pct. af ejendommens kontante belåningsværdi. Pengeinstituttet modtager betaling for garantistillelsen i garantiperioden svarende til det samlede bidrag på 0,70 pct. i garantiintervallet med fradrag af portefølje provisionen i garantiintervallet. Der vil - i modsætning til den nuværende distributionsaftale - ikke ske modregning i tab ud over garantibeløbet, ligesom der ikke skal opstilles en tværgående garanti i forhold til Nykredits forpligtelser⁵⁵. Herudover modtager pengeinstituttet op til 2.000 kr. for hver lånesag, som gennemføres fejlfrit.

7.2.2 Konsekvenserne ved udtræden

Ved en gennemgang af den planlagte regulering af samarbejdet mellem Nykredit og de 106 pengeinstitutter på tidspunktet for anmeldelsen den 20. juni 2003 er det især følgerne for det enkelte pengeinstitut ved dettes udtræden af samarbejdet og omstændigheder, der sidestilles hermed, som har konkurrencemæssig betydning.

Konsekvensen for et pengeinstitut, som enten 1) udtræder af samarbejdet, 2) indgår en formidlingsaftale til anden side, jf. nedenfor, eller 3) ophører med *aktiv* formidling er bl.a. følgende:

- Den resterende del af den løbende betaling over 9 år, som udgør pengeinstituttets andel af vederlaget for salg af aktierne i Totalkredit (restkøbesummen), bortfalder.

⁵⁵ Konsekvenserne af det fremtidige Basel II-regelsæt er endnu ukendte. Parterne har derfor aftalt at revidere vilkårene for garantistillelse, når de nye kapitaldækningsregler foreligger. Hvis der ikke kan opnås enighed om en ny garantimodel, kan pengeinstitutterne vælge en såkaldt "fall-back" model, som er skitseret i aftalen.

- Pengeinstituttet skal betale en bod til Nykredit på et beløb svarende til summen af pengeinstituttets bruttoprovisioner de seneste 3 år før udtræden. Denne forpligtelse (og en tilsvarende for Nykredit) gælder tidsubegrænset.
- Pengeinstituttet skal sælge sine aktier i PRAS A/S til Nykredit til en pris svarende til kurs/indre værdi 0,5.
- Nykredit kan frit markedsføre pengeinstitutydelser mv. over for kunder, der er formidlet af det udtrædende pengeinstitut.

Et pengeinstituts eventuelle sammenlægning med et andet pengeinstitut betragtes ikke som udtræden, forudsat at Nykredits samarbejdspart bliver det *fortsættende* pengeinstitut.

Disse konsekvenser (forpligtelser) skal gælde i 9 år fra pengeinstitutternes afståelse af aktierne i Totalcredit. Dog gælder bodselementet i 2. pind, så længe parternes samarbejde løber.

Om et pengeinstitut kan siges at være tilstrækkelig aktiv i sin formidling af kunder vurderes af en såkaldt Eksekutiv komité, som blandt andet skal sikre overholdelse af samarbejdets leveregler og indgåede aftaler, eller alternativt af pengeinstitutternes holdingselskab (PRAS A/S).

7.2.3 Øvrige vilkår for samarbejdet

Herudover fastsætter aftalen følgende betingelser:

- I 2012 sker der en regulering af pengeinstitutternes samlede vederlag for Totalcredit. Ved salget er det lagt til grund, at lån formidlet af pengeinstitutterne til Nykredit/Totalcredit vil have en markedsandel af obligationsrestgælden på privatsegmentet på 25 pct. Hvis pengeinstitutternes samlede andel af obligationsrestgælden i 2012 varierer ud over et bånd på +/- 2 procent point i forhold til dette mål, vil der blive foretaget en justering af det samlede vederlag til pengeinstitutterne på i alt 120 mio. kr. pr. procent point ud over det aftalte bånd - herefter benævnt *vederlagsreguleringen*.
- Pengeinstitutterne forbydes at indgå formelle formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter, ligesom formidling på ad hoc basis ikke må resultere i et vederlag.

Det enkelte pengeinstitut i Totalkredits ejerkreds, som samtidig udgør ejerkredsen bag DLR Kredit, forpligter sig til at stemme imod, at DLR Kredit påbegynder aktiviteter på privatlånemarkedet. En oversigt over aktionærkredsen findes i bilag 1. Forpligtelsen gælder, så længe parternes samarbejde løber. Herved undgår Nykredit enhver form for konkurrence til Totalkredits produkter fra DLR Kredits side. Samtidig får Nykredit forkøbsret til pengeinstitutternes aktier i DLR Kredit, så længe pengeinstitutterne indgår i samarbejdet med Nykredit (med undtagelse af almindelig omfordeling i DLR Kredits ejerkreds, indbyrdes handel mellem pengeinstitutterne i DLR Kredits ejerkreds eller landbrugsorganisationernes udtræden af DLR Kredit).

På tilsvarende måde aktiveres en række sanktioner i form af bod og tvangskøb af pengeinstitutternes aktier, hvis Nykredit udtræder af samarbejdet. Bodden svarer til størrelsen af pengeinstitutternes bod, mens aktierne skal købes til kurs 1,5. Samtidig bortfalder Nykredits forkøbsret til pengeinstitutternes aktier i DLR Kredit og forpligtelsen til at stemme imod, at DLR Kredit påbegynder konkurrerende aktiviteter på privatmarkedet. Totalkredit vil endvidere - i to år - være forpligtet til at levere realkreditlån og stille edb-systemer til rådighed for pengeinstitutterne. Det skal muliggøre pengeinstitutternes videre drift af realkreditvirksomhed i den overgangsperiode, som det i givet fald vil tage at etablere et nyt realkreditinstitut. Endelig vil Nykredit være afskåret fra at markedsføre sig aktivt over for kunder, som pengeinstitutterne har formidlet til Nykredit/Totalkredit.

Herudover er der fastsat en række sædvanlige vilkår, som skal tage højde for de problemer, der kan opstå under parternes samarbejde. Endvidere forpligter Nykredit sig til ikke at omdanne sin internetbank eller sine call-centre, ejendomsrådgiverforretninger mv. til fysiske bankfilialer. I tilfælde af samarbejdets ophør vil Nykredit kunne vælge at opsige provisionsbetalingen til pengeinstituttet og de tabsgarantier, som pengeinstituttet har stillet.

7.3 Virkningen af samarbejdet

De fleste af vilkårene for samarbejdet, som de forelå på anmeldelsestidspunktet den 20. juni 2003, er opstillet for at gøre pengeinstitutternes tilknytning til Nykredit så stærk som mulig. Ud fra en isoleret betragtning synes forpligtelserne velegnede til at nå dette mål. Anskues de derimod ud fra en konkurrencemæssig vinkel, giver flere af dem anledning til væsentlige indvendinger.

På det overordnede plan kan det konstateres, at en række af vilkårene reelt vil binde pengeinstitutterne til Nykredit Totalkredit, og at bindingerne vil gå videre end reguleringen i de nuværende samarbejdsaftaler mellem Totalkredit og pengeinstitutterne bag Totalkredit. De nuværende samarbejdsaftaler er - til trods for at der er tale om formidling inden for samme ejerkreds - ikke-eksklusive for pengeinstitutterne, som samtidig uden nærmere begrundelse kan opsiges samarbejdet med Totalkredit når som helst og uden betaling af udtrædelsesgodtgørelse.

I modsætning hertil vil pengeinstitutterne fremover være afskåret fra at indgå formelle formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter, ligesom ekstern formidling på ad hoc basis ikke må resultere i et vederlag til pengeinstituttet. Foretages en sådan formidling til anden side ophører samarbejdet med Nykredit, samtidig med at der udløses en bod i form af tilbagebetaling af tre års provisioner.

Denne bod - som ifølge parterne er en delvis tilbagebetaling af købesummen samt midler til udbedring af skaderne efter bruddet - kan løbe op i anseelige summer. Hvis størrelsen af pengeinstitutternes samlede provisioner antages at udgøre 550 mio. kr. i 2004, vil størrelsen alene af boden for samtlige pengeinstitutter ifølge Konkurrencestyrelsens beregninger udgøre 1.650 mio. kr. i 2004 og vil vokse til 2.475 mio. kr. i år 2012, jf. tabel 7.1.

Hertil kommer, at et pengeinstitut ved ophør af samarbejdet inden for de første 9 år mister sit krav på betaling af restkøbesummen. Restkøbesummen udgør i alt ca. 3 mia. kr. og skal udbetales over 9 år. Et pengeinstitut, som udtræder efter fx 7 år vil dermed miste de to sidste rater.

Pengeinstituttet vil endvidere være forpligtet til at sælge sine aktier i PRAS A/S til halvdelen af aktiernes indre værdi. Realkreditaktier omsættes sjældent, og det kan derfor være vanskeligt at angive en markedsværdi, men kurs 0,50 betyder, at et udtrædende pengeinstitut kun får udbetalt halvdelen af den bogførte værdi af sin investeringer. Kursen ligger også lavere end den værdi, andre realkreditaktier er omsat til de seneste år. Forpligtelsen til at sælge aktierne til kurs 0,50 må derfor antages at repræsentere et tab i forhold til den reelle værdi af aktierne.

Tabel 7.1: Følgerne for pengeinstitutterne, hvis de udtræder af aftalen med Nykredit (uden indregning af løbende provisionsindtægter)

Udtrædelsestidspunkt	Mistet restkøbesum	Tab ved tilbage salg af aktier til kurs 0,5	Bod (3 års provisioner)	I alt	
Mio. kr.					
2003	-1				
2004	1	2.974	575	1.650	5.199
2005	2	2.627	575	1.800	5.002
2006	3	2.274	575	1.950	4.799
2007	4	1.913	575	2.075	4.563
2008	5	1.546	575	2.175	4.296
2009	6	1.171	575	2.250	3.996
2010	7	788	575	2.325	3.688
2011	8	398	575	2.400	3.373
2012	9	0	575	2.475	3.050
2013	10	0	0	2.550	2.550
2014	11	0	0	2.625	2.625
2015	12	0	0	2.700	2.700

Kilde: Appendix 1

Der kan være forskellige grunde til, at pengeinstitutterne bryder aftalen med Nykredit. En mulig årsag kunne være, at pengeinstitutterne fik et økonomisk mere attraktivt tilbud fra et konkurrerende realkreditinstitut, eller at en række af pengeinstitutterne ønskede at gå sammen og etablere en direkte konkurrent på privatsegmentet (et nyt Totalkredit). Såfremt sådanne tilbud skulle være attraktive for pengeinstitutterne, måtte det konkurrerende institut regne med at kompensere pengeinstitutterne for alle de mistede indtægter plus omkostningerne ved at bryde aftalen, dvs. summen af de fremtidige løbende betalinger af restkøbesummen fra Nykredit (kolonne 3), plus tabet ved salg af aktierne i Nykredit til kurs 0,50 (kolonne 4), plus udgiften til boden på tre års provisioner (kolonne 5).

Kravet til størrelsen af den samlede kompensation vil være størst inden for det første år af samarbejdet, hvor det samlet vil koste pengeinstitutterne 5.199 mio. kr. i mistet købesum, bod og tab forårsaget af tvangssalg at bryde aftalen med Nykredit. Derefter falder udgiften gradvist år for år til og med 2012. Efter 2012 er det "kun" bodsbestemmelsen, der vil binde pengeinstitutterne til Nykredit. Da salget via pengeinstitutterne forventes at stige også efter 2012, vil provisionerne vokse og dermed også boden. Den samlede kompensation vil således blive mindst 2.550 mio. kr.

Tilsvarende kompensation gælder, hvis pengeinstitutterne ville skifte fra Nykredit til et nyetableret realkreditinstitut.

En eventuel konkurrent vil - oven i disse kompensationsbeløb - skulle tilbyde pengeinstitutterne mindst lige så gunstige provisionsordninger som Nykredit.

For det enkelte pengeinstitut vil tilsvarende gælde afhængigt af det antal aktier det har solgt i Totalkredit og antallet af formidlede lån i fremtiden. For et mindre pengeinstitut kan kompensationsbetalingerne samlet løbe op til 20 mio. kr., heraf alene boden 10 mio. kr. eller mere.

Disse bestemmelser indebærer samlet, at pengeinstitutterne - hvis de ønsker at udtræde af aftalen - skal have et alternativ, der stiller dem betydeligt større provisioner i udsigt end aftalen med Nykredit/Totalkredit, før det kan blive en god forretning for dem at afbryde samarbejdet til fordel for et andet realkreditinstitut.

Disse vilkår vil efter Konkurrencestyrelsens opfattelse indebære så mærkbare økonomiske konsekvenser for pengeinstitutterne samlet eller enkeltvist, at der er en stor risiko for, at pengeinstituttet/erne for en meget lang periode fremover ikke vil have råd til at afbryde samarbejdet med Nykredit. Det betyder, at konkurrenceforholdene fastfryses. Herved får aftalerne efter Konkurrencestyrelsens opfattelse reelt en eksklusiv virkning, og vil herefter blive betegnet som sådan i vurderingen i det følgende.

8 Fusionens virkninger på markedet for salg af realkreditlån til private (ejerboliger og fritidshuse)

8.1 Markedsstrukturen

8.1.1 Markedsandele

Efter liberaliseringen af realkreditsektoren i 1989 skete der en udvidelse i antallet af realkreditinstitutter fra 5 til 10. Denne udvidelse er dog - efter fusionen mellem Realkredit Danmark og Danske Kredit og BG Kredit - reduceret til i alt 8 realkreditinstitutter på det danske realkreditmarked. Af disse 8 institutter yder alene 5 lån til ejerboliger og fritidshuse.

Tabel 8.1: Markedsandele for realkredit til private 2002 (bruttoudlån)

	Mia. kr.	Pct.
Nykredit	42.333	19,3
Totalkredit	49.523	22,6
Nykredit + Totalkredit	91.856	41,9
Realkredit Danmark	77.571	35,3
Nordea Kredit	30.432	13,9
Øvrige	19.496	8,9
Samlet	219.355	100,0

Nykredit vil som følge af fusionen få styrket sin stilling på markedet for salg af realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. Nykredits markedsandel på 19,3 pct. vil således stige med Totalkredits markedsandel på 22,6 pct. til i alt 41,9 pct.

Ifølge parterne skal sammenlægningen mellem Nykredit og Totalkredit ses som en naturlig konsekvens af tendensen mod øget konsolidering på det danske realkreditmarked.

8.1.2 Distributionsnettet

Strukturen på privatmarkedet for realkreditlån er kendetegnet ved, at alle realkreditinstitutter konkurrerer om at få den i salgsøjemed vigtige *første* kontakt med kunden. Der er derfor væsentlige fordele forbundet med at betjene sig af samarbejdspartnere som pengeinstitutter og ejendomsmæglere. Ved vurderingen af parternes reelle markedsstyrke skal størrelsen af de fusionerende parter samlede markedsandel derfor holdes op imod forholdene på distributionsmarkedet.

Distributionen er præget af en række alliancer mellem realkreditinstitutterne og pengeinstitutterne og ejendomsmæglerne her i landet. Realkredit Danmark og Nordea Kredit har under de nuværende markedsforhold et integreret samarbejde med egne pengeinstitutfilialer (og ejendomsmæglere). Omvendt har BRFKredit, der er et ikke-pengeinstitutejet realkreditinstitut, alene et aktivt samarbejde med et mindre antal eksterne pengeinstitutter samt den største hjemlige ejendomsmæglerkæde EDC mæglerne.

Det er i erkendelse af, at kampen om kunderne primært udspiller sig i henholdsvis ejendomsmæglerleddet og især i pengeinstitutleddet, at Nykredit som et hovedformål med fusionen ønsker at bane vejen for eksklusive samarbejdsaftaler med de 106 lokale og regionale pengeinstitutter, som står bag Totalkredit, og som tilsammen repræsenterer over 1.100 filialer med en markedsandel på detailbankmarkedet på 35-40 pct., heraf 33 pct. på detailbankmarkedet for kunder med ejerbolig, jf. tabel 8.2.

Tabel 8.2: Realkreditinstitutternes distribution via detailbankmarkedet

Realkreditinstitut/pengeinstitut	Antal filialer	Andel af detailbankmarkedet, Pct.
Nykredit og Totalkredit/ 106 lokale og regionale pengeinstitutter	1.152	35-40
Realkredit Danmark/ Danske Bank	489	30-35
Nordea Kredit/Nordea	348	20-25
/Øvrige pengeinstitutter	78	5-10
I alt	2.067	100

Tallene illustrerer ejerrelationerne mellem pengeinstitutterne og realkreditinstitutterne og hermed de gensidige bindinger i markedet. De resterende 78 pengeinstitutfilialer, der ikke indgår i ejeralliancer med realkreditinstitutter henhører under i alt 32 pengeinstitutter. Det drejer sig om Lån & Spar Bank, Alm. Brand Bank, Basisbank, Skandiabank, SEB og Handelsbanken samt et antal meget små sparekasser.

8.1.3 Konklusion om markedsstrukturen

Det er Konkurrencestyrelsens vurdering, at fusionen indebærer, at Nykredit opnår en dominerende stilling på markedet for salg af realkreditlån på privatområdet.⁵⁶

Konkurrencestyrelsen har i tilknytning til parternes markedsandel på knap 42 pct. på privatområdet lagt vægt på, at Totalkredit ophører med at eksistere som uafhængigt realkreditinstitut. Herved bliver der en konkurrent mindre på markedet, samtidig med at koncentrationen stiger, jf. figur 8.1. Koncentrationen når hermed op på samme høje niveau som i begyndelsen af 1990'erne, hvor de bankbaserede realkreditinstitutters salg ikke var mærkbart. Endvidere har Totalkredit som den ene af de fusionerende parter gennem de seneste år stået for en betydelig stigning (og den største i sektoren som sådan) i andelen af udlån til privatsegment her i landet. Fra 1990 til 2002 er andelen gået fra 0 til 23 pct. Totalkredits vækst forventes ifølge parterne fortsat i de kommende år og opveje en eventuel vigende markedsandel for Nykredit-mærket.

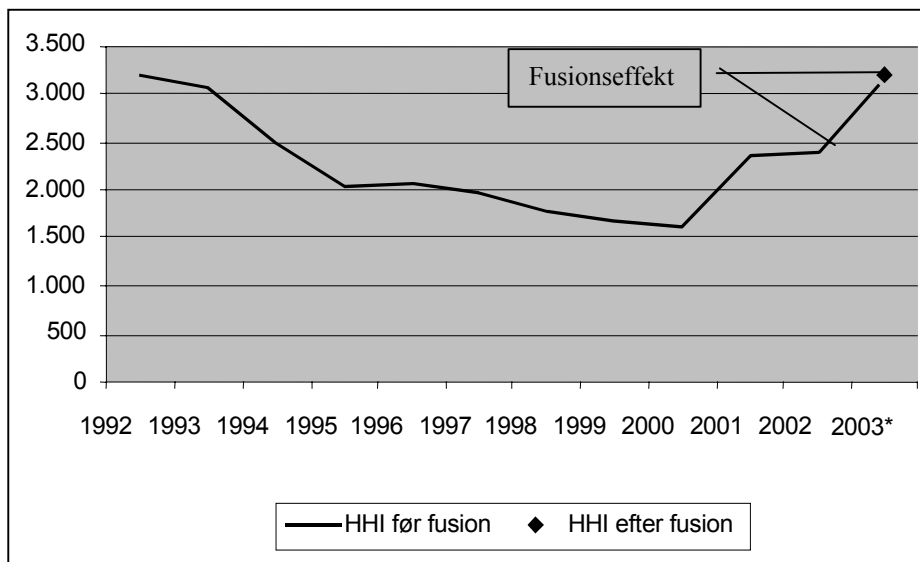
Dertil kommer strukturen på distributionsmarkedet og de stivheder i distributionssystemet, som følger af de eksisterende formidlingsforhold, og som vil blive forstærket som følge af fusionen og de aftaler, der indgås med pengeinstitutterne. Herved kommer Nykredit/Totalkredit eksklusive samarbejdsaftaler med de 106 lokale og regionale pengeinstitutter til at understøtte parternes markedsposition væsentligt.

Ganske vist har Realkredit Danmark, som efter fusionen bliver det andet største realkreditinstitut på privatmarkedet, som udgangspunkt et solidt fundament i form af sit tilhørsforhold til Danske Bank-koncernen, der råder over betydelig kapital og ekspertise samt et tæt net af pengeinstitutfilialer. Det samme gør sig gældende for Nordea Kredit, mens BRFkredit omvendt kun har et aktivt samarbejde med 30-40 pengeinstitutter, hvoraf omkring 20 tilmed henhører under de 106 pengeinstitutter, som fremover alene må samarbejde med Nykredit/Totalkredit (mod vederlag).

⁵⁶ Virksomhedens markedsandel et vigtigt kriterium for vurderingen af, om der foreligger dominerende stilling. I de tilfælde, hvor markedsandelen ikke i sig selv er tilstrækkelig til at statuere dominerende stilling, må der inddrages supplerende kriterier.

Ifølge forarbejderne til konkurrencelovens § 11, er markedsandele på mellem 25 og 40 pct. formentlig ikke alene tilstrækkelige til at statuere dominans på det relevante marked. En eventuel dominerende stilling må derfor bekræftes ved supplerende kriterier. Ved en markedsandel på over 40 pct. indtræder der derimod en formodning for, at virksomheden(erne) indtager en dominerende stilling på markedet. Dette gælder under alle omstændigheder i de tilfælde, hvor denne markedsandel er fastholdt over en længere periode.

Figur 8.1: Udviklingen i koncentrationen på privatmarkedet belyst ved Herfindahl-index



Anm. Vedrørende beregning af HHI, se afsnit 3.

Ikke desto mindre har Realkredit Danmarks (og BRFkredits) markedsandele været let faldende inden for de seneste år. Disse virksomheders muligheder for vækst inden for de eksisterende rammer synes også at være begrænsede, fordi alle pengeinstitutter - bortset fra 32 med en markedsandel på 5-10 pct. af detailbankmarkedet - efter gennemførelsen af fusionen på ubestemt tid enten vil være "optaget" som koncernforbundne distributører for egne realkreditinstitutter eller vil være "reserveret" af Nykredit/Totalkredit.

Ved vurderingen at Nykredits og Totalkredits samlede markedsandel på 42 pct. skaber en dominerende stilling på privatmarkedet skal derfor ses i tilknytning til forventningerne til Totalkredits fortsatte vækst, de strukturelle distributionsforhold via detailbankmarkedet, og størrelsen og styrken af det distributionsapparat, som opbygges samtidig med fusionen.

Konkurrencestyrelsen finder på den baggrund, at Nykredit opnår en dominerende stilling på markedet for realkreditlån til privatmarkedet.

8.2 Faktisk konkurrence

Den faktiske konkurrence for salg af realkreditlån til privatmarkedet udspiller sig overordnet inden for parametrene pris, produktudvikling og distribution (service). Parametrenes enkeltvise betydning for den faktiske konkurrence er stærkt varierende.

8.2.1 Pris

Prisen er den vigtigste parameter på et konkurrenceudsat marked. Prisens rolle som afgørende konkurrencefaktor er dog væsentligt begrænset på realkreditmarkedet. Ganske vist lægger forbrugerne afgørende vægt på, hvor meget de skal betale for et lån, og hvordan betalingen fordeles i fremtiden. Men realkreditmarkedet er karakteriseret ved, at langt den største del af forbrugernes betaling vedrører renter og afdrag på lånet, mens den egentlige pris for et realkreditlån - udtrykt via størrelsen af bidraget - udgør et væsentligt mindre beløb.

Størrelsen af rentebetalingen bestemmes af udviklingen på værdipapirhandelsmarkedet, hvor de kurser, de enkelte realkreditinstitutter opnår for deres obligationsserier er næsten ens. Realkreditinstitutternes obligationer vurderes af de internationale kreditvurderingsbureauer, Moody's og Standard & Poor's. Bureauernes rating tillægges betydning af kapitalstærke købergrupper internationalt set, og dette kan give sig udslag i højere kurser for den enkelte serie og dermed en lavere rente. Bureauerne lægger bl.a. vægt på institutternes konsolidering og sammensætning af kundemassen og obligationsseriernes størrelse. Ratingen har hidtil ikke haft mærkbar betydning for kursdannelsen for danske kreditforeningsobligationer, men den forventes at spille en øget rolle i fremtiden i takt med, at markederne for værdipapirhandel internationaliseres, herunder hvis Danmark tilslutter sig euroen.

Afdragernes samlede størrelse over tid svarer til hovedstolen for lånet og er derfor ikke en konkurrenceparameter. Låntager kan dog have præference for, hvordan afdragene fordeles over lånets løbetid. Dermed bliver der konkurrence imellem realkreditinstitutterne om at tilbyde forskellige afdragsprofiler og fleksibilitet i forhold til nedbringelsen af hovedstolen. Dette viser sig bl.a. i konkurrencen om afdragsfrie lån.

Størrelsen af bidraget er den reelle pris for et realkreditlån. Som anført er bidraget kun en mindre post i låntagerens budget og fremstår ved terminsbetalingen derfor nærmest som ubetydeligt for forbrugeren sammenholdt med størrelsen af de renter og afdrag, som samtidig skal betales. Bidragssatserne er dog knyttet til en ydelse med en ganske lang løbetid - typisk op til 30 år - hvorfor den samlede størrelse af bidraget alligevel bliver anseelig.

I praksis anvendes størrelsen af bidragssatser dog ikke som konkurrenceparameter mellem realkreditinstitutterne indbyrdes.

Et realkreditinstitut, som planlægger at hæve bidragssatsen, vil tage hensyn til de forventede reaktioner fra låntagerne og fra konkurrenterne. Det må regne med, at de låntagere, der står foran at indgå aftale om et nyt lån, vil vælge et andet realkreditinstitut, hvis dette har et produkt, der er identisk og samtidig

tilbyder et lavere bidrag. Realkreditinstitutterne har nogenlunde samme produktpalet, og lånetilbudene er let tilgængelige. På den baggrund må reaktionerne fra kunderne forventes at få betydelig gennemslag. Af samme grund vil konkurrenterne se en chance for at få nye kunder, hvis de bibeholder deres satser uændret. Det er let at følge med i konkurrenternes initiativer på et marked af denne type, der efter fusionen tilmed kun har fire aktører. Realkreditinstitutterne er derfor varsomme med at forhøje deres bidragssatser, med mindre det er overvejende sandsynligt, at deres direkte konkurrenter også er nødt til at hæve deres bidrag; fx hvis der forekommer store tab hos alle.

Det skal også tages i betragtning, at en forhøjelse gældende for nyudlån alene vil have forholdsvis begrænset provenueffekt til start. Ud fra forholdene i 2002 skønnes det, at en forhøjelse af Nykredits og Totalkredits bidragssats for nye lån med 0,01 procentpoint ville indbringe 9 mio. kr.⁵⁷ Med en kundereaktion som beskrevet ovenfor, vil den reelle effekt blive mindre.

Omvendt ville det enkelte realkreditinstitut have gode muligheder for at tiltrække nye kunder ved at sænke bidragssatserne eller yde rabat. En sådan bidragsændring vil imidlertid være meget synlig for konkurrenterne og rådgiverne. Hvis konkurrenterne ikke vil miste kunderne, er de nødt til hurtigt at *matche* sænkningen og dermed samtidig udligne de ellers betydelige konkurrencefordele. Det samlede resultat ville derfor blive en opretholdelse af status quo i forhold til størrelsen af aktørernes markedsandele men med en lavere indtjening for hver enkelt aktør.

Konsekvenserne af en bidragssænkning risikerer endda at blive forstærket af danskernes fokusering på mulighederne for at konvertere deres lån. En bidragsnedsættelse ville således - selv om den kun gjaldt for nye udlån - kunne udløse en reaktion, hvor det tidligere end ellers ville blive muligt at tjene på at konvertere obligationslån til nye lån med de lavere bidrag. En nedsættelse af bidragssatserne ville derfor kunne blive bekostelig både for det enkelte realkreditinstitut og for branchen som sådan.

På trods af dette kunne det være en konkurrencemæssig fordel at sætte priserne ned i en situation, hvor et realkreditinstitut er væsentligt mere velpolstret end konkurrenterne, fordi konkurrenterne ikke ville have de fornødne ressourcer til at *matche* nedsættelsen men ville være nødt til at opretholde høje bidrag. Men selv om realkreditinstitutterne på det danske marked har haft vidt forskellige udgangspunkter for og kapacitet til en sådan konkurrence på bidrag, så er der inden for de seneste 7 år ikke sket nogen ændringer i de forskellige realkreditinstitutters bidrag, som herved fortsætter med at ligge på samme niveau som i 1996.

⁵⁷ Tallet er beregnet på baggrund af bruttoudlånet i 2002.

Prisdannelsen på privatmarkedet må derfor betegnes som oligopolistisk. Samtidig bekræfter Konkurrencestyrelsens undersøgelser af realkreditmarkedet i 2000⁵⁸ og 2002⁵⁹, at konkurrencen på markedet kunne være skarpere. Konkurrencen mellem markedets aktører på prisen er særdeles begrænset, hvilket bekræftes af en række udtalelser i dagspressen i slutningen af august 2003 fra ledelsen i såvel Nykredit som Realkredit Danmark, hvor en nedsættelse af bidraget kategorisk afvises.⁶⁰

Sammenfattende kan det derfor konstateres, at selv om prisen formentlig er det forhold, som tillægges størst vægt hos forbrugeren, så er priskonkurrencen på privatmarkedet nærmest ikke-eksisterende. Ifølge parterne skyldes dette, at en øget priskonkurrence ikke vil give sig udslag i en større andel af nyudlån hos det enkelte realkreditinstitut.

Dette skal sammenholdes med, at erfaringen tilsiger, at en stigning i koncentrationen blandt markedets aktører som følge af en fusion indebærer en stigende risiko for højere priser på et givent marked. Konkurrencestyrelsens beregninger viser da også, at der med elimineringen af Totalkredit som konkurrent på markedet over de næste år er grundlag for en prisstigning for realkreditlån til private på 4-7 pct.⁶¹

8.2.2 Produktudvikling

De høje omkostninger ved priskonkurrence har ført til, at det er mere givtigt - og billigere - for realkreditinstitutterne at konkurrere på parametre som produktudvikling og markedsføring, herunder tv-reklame.

Historisk har den helt dominerende del af udbudet omfattet de traditionelle fastforrentede obligationslån med konverteringsret. Samtidig har lovreguleringen af dette særlige udlånsmarked sat begrænsninger for udviklingen af andre produkter. Herved har der på produktsiden indtil starten af 1990'erne været tale om et standardiseret marked med obligationsbaserede lån på nærmest enslydende vilkår. Institutterne havde meget begrænsede muligheder for at skille sig ud fra hinanden i deres tilbud til kunderne.

Udviklingen af produkter som rentetilpasningslån, eurolån, nedsparringslån og afdragsfrie lån og kombinationsprodukter, der er tiltænkt at skulle konkurrere med visse af pengeinstitutternes produkter, samt forbedrede muligheder for belåning af friværdis, har for alvor sat skærpet fokus på de enkelte produktvarianter og herved konkurrencen om produktudvikling som sådan. De fleste af disse låntyper er blevet positivt modtaget hos de relevante målgrupper; fx

⁵⁸ "Konkurrenceforholdene på realkreditmarkedet", jf. www.ks.dk.

⁵⁹ "Konkurrenceredegørelse 2003", jf. www.ks.dk.

⁶⁰ Børsen og Jyllandsposten den 21. august 2003 og i Berlingske Tidende den 22. august 2003.

⁶¹ Se Appendix 2

udgør rentetilpasningslånet i dag en væsentlig del af realkreditudlånet på privatmarkedet (37 pct. af realkreditinstitutternes bruttoudlån i kroner i 2002). Samtidig har denne produktudvikling været med til at udvide markedet for realkreditinstitutterne, som har erobret markedsandele fra pengeinstitutterne.

En bredt produktudbud forudsætter volumen. Realkreditinstituttet skal råde over den fornødne knowhow mv. og det skal have en tilstrækkelig stor lånemasse at sprede omkostninger til produktudvikling over. Det spiller også en rolle, at de obligationsserier, der ligger til grund for lånene, skal have en vis størrelse, og at seriestørrelse er ved at blive en konkurrencefaktor, som kreditvurderingsbureauerne tillægger vægt. Indtil nu har volumenkravet ikke virket begrænsende for realkreditinstitutternes konkurrencemuligheder, men der kan ikke ses bort fra, at denne faktor vil få større og større betydning.

Forudsætningerne for at konkurrere på produktudvikling er til stede, fordi forbrugerne udviser positiv interesse for alternativer til det klassiske realkreditlån, og fordi omkostningerne ved produktudvikling er væsentligt lavere end omkostningerne ved at føre priskonkurrence. Institutterne søger at udnytte deres produktudvikling i markedsføringen. Lånene markedsføres som mærkevarer; RealDanmark kom først med FlexLån, men siden har vi bl.a. fået Totalkredits BoligXlån og senest Nykredits Pauselån.

Da RealDanmark lancerede sine FlexLån i 1996, varede det ret længe, inden konkurrenterne fik udviklet tilsvarende rentetilpasningsprodukter. Det gav utvivlsomt RealDanmark et forspring i konkurrencen. Siden er konkurrenternes reaktioner blevet langt hurtigere. Næsten ligesom ved priskonkurrence må institutterne i dag regne med, at alle tiltag til nylancering af produkter ret hurtigt vil blive efterfulgt af lignende produkter fra konkurrenternes side, hvorved produktudbuddet igen ensrettes efter nogen tid. Den faktiske effekt af konkurrencen inden for produktudvikling udspiller sig derfor inden for det tidsrum på fx 1-3 måneder, som det - afhængig af produktets kompleksitet - tager konkurrenterne at udvikle et tilsvarende produkt.

8.2.3 Distribution og tilknyttede ydelser

Nye produktvarianter har samtidig gjort markedet mere komplekst. Fordele og ulemper ved rentetilpasningslån og afdragsfrie lån er sværere at gennemskue for den almindelige forbruger end et traditionelt fastforrentet lån. Hertil kommer, at disse lån er forbundet med en række risici, som - afhængig af den enkelte låntagers økonomiske styrke - kan få alvorlige konsekvenser for låntager, hvis de udløses. Det er derfor væsentligt for låntager at have et fuldstændigt overblik over de positive og negative elementer ved et givent låneprodukt sat op i forhold til låntagers økonomiske formåen, før den endelige beslutning om lånetype træffes.

Herved opstår der et voksende behov for rådgivning hos den enkelte forbruger og en tilsvarende interesse hos realkreditinstitutterne for at kunne præge den enkelte rådgivers anbefaling af lånetype (og realkreditinstitut). Den egentlige konkurrence på markedet for salg af realkreditlån til privatmarkedet udspiller sig derfor primært om at få kontakt med kunderne først. Herved får de fora, hvor kunden henvender sig for at få rådgivning, afgørende betydning for realkreditinstitutternes distribution af deres produkter.

Distribution/formidling af realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse kan opdeles i tre kanaler: *Egen formidling* (salg), *formidling via ejendomsmægler* og *formidling via pengeinstitut*.

Salg af realkreditlån har igennem det seneste årti i stadig større omfang været baseret på formidling via pengeinstitutter og i mindre omfang gennem ejendomsmæglere. Konverteringsbølgerne spiller en rolle i den forbindelse. Mange pengeinstitutter tilbyder kursovervågning af lån med henblik på at kunne underrette kunden om konverteringsmuligheder. Ejendomsmæglerne tilbyder ikke samme service og har heller ikke samme forudsætninger for at rådgive om konvertering mv.

Realkreditinstitutternes egne salgskanaler har efterhånden kun en beskeden rolle og anses derfor ikke - hvilket nærværende fusion bekræfter - som et velegnet instrument i realkreditinstitutternes forsøg på at øge deres markedsandele.

Internettet

Under egen formidling indgår ligeledes formidling via internettet. Selv om internet-baserede realkreditydelser ud fra en isoleret betragtning kan bidrage til en skærpet konkurrencesituation, fordi realkreditinstitutterne vil kunne spare fordyrende mellemlid og tilbyde billigere lån, så har formidling via internettet hidtil ikke spillet nogen rolle i forhold til nybelåning. Det skyldes bl.a., at flere af sagsgangene i en lånesag på nuværende tidspunkt ikke kan gennemføres on-line. Årsopgørelser foreligger fx ikke i elektronisk form. Det samme vil typisk gælde lønsedler. En låntager vil derfor allerede i de indledende trin af lånetilbudsfasen være nødsaget til at indsende årsopgørelse og anden dokumentation for indtjening og gældsposter til realkreditinstituttet i papirformat - med mindre låntager har scanningsfaciliteter til sin rådighed.

Herefter følger de lovgivningsmæssige krav til procedurerne for besigtigelse af fast ejendom og tinglysning. Ved låneoptagelse, som indebærer udbetaling af et provenu, skal realkreditinstituttet foretage en egentlig fysisk vurdering af ejendommen. Endvidere kan tinglysning af rettigheder kun ske, hvis der indleveres et papirdokument til dommerkontoret, ligesom meddelelser fra tinglysningsdommeren til anmelderen af en rettighed til tinglysning også sendes på papir.

Oven i dette kommer den manglende udbredelse af den digitale signatur og udviklingen af de fornødne e-blanketter. Det indebærer, at fremsendelse af lånedokumenter med henblik på debtors underskrift i langt de fleste tilfælde vil ske i papirformat. Det er derfor vigtigt, at befolkningen, når alle de tekniske nødvendigheder er på plads, føler sig parat til at anvende den digitale signatur. Betænkningen fra Udvalget om retsvirkningerne af anvendelse af digital signatur, som forventes at foreligge inden udgangen af 2003, skal pege på, om der er behov for en særlig lovregulering af retsvirkningerne af anvendelsen af digital signatur, herunder i tilfælde, hvor en digital signatur misbruges.⁶²

Samlet set vil der kunne opnås anseelige rationaliseringsgevinster ved at fremme forekomsten af elektroniske offentlige dokumenter (årsopgørelser mv.), sammenholdt med mulighederne for at lempe kravene til besigtigelse af fast ejendom i de tilfælde, hvor lånets størrelse klart ligger inden for pantets friværdi, og ved at overgå til elektronisk tinglysning. Til imødegåelse af de tinglysningsmæssige problemer har Justitsministeriet i sommeren 2003 nedsat et tinglysningsudvalg, som bl.a. skal belyse mulighederne for at overgå til papirløs tinglysning.

Indtil tinglysningsudvalgets anbefalinger foreligger (og gennemføres), og der sker de nødvendige tiltag på de øvrige områder, må internettet primært betragtes som en markedsførings- og informationskanal med et væsentligt potentiale. Internettet vil i den henseende kunne supplere de andre distributionskanaler, men ikke fuldstændig erstatte dem.

Ejendomsmæglere

Ejendomsmæglere er en vigtig samarbejdspartner for realkreditinstitutterne. Det afspejler sig bl.a. i størrelsen af formidlingshonorarerne. Det er sælger (og herved mægler) som opstiller forslag til, hvilket realkreditinstitut, der skal finansiere ejendoms købet. Andre forslag til finansiering kan dog komme på banen; fx hvis køber forinden boligkøbet har indhentet et såkaldt køberbevis hos en anden finansieringskilde, som typisk vil være lig købers pengeinstitut. Her angiver pengeinstituttet på forhånd, hvor langt købers budget rækker samt indestår for, at man vil finansiere boligkøbet inden for den givne ramme.

Mæglernes betydning som formidlingskanal begrænses af det forhold, at de relevante kunder for realkreditinstitutterne kun er i kontakt med mægleren i forbindelse med køb af fast ejendom, hvilket for de flestes vedkommende er en relativ sjældent forekommende begivenhed.

Hertil kommer en række forhold, som indebærer, at en køber af fast ejendom i mange tilfælde vil foretrække at anvende sit pengeinstitut til at forestå rådgivningen om de finansielle aspekter ved boligkøbet frem for ejendomsmæg-

⁶² Udvalget afgav i 2000 delbetænkning om formkrav i lovgivningen, der hindrer anvendelsen af elektronisk kommunikation.

leren. Dels henhører finansiel rådgivning overordnet set mest naturligt under et pengeinstituts resort. Endvidere vil en køber af fast ejendom som hovedregel allerede have et etableret kundeforhold til et pengeinstitut. Desuden vil de fleste købere have behov for at finansiere de 20 pct. af salgsprisen, som ikke kan realkreditfinansieres, via et banklån. Endelig kan et pengeinstitut - i modsætning til ejendomsmægleren - bidrage med supplerende opstilling af garantier mv.

Pengeinstitutter

Salg via pengeinstitutter er derfor - og forventes også fremover at være - den vigtigste distributionsform for realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. Når langt de fleste kunder henvender sig til deres pengeinstitut for at få den fornødne vejledning, får pengeinstituttet samtidig indirekte via samarbejdsaftaler med realkreditinstitutterne indflydelse på, hvilket realkreditlån kunden vælger. Kundernes præferencer for bestemte kreditinstitutter har hidtil været meget begrænsede. Op til lanceringen af FlexLånene blev institutternes produkter anset for identiske. Det har derfor været helt afgørende for alle realkreditinstitutter at distribuere deres produkter via formaliserede samarbejdsaftaler med så mange pengeinstitutter (og pengeinstitutfilialer) som muligt.

Der er p.t. tre væsentlige realkreditinstitutter med direkte adgang til denne distributionskanal; Realkredit Danmark, Nordea Kredit og Totalkredit. Disse aktører ejer/ejes af deres distributionsnet og distribuerer derfor i langt overvejende grad alene deres lån via egne filialnet.

Realkreditinstitutternes interesse i pengeinstitutterne modsvarer af en tilsvarende interesse hos pengeinstitutterne i at få indlemmet så mange boligejere som muligt i deres kundekreds, fordi de gennemgående er gode kunder, der kan tilføre pengeinstituttet øget forretning.

Under de nuværende forhold er flere af pengeinstitutterne med *eget* realkreditinstitut ikke via reguleringen i de relevante samarbejdsaftaler afskåret fra at indgå formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter. Konkurrencestyrelsen er da også bekendt med, at flere pengeinstitutter samarbejder med flere realkreditinstitutter på samme tid. Der kan ligge en vis begrænsning i det forhold, at produktudbudet er blevet mere komplekst, og at det kan være ressourcekrævende for pengeinstitutterne at afse personale til at yde kompetent rådgivning om mange forskellige produkter. Men derudover må det samtidig erkendes, at ejerskabet mellem et pengeinstitut og et realkreditinstitut medfører en sådan loyalitet mellem parterne, at den formidling, der finder sted til anden side, er særdeles begrænset sammenholdt med omfanget af formidlingen til realkreditinstitutter inden for samme ejerkreds. Til illustration bortfaldt en meget stor del af pengeinstitutternes formidling af lån til andre realkreditinstitutter, da bankerne etablerede egne realkreditinstitutter i begyndelsen af 1990'erne. Flere af de nuværende banker i Totalkreditsamarbejdet har da også tilkendegivet, at de også fremover primært forventer at anbefale kunden et

produkt fra Totalkredit, ligesom man vil anbefale kunderne DLR Kredit-lån på landbrugssiden, til trods for at Nykredit er særdeles velrepræsenteret på landbrugsmarkedet med en markedsandel på 44 pct. af bruttoudlånet.

Nykredit råder ikke over et klassisk bankfilialnet. Nykredit Bank er - på privatområdet - alene en telefon- og internetbank. Nykredit er derfor den aktør på markedet, der har den største direkte distribution (84 pct. i 2002). Herudover distribuerer Nykredit sine lån gennem ejendomsmæglere (7 pct. i år 2002) og enkelte samarbejdende pengeinstitutter (9 pct. i 2002). Nykredits udgangspunkt med afsætning via egne kanaler har været en medvirkende faktor til, at Nykredit har mistet markedsandele de seneste år.

BRFkredit er ikke pengeinstitutejet og må karakteriseres som et *uafhængigt* realkreditinstitut. BRFkredit har formidlingsaftaler med omkring 30-40 små og mellemstore banker, herunder visse af de pengeinstitutter, der står bag Totalkredit. En gennemførelse af fusionen i overensstemmelse med den aftale, der blev indgået den 20. juni 2003, der er baseret på eksklusive samarbejdsaftaler mellem Nykredit og de 106 pengeinstitutter bag Totalkredit, vil derfor kunne indebære, at bankerne under Totalkredit skal ophæve deres eventuelle formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter, herunder BRFkredit.

Parternes synspunkt

Konkurrencestyrelsens undersøgelser viser i øvrigt, at de 106 pengeinstitutter bag Totalkredit generelt betragter fusionen med Nykredit som et særdeles positivt skridt. Dels vil de enkelte banker komme til at råde over et bredere produktudbud i forhold til Totalkredits relativt enkle produkter. Herved vil de bedre kunne matche især de større pengeinstitutters realkreditudbud. Derudover vil pengeinstitutterne via salgsprovenuet opnå en væsentlig styrkelse af deres kapitalgrundlag, ligesom bankernes nuværende kapitalbinding til ejendel og garantistillelse over for til Totalkredit reduceres væsentligt. Endelig nævnes det, at fusionen og distributionssamarbejdet samlet set vil skærpe konkurrencesituationen, fordi der med fusionen skabes en slagkraftig *trede spiller* som alternativ til Danske Bank-koncernen og Nordea-koncernen.

Ifølge parterne vil fusionen indebære, at Nykredit/Totalkredit sammen får et distributionsnet, der kan matche storbankernes kombination af bankfilialnet og samarbejde med ejendomsmæglere (Realkredit Danmark/Danske Bank/home-mæglerne og Nordea Kredit/Nordea Bank/Danboligmæglerne). Parterne har samtidig anført, at muligheden for distribution via ejendomsmæglere eller egne salgskanaler indebærer, at formaliserede samarbejdsaftaler om distribution gennem pengeinstitutterne som sådan ikke udgør nogen egentlig adgangsbarriere til realkreditmarkedet.

8.2.4 Konklusion om faktisk konkurrence

Konkurrencestyrelsen er ikke enig i, at muligheden for ejendomsmægler- eller egendistribution indebærer, at Nykredit/Totalkredits formidlingsaftaler ikke udgør en adgangsbarriere.

For det første foregår konkurrencen om realkreditkunderne netop blandt pengeinstitutterne og disses filialer, hvilket parterne da også henviser til i deres anmeldelse. For det andet indebærer fusionen og herved distributionssamarbejdet, at 56 pct. af alle bankfilialer her i landet i ubegrænset tid fremover afskæres fra at indgå formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter eller fra at foretage formidling på ad hoc basis mod vederlag. Uanset om et flertal af disse banker allerede på nuværende tidspunkt de facto måtte være *loyale* over for Totalkredit og således ikke reelt foretager låneformidling til andre realkreditinstitutter i henhold til eventuelle samarbejdsaftaler, så indebærer fusionen og Totalkredits samarbejdsaftale med pengeinstitutterne, at de konkurrerende realkreditinstitutter ikke fremover får mulighed for at foretage en sådan formidling, uanset om de i øvrigt måtte være indstillet på at betale et stort beløb til det enkelte pengeinstitut herfor. Med denne eksklusivitet vil den enkelte bankrådgiver i de 106 pengeinstitutter i praksis kun rådgive kunderne om de Totalkredit- og Nykreditprodukter, som fremover vil udgøre hans fulde produktsortiment.

Sammenfattende vil fusionen derfor indebære, at den faktiske konkurrence hæmmes. Dels bliver der et selvstændigt realkreditinstitut og herved en konkurrent mindre blandt markedets aktører, når Totalkredit reduceres som selvstændigt realkreditinstitut til et varemærke under Nykredit Realkredit. Når der er tale om produkter fra samme ejer vil der heller ikke være et egentligt konkurrenceforhold mellem Nykredit- og Totalkreditprodukter i forhold til den formidling, der skal finde sted af begge mærker ude i de 106 pengeinstitutter.

Endvidere vil fusionen skabe en situation, hvor stort set samtlige pengeinstitutter har særlige bindinger til de tre største realkreditinstitutter på privatmarkedet. Samtidig *fastfryses* formidlingsstrukturen på markedet via den reelle eksklusivitet, som samarbejdsaftalen mellem Nykredit/Totalkredit og pengeinstitutterne opstiller. Herved vil såvel uafhængige realkreditinstitutter som nyetablerede konkurrenter stort set være afskåret fra at indgå i et nyt samarbejde eller udbygge et eksisterende samarbejde med andre pengeinstitutter, ligesom eksisterende realkreditinstitutter kan risikere at få opsagt eventuelle allerede indgåede samarbejdsaftaler med pengeinstitutterne bag Totalkredit.

Endelig vil der være en tendens til, at konkurrencen mellem de store udbydere i fremtiden stivner. Det skyldes, at de efter fusionen hver for sig råder over stærke net af pengeinstitutfilialer og ejendomsmæglerforretninger. Dermed har de samme udgangspunkt for strategiske konkurrenceskridt. Konkurrenter-

ne vil efter fusionen i endnu højere grad end tidligere have mulighed for at reagere umiddelbart og massivt på initiativer i hvilken som helst distributionskanal. Dermed kan de neutralisere evt. konkurrencetiltag og dermed vil tilskyndelsen til aktiv konkurrence blive begrænset.

8.3 Potentiel konkurrence

Potentiel konkurrence forudsætter, at der findes virksomheder, som ikke for øjeblikket er aktive på markedet, men som kunne træde aktivt ind på markedet inden for en relativ kort tidshorizont. Vurdering af den potentielle konkurrence skal ske under hensyntagen til blandt andet virksomhedernes finansielle, tekniske og kommercielle ressourcer samt eventuelle barrierer for adgangen til det relevante marked.

En forudsætning for at konkludere, at der er potentiel konkurrence på privatmarkedet for realkreditlån, vil være, at en potentiel konkurrent her i landet - evt. fra et tilstødende marked - inden for disse rammer kan udvikle produkter, som er i stand til at konkurrere med de eksisterende produkter, eller at udenlandske konkurrenter kan påbegynde forretningsaktiviteter af et vist omfang her i landet. Truslen om potentiel konkurrence skal være så stærk, at de eksisterende udbydere må regne med, at den vil blive iværksat, hvis de gennemfører en mindre, men klart synlig prishøjelse, således at prisforhøjelsen dermed bliver urentabel.

8.3.1 Potentielle nye realkreditinstitutter

Som udgangspunkt kan alle, som opfylder betingelserne i realkreditloven, etablere realkreditvirksomhed her i landet. Og ifølge parterne er en forudsætning for etablering i bund og grund alene et spørgsmål om at besidde den fornødne finansielle styrke, hvilket etableringen af Danske Banks og Nordeas egne realkreditinstitutter i starten af 1990'erne fremhæves som eksempler på.

Her overfor står den kendsgerning, at der ikke er etableret nye realkreditinstitutter her i landet inden for de seneste 10 år, samt at der - som også anført af parterne selv - er en tendens mod øget konsolidering på det danske realkreditmarked. Endvidere er Danske Kredit, BG Kredit, Nordea Kredit og Totalkredit netop stiftet af kapitalstærke pengeinstitutter med det fornødne distributionsapparat. Når langt de fleste pengeinstitutter her i landet allerede enten indgår i egentlige ejerskabsalliancer med et realkreditinstitut eller i strategiske alliancer, er det - selv om pengeinstitutbranchen ud fra en umiddelbar betragtning er den eneste branche, hvor stiftelsen af et realkreditinstitut kunne komme på tale - usandsynligt, at der vil blive stiftet nye realkreditinstitutter her i landet på initiativ af de eksisterende pengeinstitutter.

Endvidere synes enhver potentiel konkurrence fra andre realkreditinstitutter, som ikke er aktive på privatmarkedet, at være udelukket på nuværende tidspunkt.

Således vil DLR Kredit som en direkte følge af fusionsaftalen af 20. juni 2003 blive afskåret fra at udvide sine aktiviteter til privatmarkedet. Ganske vist har DLR Kredit som udgangspunkt adgang til næsten samme distributionsnet som Totalkredit. Men ejerne af Totalkredit (og herved DLR Kredit) har som en af forudsætningerne for fusionen forpligtet sig til på ubestemt tid at afstå fra at drive yderligere forretning inden for dette segment via DLR Kredit. Endvidere ejes realkreditinstituttet LR Realkredit af Danske Bank, Nordea, Jyske Bank, Arbejdernes Landsbank, Amagerbanken og SEB i fællesskab. Næsten alle disse pengeinstitutter er allerede aktive i realkreditsammenhæng via Realkredit Danmark, Nordea Kredit eller Totalkredit. LR kan derfor ikke forventes at påbegynde aktiviteter på privatmarkedet, som kan konkurrere med ejernes øvrige interesser.

Hertil kommer, at øvrige erhvervspecifikke realkreditinstitutter som fx FIH Realkredit ikke forventes at udvide forretningsområdet til privatlånemarkedet. FIH Realkredit savner både den fornødne knowhow og adgang til et distributionsnet.

Efter fusionen vil næsten alle pengeinstitutter være ”optaget” enten i en ejerskabsalliance eller i Nykredits eksklusive alliance. De eneste tilgængelige distributionskanaler på nuværende tidspunkt er derfor et begrænset antal pengeinstitutter og de få selvstændige ejendomsmæglere, som findes på markedet, hvortil kommer de relativt beskedne muligheder for anvendelse af internettet.

Nye ejendomsmæglerforretninger kan formentlig etableres uden særlige kapitalomkostninger, men hvis ejendomsmæglerkanalen skal være en effektiv distributionskanal for realkreditlån i større skala, så bliver det dyrt. Nykredit råder således over adgang til 260 mæglerforretninger og Realkredit Danmark til 172. Etablering af nye bankfilialer vil formentlig være endnu dyrere. Antallet af detailbanker i Danmark er jævnt faldende, navnlig når man ser bort fra internetbankerne. Udbygningen af filialnettet sker hos de allerede etablerede lokale pengeinstitutter, der ønsker at ekspandere uden for deres hidtidige område. Disse pengeinstitutter (og filialer) er imidlertid allerede optaget.

Den manglende adgang til den væsentlige konkurrenceplatform, som pengeinstitutformidling udgør, sammenholdt med de strukturelle forhold og den generelle tendens til konsolidering på markedet indebærer samlet set, at mulighederne for potentiel konkurrence fra andre danske realkreditinstitutters eller andre danske virksomheders side må anses for at være særdeles begrænsede.

8.3.2 Potentielle nye produkter

Den produktudvikling, der foregår i flere pengeinstitutter i form af langvarige lån på realkreditlignende vilkår, kan heller ikke tillægges nogen væsentlig betydning ved vurderingen af truslen fra den potentielle konkurrence. Parterne har ganske vist i anmeldelsen henvist til, at skellet mellem realkredit- og banklån er formindsket som følge af, at pengeinstitutterne kan tilbyde variabelt forrentede lån på vilkår, som - ifølge parterne - matcher realkreditinstitutternes rentetilpasningslån.

Selv om disse lånetyper alene har været på markedet i et kort tidsrum, vil de dog efter Konkurrencestyrelsens foreløbige vurdering ikke få særlig betydning for konkurrencen og dermed ikke kunne virke begrænsende for de fusionerende parters fremtidige initiativer. Konkurrencestyrelsen er opmærksom på, at realkreditlån i de senere år har fortrængt en del pengeinstitutlån, og at der er mulighed for at pengeinstitutterne kan genvinde noget af dette terræn. Mulighederne for at substituere et boliglån med andre låneprodukter vil fx være større for tillægslån end for ejerskiftelån. Ikke desto mindre er det Konkurrencestyrelsens vurdering, at forbrugerne - uanset om der er tale om et tillægs- eller et ejerskiftelån - fortsat i langt overvejende grad vil vælge realkreditbaserede lån, og at den potentielle konkurrence derfor ikke øges markant via disse nye lånetyper.

For det første er det alene den konkurrence, som kommer fra de få eksisterende *selvstændige* pengeinstitutter som Alm. Brand Bank og Handelsbanken, som er relevant i den givne sammenhæng. Det skyldes, at de store pengeinstitutter som Danske Bank og Nordea, samt de øvrige pengeinstitutter, der indgår i ejeralliancer med realkreditinstitutter, ikke kan forventes at påføre koncernens egne produkter hård konkurrence, herunder via nye lånetyper. For det andet kan disse produkter ikke erstatte de traditionelle fastforrentede obligationslån. De realkreditlignende lån minder om rentetilpasningslån og har også disse låns ulemper i tilfælde af fremtidige rentestigninger. De kan heller ikke konverteres, således som tilfældet er med realkreditlån. Omvendt har nogle af disse lån større fleksibilitet end de typer af realkreditlån, der hidtil har været produceret. Prismæssigt er de svære at vurdere og i nogle tilfælde måske vanskeligere end rentetilpasningslånene. Endelig savner de realkreditlåns stærke image. Danskerne er vant til at optage realkreditlån og har tillid til disse produkter. Der vil gå tid, før de bankbaserede lån har opnået en tilsvarende position, og på den baggrund er det styrelsens vurdering, at de ikke foreløbig vil udgøre en sådan trussel i forhold til realkreditmarkedet, at de kan virke som en begrænsende faktor på den fusionerede enhed.

Parterne har anført, at de kommende kapitaldækningsregler (Basel II) sandsynligvis vil føre til faldende dækningskrav til de bankbaserede boliglån. Det kan give mulighed for billigere banklån. Det ændrer imidlertid ikke Konkurrencestyrelsens vurdering af de bankbaserede lån i forhold til almindelige realkreditlån. De evt. lempeligere kapitalkrav vil efter det oplyste navnlig

komme til at gælde for de store bankkoncerner, der har forudsætninger og volumen til at udvikle de nye avancerede dækningsmodeller, der er forudsætningen for at kunne sænke dækningskravet, og de store pengeinstitutkoncerner har i forvejen egne realkreditprodukter. Derudover bør det tilføjes, at Basel II endnu ikke er færdigforhandlet, hvorfor indholdet af og herved rækkevidden af den fremtidige regulering ikke ligger endeligt fast. Fristen for implementering af det kommende regelsæt er fastsat til ultimo 2006, men allerede nu nævnes det fra flere sider, at denne frist forventes udsat - ind til videre til slutningen af 2007.

8.3.3 Potentiel udenlandsk konkurrence

Der er heller ikke grund til at antage, at der inden for en årrække vil komme konkurrence i mærkbar målestok fra udenlandske aktørers side. De danske realkreditinstitutters grænseoverskridende aktiviteter har hidtil været beskedne og har primært været rettet mod erhvervssegmentet. Nykredit har finansieret en række erhvervsjendomme i udlandet gennem danske realkreditlån. Nykredit vil desuden gennem sit nyetablerede realkreditselskab i Polen påbegynde aktiviteter inden for både erhvervs- og privatsegmentet, hvor hovedvægten vil blive lagt på et samarbejde med polske banker.

På tilsvarende måde har de udenlandske aktørers aktiviteter i Danmark først og fremmest rettet sig mod erhvervslivet. Det skyldes en række omstændigheder, der for de flestes vedkommende ikke umiddelbart vil ændre sig inden for den nærmeste fremtid. Det danske realkreditsystem er unikt og kendes ikke i samme form i de lande, som Danmark traditionelt har haft banksamarbejde med. Dertil kommer, at rentemarginalen er lavere end i de fleste andre lande samt Danmarks manglende tilslutning til euroen.

Selv om udenlandske finansielle virksomheder principielt har mulighed for at tilbyde finansiering af fast ejendom her i landet, fx i form af bankbaserede lån med sikkerhed i fast ejendom, så sker dette - i modsætning til erhvervssegmentet - kun i meget begrænset omfang. Et eksempel herpå er Svenska Handelsbankens "Prioritetslån". Endvidere kan der henvises til Børsen den 28. august 2003 hvor direktøren for den nyfusionerede tyske bank Nordbank (LB Kiel) omtaler sine forventninger om stigende aktiviteter i Danmark på erhvervsområdet men samtidig afviser at påbegynde boligfinansieringsaktiviteter til private her i landet. Det begrundes med, at privatkundemarkedet i Danmark "er vanskeligt".

8.3.4 Konklusion om potentiel konkurrence

Sammenfattende vil fusionen forstærke de i forvejen eksisterende barrierer for adgangen til markedet og gøre det vanskeligere for nye konkurrenter at trænge ind på markedet. Efter Konkurrencestyrelsens opfattelse kan muligheden for potentiel konkurrence ikke afvises, men den vil ikke foreløbig udgøre

en sådan trussel, at den udgør en mærkbart begrænsende faktor for den fusionerede virksomhed.

8.4 Samlet vurdering af fusionen og de tilhørende aftaler

Det Konkurrencestyrelsens vurdering, at fusionen vil indebære, at Nykredit opnår en dominerende stilling på markedet for salg af realkreditlån på privatområdet. Det er endvidere styrelsens vurdering, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt, jf. konkurrencelovens § 12 c, stk. 2.

Ved fusionen ophører Totalkredit med at eksistere som selvstændigt selskab, og der vil derfor være en aktør mindre på markedet. Med Totalkredits afgang fra markedet forsvinder samtidig det selskab, som inden for de seneste år i særlig grad har været i stand til at sætte de øvrige aktørers markedsandele under pres ved at præsentere solide vækstrater inden for privatsegmentet.

Hertil kommer, at den faktiske konkurrence er begrænset. De tilbageværende selskaber må i mangel af egentlig priskonkurrence mellem realkreditinstitutterne indbyrdes primært forventes at holde hinanden i skak. Med en prisdannelse på privatmarkedet, som må betegnes som oligopolistisk, er det samtidig sandsynligt, at markedets aktører - med en konkurrent mindre - vil samle deres ressourcer om konkurrence på produktudvikling og især service samt massive reklamekampagner på bekostning af priskonkurrence og rabatter mv. Herved vil der ikke være udsigt for forbrugerne til at opnå besparelser. Konkurrencestyrelsens beregninger viser, at der over de næste år vil kunne ske prisstigninger på 4-7 pct. som følge af den reducerede konkurrence.

Den faktiske konkurrence vil derfor blive begrænset, og der er ikke noget, der tyder på, at der på basis af en øget potentiel konkurrence vil ske en ændring af disse forhold.

Foruden de direkte virkninger af fusionen vil konkurrencen på realkreditmarkedet blive yderligere påvirket via vilkårene for samarbejdet mellem Nykredit og pengeinstitutterne bag Totalkredit. Netop herved afviger fusionen på flere måder fra de fleste andre fusioner, som Konkurrencestyrelsen og Konkurrencerådet har behandlet, ved at have en række samarbejdsaftaler som det egentlige mål.

Parterne har anmodet om, at samarbejdsgrundlaget og selve fusionen ses som et samlet hele, idet konsekvensen af styrelsens manglende accept af samarbejdsaftalerne vil være, at fusionen ikke gennemføres, fordi Nykredits egentlige formål med at opkøbe Totalkredit vil være bortfaldet. Denne anmodning har været udgangspunkt for de drøftelser, der har været om fusionen og dens virkninger for konkurrencen.

De anmeldte aftaler indeholder en række forpligtelser, der netop er opstillet for gøre bindingen mellem Nykredit og pengeinstitutterne så stærk og langvarig som mulig. Uanset at formålet er at give Nykredit sikkerhed for at opnå en modydelse for sin investering på 7,1 mia. kr., har vilkårene også en række væsentlige konkurrenceretlige virkninger.

I modsætning til Totalkredits nuværende samarbejdsaftaler med pengeinstitutterne er de fremtidige vilkår for samarbejdet med Nykredit udformet, så de reelt får en eksklusiv virkning. Et pengeinstituts indgåelse af formidlingsaftaler med andre realkreditinstitutter eller formidling på ad hoc basis mod vederlag vil - uanset hvor længe samarbejdet i øvrigt har løbet - indebære, at samarbejdet med Nykredit ophører samt, at pengeinstituttet skal betale en anseelig bod. Endvidere mister pengeinstituttet - hvis samarbejdet ophører inden for de første 9 år - sit krav på restkøbesummen for aktierne i Totalkredit og tvinges til at sælge sine aktier i PRAS A/S til en lav kurs.

Disse forhold vil efter Konkurrencestyrelsens opfattelse indebære så mærkbare konsekvenser for det enkelte pengeinstitut, at der er en stor risiko for, at pengeinstituttet reelt afskæres fra at afbryde samarbejdsforholdet til Nykredit. De opstillede forpligtelser vil binde pengeinstitutterne til Nykredit - ikke alene i de 9 år, som ifølge Nykredit er et rimeligt tidsrum til at afskrive sin investering i - men som udgangspunkt på ubestemt tid.

Aftalerne vil derfor få væsentlig betydning for de fremtidige forhold på distributionsmarkedet. Aftalerne vil skabe en situation, hvor stort set samtlige pengeinstitutter har særlige bindinger til et af de tre største realkreditinstitutter på privatmarkedet, samtidig med at formidlingsstrukturen på markedet låses fast. Det vil afskære både uafhængige realkreditinstitutter og nyetablerede konkurrenter fra at indgå i nye samarbejdsrelationer med langt de fleste pengeinstitutter her i landet eller fra at udbygge eksisterende former for samarbejde. Endvidere kan andre realkreditinstitutter risikere at få opsagt allerede indgåede samarbejdsaftaler med pengeinstitutterne bag Totalkredit.

Hertil kommer, at en ellers oplagt potentiel konkurrent som DLR Kredit som en direkte følge af fusionen afskæres fra at udvide sine aktiviteter til privatmarkedet, så længe samarbejdet løber.

Accessoriske begrænsninger

Parterne har gjort gældende, at forpligtelserne er direkte knyttet til og nødvendige for fusionens gennemførelse. Ifølge parterne kan fusionen mellem Nykredit og Totalkredit ikke sidestilles med en normal fusion, hvor sælgeren overdrager en virksomhed med tilhørende kundekreds og distributionsnet. Det begrundes med, at sælger (pengeinstitutterne) i denne sag fortsat er distributionsnettet, og at dette net skal sikres køber i en periode, så køber får valuta for sin investering.

Konkurrencestyrelsen har noteret, at de fremtidige samarbejdsaftaler med Nykredit går væsentligt længere i deres forpligtelser og bindinger end de nuværende med Totalkredit. Alligevel har de nuværende Totalkreditsamarbejdsaftaler - trods deres manglende eksklusivitet - været tilstrækkelige til at sikre en høj formidlingsprocent fra pengeinstitutterne. At disse aftaler rent faktisk har været tilstrækkeligt afbalancerede i deres krav fremgår af det forhold, at aftalerne har givet Totalkredit 22,6 pct. af den samlede formidling af realkreditlån til private.

Hertil kommer, at aftalerne - uagtet deres eksklusivitet - vedrører distribution af standardiserede produkter og herved ikke på grund af særlige karakteristika i forhold til produktet eller tjenesteydelsen kan retfærdiggøre en tidsubegrænset konkurrencebegrænsning af den pågældende art.

Det er samtidig væsentligt at fremhæve, at en høj købesum ikke i sig selv bør kunne normere grænserne for, hvordan et aftalevilkår skal bedømmes i konkurrenceretlig forstand.

I den forbindelse henvises til Kommissionens meddelelse om begrænsninger, der er direkte knyttet til og nødvendige for gennemførelsen af fusioner⁶³. Ganske vist er aftaler, der indeholder sådanne begrænsninger, omfattet af selve fusionsgodkendelsen og skal derfor ikke vurderes yderligere. Men det er en klar forudsætning, at begrænsningens art, dens varighed og dens materielle anvendelsesområde ikke må række ud over, hvad der med rimelighed er nødvendigt for fusionens gennemførelse. Hvis der findes lige så gode alternativer for at nå det fastsatte mål, skal virksomhederne vælge det alternativ, der objektivt set er mindst konkurrencebegrænsende. I den forbindelse accepteres fx konkurrenceforbud ved virksomhedsoverdragelser, der både omfatter goodwill og knowhow, i op til tre år, mens en periode på to år anses for rimelig, når der kun er tale om goodwill. Forbud af længere varighed accepteres kun under visse særlige omstændigheder, fx når parterne kan godtgøre, at kundekredsens loyalitet vil bestå i mere end to år.

Købs- og leveringsforpligtelser og distributionsaftaler indgået i tilknytning til en fusion, vil ligeledes inden for visse rammer kunne anses som accessoriske til fusionen. Varigheden af sådanne forpligtelser skal dog begrænses til en periode, der er tilstrækkelig lang til, at afhængighedsforholdet kan afløses af en autonom stilling på markedet. Købs- og leveringsforpligtelser for komplekse industrielle produkter er normalt berettiget i en overgangsperiode på tre år men skal under alle omstændigheder være begrundet i sagens særlige omstændigheder under hensyntagen til de omhandlede varer eller tjenesteydelser. Eksklusive købs- og leveringsaftaler anses ikke som nødvendige for at muliggøre en fusions gennemførelse, medmindre der foreligger ganske særlige om-

⁶³ 2001/C 188/03

stændigheder, fx at produktet ikke kan fås andre steder eller er af en hel speciel art.

Det er Konkurrencestyrelsens vurdering, at langt den overvejende del af vilkårene i Nykredits samarbejdsaftaler rækker ud over, hvad der er nødvendigt for at gennemføre fusionen.

Som udgangspunkt er det alene klausulen, hvorefter det enkelte pengeinstitut i Totalkredits ejerkreds forpligter sig til at stemme imod en vedtagelse om at påbegynde udstedelse af lån til ejerboliger og fritidshuse i DLR Kredit, som ud fra de nævnte kriterier kan anses for accessorisk. Klausulen er dog samtidig tidsubegrænset, hvilket indebærer, at den i sin foreliggende form er for vidtgående.

Indholdet af de øvrige aftalevilkår skal holdes op imod, at indholdet af de ”gamle” Totalkreditaftaler har været tilstrækkeligt til at opretholde pengeinstitutternes loyalitet over for Totalkreditmærket. At denne regulering i høj grad har været velfungerende understøttes af, at Nykredits interesse i at ”købe” distributionsnettet er så stor, at man er villig til at betale en samlet pris, der overstiger Totalkredits indre værdi med ca. 4 mio. kr.

Efter styrelsens vurdering adskiller den foreliggende situation sig ikke væsentligt fra en række andre tilsvarende købs- og salgssituationer i forhold til den loyalitet, man ønsker at opbygge hos de aktører på markedet, som er nødvendige for at understøtte eller forbedre ens markedsposition. Ligesom en producent eller en sælger af et givent produkt stræber efter at opbygge så høj en grad af loyalitet hos køberne som muligt, er det i denne sag væsentligt for Nykredit at opnå loyaliteten hos distributionsnettet, som har den primære kundekontakt. Det centrale i begge tilfælde er, at man - hvad enten det er en kundegruppe eller en leverandørs sympati man skal sikre - må prøve at opnå dette ved at fremstå så attraktiv som muligt over for kunden eller leverandøren i forhold til parametre som pris, kvalitet eller gunstige leveringsbetingelser. Et oplagt men samtidig mindre konkurrencebegrænsende alternativ til de vidtrækkende bindinger til Nykredit, som den høje købesum ifølge parterne nødvendiggør, ville derfor være, hvis Nykredit - evt. efter en overgangsperiode - sikrede sig pengeinstitutternes loyalitet via gunstige provisionssatser, avanceret produktudvikling, høj kvalitet eller andre attraktive forhold.

Konklusion

Det er derfor Konkurrencestyrelsens vurdering, at fusionen og virkningerne af distributionsaftalerne ud fra en samlet vurdering får den effekt, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt. Af samme grund vil fusionen ikke kunne godkendes uden kompenserende foranstaltninger.

9 Fusionens virkninger for handelen med værdipapirer

Ser man på obligationsmarkedet som helhed vil fusionen isoleret set have lille effekt. Fusionen vil også have begrænset effekt på markedet for handel med værdipapirer. Det skal dog ses i lyset af, at detailmarkedet for handel med værdipapirer kunne fungere bedre end i dag, jf. kapitel 6 i Konkurrenceredegørelse 2003.

9.1 Fælles funding

Nykredit og Totalkredit vil som følge af fusionen skabe fælles funding. Fra 2005 vil fusionen lede til, at der ikke længere udstedes Totalkreditobligationer.

Realkreditobligationsserier holdes åbne for udstedelse (nyudlån til realkreditkunder) i en årrække, der normalt udgør 3 år for lange konverterbare obligationer og op til 10 år for stående lån, der anvendes til funding af rentetilpasningslån. Næste gang der åbnes nye obligationsserier til finansiering af konverterbare realkreditlån (såkaldt årgangsskifte) er i efteråret 2005.

Nykredit og Totalkredit påbegynder ikke fælles funding i obligationsserier før 2005, idet de nye obligationsserier, der i så fald ville skulle åbnes, ikke ville være markedskonforme med hensyn til cash flow og rentefølsomhed. Det ville betyde, at obligationerne ville blive prissat lavere end konkurrenternes obligationer.

Nykredit og Totalkredit vil med den fælles funding fra 2005 have mulighed for at skabe større og mere likvide obligationsserier, der også i europæisk målestok vil være betydelige.

Likviditet kan beskrives som evnen til at gennemføre store handler uden at påvirke markedsprisen. Generelt kan man sige, at store obligationsserier er mere likvide end små serier. Og likvide obligationsserier bliver bedre prissat end små obligationsserier. Groft sagt skyldes det, at store serier oftere handles end små serier, og jo oftere et produkt handles, des mindre risiko er der for, at der er tidspunkter med få bud og dermed større kursspænd.

Det er usikkert, om større serier i praksis fører til bedre kurser. Obligationer fra BRFKredit handles i dag til stort set samme kurs som obligationer fra Realkredit Danmark og Nykredit. Det skyldes bl.a., at det er identiske serier og danske investorer opfatter realkreditinstitutterne som værende lige kreditværdige. På trods af, at BRFKredits serier er noget mindre end obligationsserierne i Realkredit Danmark og Nykredit, er kurserne nogenlunde de samme.

Sammenligner man kurserne på BRFkredits 6 procentobligationer med udløb i 2032 (BRFkredit 6/32) med en tilsvarende obligation fra Realkredit Danmark (RD 6/32) har kurserne stort set være ens i løbet af det seneste år. Det er på trods af, at Realkredit Danmarks obligationsserie er tre gange så stor som BRFkredits serie. I løbet af det seneste år har den gennemsnitlige kurs været 101,5507 på BRFkredit 6/32 mens den var 101,5522 på RD 6/32. Det er en forskel på 0,15 øre.

I løbet af det seneste år har kursen på BRFkredit 6/32 ligget over RD 6/32 115 dage, under i 108 dage, mens den har været ens i 18 dage. Dette billede taler ikke for, at der dannes bedre kurser på store serier end på små serier. Det kan dog meget vel ændre sig over tid.

I investorkredse har likviditet fået stadig større betydning ved valg af obligationer. Både Asien-krise og den russiske gældskrise i slutningen af 1990'erne viste, at likviditet i en krisesituation er helt afgørende for, at investorerne har mulighed for at tilpasse deres risiko. Høj likviditet og dermed store serier er derfor i stigende grad blevet en parameter, som investorerne er villige til at betale for.

Mere likvide serier kan komme både forbrugere og investorer til gavn, da det vil kunne sikre en bedre prisdannelse på obligationerne. Forbrugere, der optager realkreditlån, kan få fordel af det, da større likviditet i obligationsserierne er med til at sikre, at låntagerne opnår en god pris både ved optagelse af lån og ved indfrielse.

Investorerne på engrosmarkedet er sikret en mere kontinuerlig prisdannelse, hvor tilfældige udsving i kursen minimeres pga. de større obligationsserier.

Det er mere usikkert, hvorvidt forbrugere som investorer opnår samme kursfordele som låntagerne af fusionen. Det skyldes, at de forbrugere, der investerer i obligationer, ikke handler obligationer direkte med realkreditselskaberne. Og at forbrugere, når de køber eller sælger obligationer i investeringsøjemed, sjældent handler til samme kurser som realkreditselskaberne, jf. boks 9.1.

Boks 9.1: Kurser på detail- og engroshandler med obligationer

Danske Bank, Nordea og Nykredit er blandt de største aktører på det danske marked for handel med obligationer. Alle tre handler obligationer med forbrugere og handler obligationer på engrosmarkedet, herunder stiller alle tre priser i Reuters informationssystem.

Handlen med forbrugerne sker hovedsageligt til kurser i de respektive strakshandelssystemer. Og kurserne i strakshandelssystemerne adskiller sig fra de kurser, der stilles på engrosmarkedet. Typisk er kurserne i strakshandelssystemerne dårligere end kurserne på engrosmarkedet. Det kan tre eksempler fra 18/9 2003 kl. 15.00 illustrere.

I Nordeas strakshandelssystem er kurserne på en række obligationer 2,5 øre højere - hvis man vil købe - og 2,5 øre lavere hvis man vil sælge, end kurserne er på engrosmarkedet.

I Danske Bank afhænger priserne af, hvor stor en handel man vil gennemføre. Et eksempel på det, er en 7/32 obligation fra Realkredit Danmark, der for handler under 1 mio. kr. kan købes til 105,575 og sælges til 105,325, for handler mellem 1 mio. kr. og 3 mio. kr. kan købes til 105,552 og sælges til 105,375, mens der ved handler over 3 mio. kr. kan købes til 105,5 og sælges til 105,4, hvilket er de samme kurser som på engrosmarkedet.

I Nykredit er priserne i strakshandelssystemet stort set lig priserne i Reuters informationssystem. Det er disse kurser, de institutionelle investorer handler til på engrosmarkedet.

Det kan være svært for forbrugerne at gennemskue, om man bliver tilbudt den bedst mulige pris for obligationerne. Det skyldes bl.a., at forbrugerne ikke kan se, hvilke kurser obligationerne udbydes til på engrosmarkedet for obligationer.

Hvis bud og udbud på engrosmarkedet for obligationer er mere synlige, vil det være et skridt på vejen til, at forbrugerne bedre kan gennemskue værdipapirhandlerens fortjeneste og dermed presse prisen hos værdipapirhandleren. På den måde kan information til forbrugeren om engrosmarkedet være med til at skabe mere konkurrence på detailmarkedet for køb og salg af obligationer.

International konkurrence

Realkreditinstitutter har i henhold til realkreditloven kun lov til at anvende en kilde til finansiering (funding) af udlånet, nemlig udstedelse af realkreditobligationer. Det betyder, at det enkelte realkreditinstituts konkurrenceevne afhænger af evnen til at udstede realkreditobligationer på mindst lige så gode vilkår som de øvrige aktører på markedet.

På grund af de identiske obligationstyper og fordi de danske investorer opfatter alle institutterne som lige kreditværdige, har de danske realkreditobligationer hidtil været handlet til stort set ens priser. Men udenlandske investorer, der i de største obligationsserier ofte ejer 20-40 pct. af obligationerne, forventer, at forskelle i rating (dvs. kreditrisiko) afspejler sig i renteforskelle mellem udstederne. Større internationalisering af markedet kan betyde, at rating'en får større betydning for kursdannelsen.

Realkredit Danmarks, Nordea Kredits og Totalkredits obligationer er tildelt den højeste rating Aaa fra det anerkendte amerikanske ratinginstitut Moody's, mens Nykredits obligationsserier åbne for nyudlån er ratede et niveau lavere på Aa1. Denne forskel har ikke hidtil været hæmmende for Nykredits konkurrenceevne, idet den lavere karakter bl.a. har været opvejet af store serier med høj likviditet. Men på længere sigt - og især, hvis Danmark tilslutter sig euroen - kan forskellen få betydning.

I en situation, hvor Danmark tilslutter sig euroen, vil det i højere grad være udenlandske investorer, der styrer prissætningen af obligationerne og dermed lånene. Moody's har efter offentliggørelsen af den planlagte sammenlægning af Totalkredit og Nykredit overført Nykredits obligationer til observationslisten med henblik på en opgradering til Aaa. Dette vil forbedre den fusionerede enheds konkurrenceevne og er dermed en positiv konsekvens af fusionen.

9.2 Indfrielse

Det er velkendt, at de fleste danske realkreditobligationer (og dermed lånene) har en konverteringsret til kurs 100. Det betyder, at kunden i forbindelse med et rentefald kan indfri sit lån til pari, selvom renteutviklingen alene (uden konverteringsret) ville have medført en langt højere indfrielseskurs.

Selvom renteutviklingen i omkring 10 år har været domineret af støt faldende renter, kan der før eller siden ske et skift til en situation med stigende renter. Stiger renterne til fx 2 procentpoint over niveauet på låneoptagelsestidspunktet, kan indfrielseskursen for kunden fx være 82 på et 30-årigt lån. I den situation anvendes indfrielsesretten til kurs 100 normalt aldrig, idet låntager i stedet opkøber obligationerne i markedet og indfrier lånet med dem.

Men hvis kunden har optaget lån i en meget lille obligationsserie, kan lav likviditet betyde, at indfrielseskursen i stedet måske bliver 84 eller 85, og i værste fald må lånet indfries til kurs 100, hvis det ikke er muligt at købe obligationerne i markedet. Dette indebærer et betydeligt tab for låntager.

Det skal bemærkes, at de toneangivende obligationsserier i dag er så store, så låntager sjældent tvinges til at indfri obligationer, der står i kurs 84 eller 85, til kurs 100. Det skyldes, at obligationsserierne allerede i dag er store, hvilket de mange konverteringer bl.a. har hjulpet til.

9.3 Konklusion

Fusionen kan medføre fordele for værdipapirmarkedet, da større obligationsserier giver bedre likviditet på engrosmarkedet, hvilket kan give bedre priser (skarpere kurser). Det kan især gælde, i takt med at obligationsmarkedet bliver mere internationalt, fx ved at Danmark tiltræder ømu'en fuldt ud og introducerer euro.

Efter realkreditinstitutternes hidtidige praksis vil låntagerne og de institutionelle investorer få gavn af de bedre kurser.

Der er ikke sikkerhed for, at forbrugere, der sparer op i obligationer, opnår samme fordele som låntagere og de institutionelle investorer. Det vil i høj grad afhænge af til hvilke kurser værdipapirhandlerne, der udgør bindeledet mellem engros- og detailmarkedet, vælger at udbyde obligationerne. Bedre information til forbrugere om priser på engrosmarkedet kan være med til at afhjælpe dette problem.

10 Nykredits tilsagn og styrelsens vurdering heraf

10.1 Nykredits tilsagn

Vurderingen af fusionens og især distributionsaftalernes virkninger viser, at fusionen vil få alvorlige konsekvenser for konkurrencen på markedet for realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse.

Fusionen kan derfor ikke godkendes uden kompenserende foranstaltninger, fordi fusionen i kombination med virkningerne af aftalerne skaber en dominerende stilling, der bevirker, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt, jf. konkurrencelovens § 12 c, stk. 2.

Efter en række drøftelser med Konkurrencestyrelsen har Nykredit afgivet en række tilsagn, som skal kompensere for den forringelse af konkurrencen, som fusionen og distributionsaftalerne medfører. Tilsagnene, der er betinget af fusionens godkendelse, retter sig først og fremmest mod bindingerne af pengeinstitutterne men indeholder derudover også en række foranstaltninger, der skal fremme konkurrencen. Tilsagnene bærer præg af, at de elementer i fusionsaftalen, som mere svarer til en klassisk distributionsaftale end til en fusionsaftale, bør ligge inden for rammerne af de sædvanlige betingelser for godkendelse af sådanne aftaler,⁶⁴ herunder at en del af fordelene ved sådanne aftaler skal komme forbrugerne til gode.

På denne baggrund er parterne og Konkurrencestyrelsen blevet enige om en række omfattende ændringer i fusionens samlede aftalegrundlag.

For det første begrænses bindingernes styrke og varighed væsentligt. Strukturen i ændringerne er, at de mest konkurrencebegrænsende elementer i distributionsaftalerne maksimalt må løbe i fire år, nemlig til 1. januar 2008, mens de mindre konkurrencebegrænsende elementer kan opretholdes frem til 1. april 2010. I denne mellempriode vil det være lettere for Nykredits konkurrenter at "overbyde" Nykredit over for pengeinstitutterne i form af gunstigere distributionsvilkår og -satser. Efter 1. april 2010 vil pengeinstitutterne frit og sanktionsfrit kunne indgå aftaler til anden side.

For det andet sænker Nykredit prisen på tre områder og sikrer dermed, at en del af fusionsfordelen kommer forbrugeren til gode. Besparelserne sker via en nedsættelse af rentemarginalen (administrationsbidraget), via gratis indskrivning af egne realkreditobligationer og via introduktionen af en internetrabat.

For det tredje sker der en række andre forbedringer af konkurrenceforholdene. Dels øges gennemsigtigheden ved indførelsen af offentlighed om pengeinsti-

⁶⁴ jf. bestemmelserne i konkurrencelovens § 8, stk. 1.

tutternes og ejendomsmæglernes provisionssatser. Dels vil Nykredit gøre det lettere for forbrugerne at købe og sælge obligationer.

Tilsagnene indebærer følgende:

Tilsagn til begrænsning af bindingernes styrke og varighed

- Et pengeinstitut mister alene sit krav på restkøbesummen for aktierne i Totalkredit (som betales løbende over ni år), hvis pengeinstituttet udtræder af samarbejdet inden for de første fire år.
- Et pengeinstitut er kun forpligtet til at sælge sine aktier i PRAS A/S, hvis pengeinstituttet udtræder af samarbejdet inden for de første fire år. Betalingen for et udtrædende pengeinstituts aktier i PRAS A/S forhøjes fra kurs indre værdi 0,50 til kurs 0,65. Et pengeinstitut, der først udtræder efter fire års samarbejde, har ret men ikke pligt til at sælge aktierne i PRAS A/S til Nykredit til en pris svarende til kurs indre værdi 0,65.
- Hvis Nykredit udtræder af samarbejdet, skal Nykredit købe PRAS A/S' aktiepost i Nykredit Holding til en pris svarende til kurs 1,35.
- Efter fire års samarbejde - dvs. pr. 1. januar 2008 - kan et pengeinstitut frit formidle lån mod vederlag på privatmarkedet (ejerboliger og/eller fritidshuse) til andre realkreditinstitutter uden at miste sit krav på restkøbesummen og uden at skulle foretage tvangssalg af sin aktiepost i PRAS A/S. For DLR Kredits vedkommende kan tilsvarende formidling mod vederlag dog først ske efter den 1. april 2010 uden forpligtelse til tvangssalg af aktier eller fortabelse af retten til restkøbesummen. Under alle omstændigheder kan Nykredit vælge at opsiges samarbejdet med det pågældende pengeinstitut uden retsvirkninger for Nykredit.
- Den tidsbegrænsede bodsbestemmelse, hvorefter en part ved udtræden af samarbejdet eller omstændigheder, der sidestilles hermed, skal betale den anden part en bod svarende til tre års modtagne/betalte bruttoprovisioner, tidsbegrænses og reduceres væsentligt. I stedet for tre års provisioner omfatter boden alene summen af de seneste 12 måneders bruttoprovisioner. Bodden bortfalder helt den 1. april 2010.
- Det præciseres samtidig, at pengeinstitutterne under hele samarbejdets løbetid vederlagsfrit kan formidle lån til andre realkreditinstitutter - for DRL Kredits vedkommende efter 1. januar 2008 - uden konsekvenser for Nykredit-samarbejdet. Tilsvarende præciseres det, at et pengeinstitut ikke er forpligtet til at formidle et særligt antal lån til Nykredit, idet antallet af faktisk formidlede Nykredit- eller Totalkreditlån ikke må medføre konsekvenser af nogen art for det enkelte pengeinstitut (vedrørende eventuel regulering af det samlede vederlag, jf. nedenfor).
- Eksekutivkomitéen får ikke kompetence til at træffe bindende beslutninger for parterne og vil ikke få oplysninger om det enkelte pengeinstituts formidling af lån.
- Opgørelsen af det samlede vederlag, som Nykredit skal betale til pengeinstitutterne for Totalkredit, foretages pr. 1. april 2010 i stedet forat ske i forhold til pengeinstitutterne markedsandel af formidlede lån i 2012 . Op-

gørelsen baseres på, at andelen af lån, formidlet af pengeinstitutterne til Nykredit/Totalkredit har en markedsandel af obligationsrestgælden på privatsegmentet på 23,75 pct.

- Pengeinstitutternes forpligtelse til at stemme imod forslag om at lade DLR Kredit påbegynde udlån til ejerboliger og/eller fritidshuse ændres, så klausulen - i stedet for at løbe tidsubegrænset - bortfalder i sin helhed den 1. januar 2008.
- Nykredits forkøbsret til pengeinstitutternes aktier i DLR Kredit bortfalder den 1. april 2010.
- Hvis et pengeinstitut opkøbes eller fusioneres med en finansiell virksomhed uden for samarbejdet udløser dette - uanset hvor kort tid parternes samarbejde har forløbet - ikke pligt til at betale bod, ligesom Nykredits forkøbsret til pengeinstituttets aktier i DLR Kredit og forpligtelsen til at stemme imod forslag om at lade DLR Kredit påbegynde udlån til ejerboliger og/eller fritidshuse bortfalder i en sådan situation.

Prisreduktioner

- Bidraget for nye lån til kernekunder⁶⁵ i Nykredit nedsættes til 0,50 pct. ved fuld belåning. Tilsvarende nedsættelse gives til øvrige nye privatkunder og ved andre belåningsgrader. For et lån med en restgæld på 1 mio. kr. svarer det til en besparelse på 288 kr. årligt. Nykredit kommer herved ned på markedets laveste bidragssats.
- Nykredit indfører gratis indskrivning af egne obligationer i Vædipapircentralen snarest muligt og senest den 1. juli 2004.
- Nykredit tilbyder - inden for rammerne af realkreditlovgivning og Nykredits rådgiveransvar - en prisreduktion på 600 kr. til kunder, der via internettet gennemfører de elementer af lånesagsbehandlingen, der kan gennemføres over Nykredit/Totalkredits system.

Foranstaltninger til forbedring af gennemsigtigheden

- Nykredit offentliggør alle formidlingshonorarer, der betales til pengeinstitutterne.
- Nykredit offentliggør alle formidlingshonorarer, der betales til ejendomsmæglere, under forudsætning af at andre væsentlige markedsdeltagere offentliggør disse oplysninger.
- Nykredit og herunder Totalkredit tilslutter sig Finansrådets og Realkreditrådets prisguider og foranlediger, at pengeinstitutterne, i det omfang, det er praktisk muligt, tilslutter sig de samme prisguider.
- Nykredit oplyser en samlet pris for kursskæring og kurtage såvel ved markedsføring som ved afregning af realkreditlån.
- Nykredit stiller priser på Københavns Fondsbørs på Nykredit/Totalkredits mest likvide obligationsserier (p.t. ca. 15-20 serier) under normale mar-

⁶⁵ Kernekunder er alle kunder i Nykredit Realkredit med lån i ejerbolig eller fritidshus, som har betalt alle terminer til tiden gennem de seneste to år.

kedsforhold og under vilkår som gældende ved sædvanlige prisstillerordninger.

- Nykredit anvender sine *best efforts* til at gennemføre foranstaltninger, der øger private internetkunders muligheder for at handle obligationer direkte på Københavns Fondsbørs.

10.2 Konkurrencestyrelsens vurdering af Nykredits tilsagn

Strukturen i det følgende tager udgangspunkt i parternes anmodning om, at distributionsaftalerne og selve fusionen ses som et samlet hele. Konsekvensen af styrelsens manglende accept af samarbejdsaftalerne vil være, at Nykredits egentlige formål med at opkøbe Totalkredit er bortfaldet, og at fusionen derfor ikke gennemføres.

Det bemærkes indledningsvis, at det efter en gennemgang af tilsagnene fortsat er Konkurrencestyrelsens opfattelse, at det alene er aftalevilkåret, hvor det enkelte pengeinstitut i Totalkredits ejerkreds skal stemme imod, at DLR Kredit påbegynder aktiviteter på privatsegmentet, der som udgangspunkt kan betegnes som accessorisk inden for rammerne af Kommissionens meddelelse om begrænsninger, der er direkte knyttet til og nødvendige for gennemførelsen af fusioner. Der kan samtidig stilles spørgsmål ved, om klausulens tidsmæssige udstrækning til fire år fortsat er for lang i ”accessorisk henseende”.

Da Konkurrencestyrelsen under alle omstændigheder vil foretage en vurdering af, om de pågældende aftalevilkår incl. tilsagn ville kunne godkendes under hensyntagen til reglerne for distributionsaftaler i konkurrencelovens § 8, er der imidlertid ikke grund til at tage stilling til, hvor længe DLR-klausulen isoleret set ville kunne udstrække sig i tidsmæssig henseende som en ren accessorisk begrænsning.

Endelig bemærkes, at reglerne i konkurrencelovens § 10 om gruppefritagelse for vertikale aftaler ikke kan finde anvendelse, allerede fordi Nykredits markedsandel efter fusionen på 42 pct. er højere end de maksimalt tilladte 30 pct. ifølge gruppefritagelsen.⁶⁶

Konkurrencelovens forudsætninger for, at en distributionsaftale kan fritages fra forbudet mod konkurrencebegrænsende aftaler, omfatter 4 elementer.

Det kræves, at parterne i aftalen konkret godtgør, at aftalen:

- bidrager til at styrke effektiviteten i produktionen eller distributionen af varer eller tjenesteydelser mv. eller fremmer den tekniske eller økonomiske udvikling,

⁶⁶ Jf. bekendtgørelse nr. 353 af 15. maj 2000 om gruppefritagelse for kategorier af vertikale aftaler og samordnet praksis.

- sikrer forbrugerne en rimelig andel af disse fordele,
- ikke pålægger virksomhederne begrænsninger, som er unødvendige for at nå disse mål, og
- ikke giver virksomhederne mulighed for at udelukke konkurrencen for en væsentlig del af de pågældende varer eller tjenesteydelser mv.

Konkurrencestyrelsen finder, at Nykredits tilsagn ud fra en samlet vurdering, der også inkluderer disse elementer, medfører sådanne ændringer, at de problemer, der knyttede sig til de konkurrencebegrænsninger, der er beskrevet tidligere, afhjælpes. I visse henseender forbedres konkurrencen.

Overordnet set indebærer tilsagnene, at aftalernes tidsbegrænsede elementer fjernes helt og erstattes af en række specifikke tidsfrister, der samtidig gradueres. De mest alvorlige begrænsninger vil kun løbe i fire år. Efter 1. april 2010 står pengeinstitutterne frit i henseende til at formidle lån fra konkurrenter til Nykredit.

Fordele ved fusionen

Parterne har anført, at fusionen medfører en række effektivitetsfordele, som skal inddrages i vurderingen.

Der vil kunne spares omkostninger til produktudvikling, idet parterne kan samle deres kræfter. Det betyder besparelser til bl.a. personale og IT. Det antages fx, at udvikling af nye produkter i fremtiden vil stille øgede krav til ressourcer, og det er vigtigt at være på forkant i denne henseende.

Fusionen vil også skabe nye muligheder for at udvikle og markedsføre kombinationsprodukter, hvor parterne udnytter, at realkreditlån og bankydelse kan supplere hinanden.

Indførelse af nye kapitaldækningsregler (Basel II) vil stille krav til kreditinstitutternes udviklingskapacitet mht. IT, administration, økonomistyring samt vurdering af ejendomme, som bedre kan løses i en større enhed. Endvidere vil Nykredit kunne nyde godt af en mere fleksibel omkostningsstruktur. Det skyldes, at lånehåndteringen i Totalkredit-regi reelt foregår ude i de enkelte banker, som har bedre mulighed end Nykredit for at flytte ressourcer fra et produktområde til et andet i spidsbelastningssituationer - fx ved konverteringsbølger.

Derudover vil parterne kunne opnå fordele i fundingen. Det er sandsynligt, at parterne efter fusionen opgraderes til højeste rating (Aaa) hos de internationale kreditvurderingsbureauer. Nykredit og Totalkredit vil i fællesskab kunne skabe større og mere likvide obligationsserier. Obligationerne bliver dermed mere attraktive for særligt udenlandske investorer. De kan derfor handles til en høj kurs og herved give en lavere effektiv rente.

Endelig bør det ifølge parterne inddrages, at fusionen vil styrke pengeinstitutterne i konkurrencen på detailbankmarkedet. De lokale og regionale pengeinstitutter får øgede muligheder for at konkurrere med Danske Bank og med Nordea. Det skyldes dels, at salget af Totalkreditaktier frigør kapital, som kan anvendes rentabelt i den lokale konkurrence, og dels at pengeinstitutterne ved samarbejdet med Nykredit får øgede muligheder for at tilbyde attraktive produkter til deres kunder. Endelig vil skabelse af en tredje gruppering på det danske kapitalmarked skabe en bedre balance, der kan understøtte den fælles infrastruktur i markedet, fx i forhold til Værdipapircentralen.

Styrelsen er enig i, at der er fordele ved fusionen, selv om de næppe er så omfattende, som parterne gør gældende. Fordelene ved at samle ressourcer mht. produktudvikling mv. begrænses således ved, at parterne har aftalt, at Totalkredit-konceptet, som bygger på andre arbejdsgange og edb-systemer end Nykredits, skal opretholdes uændret. Der er fx ikke aftalt en samlet driftsafvikling af edb-kørsler, ligesom der er aftalt et fast mindsteniveau for markedsføring af Totalkredit lokalt. Ressourceanvendelsen i Totalkredit har hidtil være relativt begrænset, og når en del af disse opgaver skal fortsætte uændret, synes synergierne samlet at være særdeles beskedne. Der er også i væsentlig grad tale om forventninger til besparelser på fremtidige omkostninger, og ikke om besparelser i forhold til nuværende arbejdsgange.

Der kan ikke ses bort fra, at der kan være fordele ved at styrke de lokale og regionale pengeinstitutter i konkurrencen på detailbankmarkedet. Men effekten heraf vil bero på, hvilke initiativer fx den frigjorte kapital vil lede til. Der er således tale om hypotetiske fordele, som er vanskelige at inddrage i en konkret vurdering.

Forbrugerfordele

Nykredit og Totalkredit har gjort gældende, at de førnævnte fordele vil blive kanaliseret ud til forbrugerne, allerede i kraft af det konkurrencepres, der hersker. De har specielt peget på, at nye produkter og herunder kombinationsprodukter vil være til gavn for kunderne. Forbrugerne vil også kunne nyde godt af en forbedret funding, fordi det giver lavere effektiv rente.

Parterne har også peget på, at Forbrugerrådet offentligt har udtalt sin støtte til, at der skabes en tredje gruppering på det danske kapitalmarked.⁶⁷

Styrelsen finder, at Nykredits tilsagn har afgørende betydning for vurdering af forbrugernes fordele. Fordelene ligger navnlig i de prisnedsættelser, som Nykredit har givet tilsagn om.

Som det væsentligste sænker Nykredit sin bidragsats for nye lån fra 0,529 til 0,500 pct. Ved fuld belåning Herved sparer en forbruger med en restgæld på 1

⁶⁷ Jyllandsposten 21. juni 2003.

mio. kr. 288 kr. årligt.⁶⁸ Det svarer til 12 mio. kr., og når nedsættelsen efter nogle år er slået fuldt igennem, vil forbrugerne spare 50 mio. kr. årligt. Med den nuværende takt for udskiftning af lån, vil gennemslagsperioden være kort. Nykredit-lån varer i dag i gennemsnit godt fire år. Dertil kommer, at parterne har peget på, at prisnedsættelser praktisk taget altid bliver fulgt af konkurrenterne. Reagerer de øvrige realkreditinstitutter med en tilsvarende bidragsnedsættelse, bliver forbrugernes samlede besparelse mere end dobbelt så stor.

Nykredit indfører også en rabat på 600 kr. ved låneoptagelsen gældende for den låntager, som via internettet anvender de trin i lånesagsbehandlingen, som kan gennemføres over Nykredits system. Forbrugernes besparelse herved kan blive betydelig. Alene for Nykredit/Totalkredits kunder kan den årlige besparelse komme op på 20-25 mio. kr.

Nykredit indfører endvidere gratis indskrivning af egne obligationer i Værdipapircentralen til gavn for private investorer. Nykredits gebyrer - et depotgebyret på 45 kr. og et gebyr på 20 kr. pr. fondskode - skal bortfalde senest 1. juli 2004. Hvis kunderne lader deres obligationer indskrives gennem Nykredit kan de samlet spare et tocifret millionbeløb.

Hertil kommer de mulige fordele, som parterne peger på. Flere pengeinstitutter har således nævnt, at kunderne i de 106 lokale og regionale pengeinstitutter i kraft af fusionen og distributionsaftalerne vil få adgang til et bredere produktudbud end tidligere, hvor Totalkredits sortiment var begrænset. Det kan heller ikke udelukkes, at der vil være fordele ved bedre funding, selv om forskelle i rating hos kreditvurderingsbureauerne endnu ikke har givet sig mærkbare udslag i kursdannelsen for realkreditforeningernes obligationer.

Konkurrencebegrænsningerne går ikke længere end nødvendigt af hensyn til de nævnte fordele

Nykredit har peget på, at selskabets strategiske problem med at matche konkurrenternes styrke i distributionsleddet ikke kunne løses med mindre vidtgående skridt. Selskabets alternativer til fusionen med Totalkredit og aftalen med pengeinstitutterne ville have været væsentligt dyrere. En hård priskonkurrence ville være blevet overordentlig bekostelig. Erfaringerne fra tidligere har vist, at prisnedsættelser ikke har nogen mærkbar effekt, fordi konkurrenterne straks ville gennemføre tilsvarende reduktioner. En langvarig priskrig ville derfor kun medføre, at realkreditinstitutter uden tilstrækkelig kapital ikke ville overleve.

Det ville være særdeles ressourcekrævende selv at etablere et filialnet, hvortil kommer problemer med at tiltrække kunder fra de eksisterende banker. Den

⁶⁸ Den anførte nedsættelse til 0,500 gælder for kernekunder i Nykredit, men øvrige kunder vil få tilsvarende nedsættelse.

eneste farbare vej har derfor været alliancen med Totalkreditpengeinstitutterne.

Nykredit har endvidere peget på, at det er nødvendigt med en model, hvor pengeinstitutterne i tilfælde af Nykredits udtræden af samarbejdet sikres adgang til leverancer af realkreditlån.

Efter Konkurrencestyrelsens vurdering vil begrænsningerne for konkurrencen - med gennemførelsen af Nykredits tilsagn - være acceptable.

Ved erhvervelsen af Totalkredit har Nykredit sikret sig et varemærke med en vis tilknyttet goodwill. Nykredit har imidlertid ikke overtaget pengeinstitutterne, og uden en vis sikkerhed for at de 106 lokale og regionale pengeinstitutter forbliver loyale og fortsætter formidlingen af lån til Nykredit/Totalkredit efter overtagelsen, ville investeringen ikke være rentabel.

Hvis pengeinstitutterne frit kunne formidle lån til andre med det samme uden noget forspring til Nykredit, ville de kunne sælge deres distributionsnet til en konkurrent, og dermed ville Nykredits investering ikke kunne forrente sig. De ville også inden for forholdsvis kort tid kunne gå sammen og etablere et nyt selskab med udbud af realkreditlån til privatmarkedet. De fleste aktionærer i Totalkredit er også aktionærer i DLR Kredit, jf. bilag 1, og med udgangspunkt fx i dette selskab ville det inden for forholdsvis kort tid være muligt at træde ind på markedet på ny.

Samtidig er der ikke noget påfaldende ved, at en samarbejdspartner inden for et rimeligt tidsinterval mister retten til at modtage det fulde vederlag, hvis denne efter blot kort tid ophører med at levere den aftalte modydelse. Dette er dog ikke ensbetydende med, at det er acceptabelt at udstrække betalingen over et langt tidsinterval for at sikre sig modpartens loyalitet i hele denne periode. Efter en rimelig indkøringsperiode bør Nykredit ikke længere kunne reservere en større del af distributionsnettet uden nogen form for konkurrence. Hvis Nykredit herefter ikke anses som en attraktiv samarbejdspartner, bør pengeinstitutterne frit kunne overveje andre alliancer.

De konkurrencebegrænsende bestemmelser, som var aftalt mellem Nykredit og pengeinstitutterne skal vurderes som en helhed. Til nærmere belysning af de enkelte elementer skal følgende anføres:

- Det er væsentligt, at alle de konkurrencebegrænsende elementer er gjort tidsbegrænsede, og at alle er afviklet senest den 1. april 2010 og flere af dem væsentligt før.
- Størrelsen af aftalens bestemmelser om bod ved udtræden reduceres betragteligt - fra et beløb svarende til tre års provisioner til et års provisionsbetalinger. I kroner drejer det sig for samtlige pengeinstitutters ved-

kommende om en forskel på over 1-1,5 mia. kr. afhængig af udtrædelsestidspunktet.

- Pengeinstituttets krav på andel af restkøbesummen for Totalkredit fortabes ikke ved udtræden efter de første 4 år, dvs. efter 1. januar 2008.
- Betalingen for et udtrædende pengeinstituts aktier i PRAS A/S hæves fra kurs 0,50 til kurs 0,65. Kurs 0,65 svarer til det niveau, der har været gældende for omsætning af realkreditaktier de seneste 3-4 år.
- Efter 1. januar 2008 er et udtrædende pengeinstitut ikke forpligtet til at afhænde sine aktier i PRAS A/S.
- Eksekutivkomiteen får ikke kompetence til at træffe afgørelser, der er forpligtende for parterne, og den får ikke oplysninger om det enkelte pengeinstituts formidling af lån.
- Det slås fast, at det faktiske omfang af formidlede Nykreditlån ikke kan udløse konsekvenser for det enkelte pengeinstitut af nogen art.
- Pengeinstitutterne kan bestemme, at DLR Kredit må producere realkreditlån til privatmarkedet fra 1. januar 2008 - dog må de ikke formidle lån mod vederlag til DLR Kredit før tidligst 1. april 2010. Fra 1. april 2010 bortfalder også Nykredits forkøbsret til pengeinstitutternes aktier i DLR Kredit.

Den samlede virkning heraf er, at eksklusiviteten er gjort tidsbegrænset og lempet væsentligt.

Fra 1. januar 2008, dvs. efter 4 år, vil pengeinstitutterne kunne indgå aftale om formidling af lån til anden side uden at fortabe retten til restkøbesummen og med en væsentligt lavere bod end oprindeligt aftalt. Det vil herefter være muligt for et konkurrerende realkreditinstitut, der ønsker at indgå aftale med et eller flere af pengeinstitutterne, at give disse et attraktivt tilbud. Den samlede bod, hvis alle pengeinstitutterne skulle vælge at træde ud, ville beløbe sig til 725 mio. kr. For et mindre pengeinstitut ville det dreje sig om 3-4 mio. kr. Det er fortsat et højt beløb, men det vil være muligt for en ny konkurrent, der gerne vil ind på markedet, at betale, og det er kun 1/3 af den oprindelige aftales bestemmelser.

Fra 1. april 2010 er alle restriktioner for at indgå vederlagsgivende aftaler med konkurrenter til Nykredit bortfaldet.

Perioden frem til 1. januar 2008 henholdsvis 1. april 2010 vil give Nykredit en rimelig mulighed for at realisere de synergier, der er forbundet med overtagelsen af Totalkredit, ligesom pengeinstitutterne får mulighed for - ud over Totalkredits produkter - at sætte sig ind i Nykredits produktprogram. Konkurrenterne afskæres i samme periode fra at indgå aftaler med pengeinstitutterne, som medfører vederlag. Men det skal holdes op mod, at pengeinstitutternes formidling mod vederlag til andre end Totalkredit i de senere år har været meget begrænset.

Der kan også henvises til, at de almindelige konkurrenceregler for distributionsaftaler⁶⁹ tillader eksklusivaftaler med en varighed på 5 år uden nærmere påvisning af fordelene ved eksklusiviteten, forudsat leverandøren har en markedsandel under 30 pct. Nykredit har efter fusionen en markedsandel på 42 pct. og ligger dermed over denne grænse, men selskabets markedsandel er ikke meget højere end de 30, og der foreligger som nævnt visse - om end beskedne - fordele ved Nykredits aftale med pengeinstitutterne.

Det kan også indgå i vurderingen, at den nærmeste konkurrent, som er Realkredit Danmark, har en markedsandel på 35 pct. og får formidlet lån fra Danske Banks filialer i et koncernforhold. Dvs. at disse filialer ikke er direkte tilgængelige for konkurrenter til Realkredit Danmark på konkurrencemæssige vilkår.

Desuden skal der tages et vist hensyn til, at kunderne i de lokale og regionale pengeinstitutter ikke er afskåret fra at få lån fra Nykredits konkurrenter gennem deres bankrådgiver, hvis de ønsker det. Bankrådgiveren skal også orientere kunderne om, at der findes konkurrerende produkter.

Når perioden er gået, står pengeinstitutterne frit. Det lægger samtidig et stort pres på Nykredit for at opretholde sin position som den mest attraktive leverandør af realkreditlån for pengeinstitutterne både i forhold til vederlag og produkter.

Presset bliver ikke mindre af, at de fleste aktionærer i Totalkredit også er aktionærer i DLR Kredit, som i dag ikke er aktiv på privatmarkedet, men som formentlig inden for ret kort tid kunne etablere den fornødne ekspertise. Selskabet har allerede et velfungerende samarbejde med pengeinstitutterne på landbrugsområdet, og der er ikke markeds-mæssige barrierer, der hindrer, at dette samarbejde udbygges til privatsegmentet.

Pengeinstitutterne står frit med hensyn til at etablere DLR Kredit på privatmarkedet fra den 1. januar 2008, men de må ikke formidle lån på ejerbolig/fritidshusområdet til dette selskab mod vederlag før efter 1. april 2010.

Efter Nykredits tilsagn indeholder klausulen - hvorefter det samlede vederlag for aktierne i Totalkredit reguleres pr. 1. april 2010 i forhold til markedsandelen af lån formidlet af pengeinstitutterne til Nykredit/Totalkredit - efter Konkurrencestyrelsens vurdering ikke længere nogen mærkbar begrænsning af konkurrencen. For det første er reguleringsperioden ændret til at løbe til den 1. april 2010 mod tidligere at skulle oplyses i forhold til pengeinstitutternes markedsandele af formidlede Nykredit/Totalkreditlån i 2012. Den rækker hermed ikke ud over perioden for de øvrige reguleringer, herunder boden, som vedrører væsentligt større beløb. Dernæst må den loyalitetsskabende

⁶⁹ Gruppefritagelsen for vertikale aftaler, jf. bekendtgørelse nr. 353 af 15. maj 2000.

virkning i den konkrete situation vurderes som yderst beskeden, om overhovedet nogen. Det skyldes, at det enkelte pengeinstitut, som kan opnå en mindre kontant belønning gennem reguleringen, ikke har nogen chance for at vurdere effekten af sine bestræbelser i forhold til det aftalte salgsmål. Den samlede udvikling i realkreditbelåningen er usikker, men dertil kommer, at målopfyldelsen også kræver en bestemt adfærd fra 105 andre pengeinstitutter, som kan have andre interesser. Efter at Eksekutivkomiteens beføjelser er bortfaldet, er der ingen central instans til at koordinere, at målet kan opfyldes, eller til at følge op på manglende aktivitet. Pengeinstitutternes faktiske aktivitet er i øvrigt ikke underkastet nogen form for regulering.

Tilsvarende finder styrelsen, at et udtrædende pengeinstituts forpligtelse til at acceptere, at Nykredit markedsfører sig aktivt over for de kunder, som pengeinstituttet har tilført Nykredit, ikke er en konkurrencebegrænsning, der går videre end nødvendigt. For det første har Nykredit ikke på noget tidspunkt været afskåret fra at markedsføre sig over for pengeinstitutternes kunder, forudsat de ikke benyttede de oplysninger, de var kommet i besiddelse af fra pengeinstitutterne. Dernæst vil der ikke være tale om nogen særlig fordel. Pengeinstitutterne vil have de samme oplysninger, og vil således kunne tage konkurrencen op ud fra deres egne forudsætninger, herunder den jævnlige kundekontakt, der hidtil har været en afgørende faktor. Det udtrædende pengeinstitut vil også kunne indgå aftale med konkurrenter til Nykredit, og dermed vil der endda være mulighed for, at konkurrencen skærpes.

Styrelsen finder heller ikke, at Nykredits forpligtelser i det tilfælde, hvor selskabet vælger at træde ud af samarbejdet, indeholder unødvendige konkurrencebegrænsninger. For det første gælder forpligtelsen til at købe PRAS A/S' aktier i Nykredit Holding til kurs indre værdi 1,35 kun i indkøringsperioden for samarbejdet på 4 år. Dernæst ville pengeinstitutterne være stillet dårligt konkurrencemæssigt, hvis Nykredit kunne træde ud af samarbejdet med meget kort varsel, således at pengeinstitutterne herefter stod uden realkreditprodukter og kompetencer til at udvikle dem. Det er derfor acceptabelt, at pengeinstitutterne er sikret leverancer i en kort periode, og to år kan i den forbindelse ikke anses for unødvendigt længe.

Virksomhederne får ikke mulighed for at udelukke konkurrencen for en væsentlig del af de pågældende varer eller tjenesteydelser mv.

Nykredit har anført, at fusionen og aftalen kun påvirker konkurrenceforholdene inden for et bestemt distributionsnet, nemlig pengeinstitutterne. Konkurrenterne har adgang til andre distributionskanaler, herunder ejendomsmæglere, ligesom de kan benytte andre pengeinstitutfilialer end Nykredit.

Dertil kommer ifølge Nykredit, at de øvrige konkurrenter på markedet har den nødvendige økonomiske kapacitet til at tage konkurrencen op med parterne. Endvidere vil en konkurrent med den tilstrækkelige finansielle styrke uden større vanskelighed have mulighed for at skabe et forretningsgrundlag

og opnå tilstrækkelig volumen til at etablere sig på realkreditmarkedet i Danmark.

Efter Konkurrencestyrelsens vurdering må der lægges vægt på, at Nykredits tilsagn til Konkurrencerådet fører til, at der sikres et pres på markedet, der mindsker risikoen for, at konkurrencen låses fast i et mønster, hvor udbyderne koncentrerer sig mere om reklame, service og produktudvikling end om konkurrence på priser og rabatter.

For det første er den eksklusive binding af pengeinstitutterne gjort så kortvarig, at Nykredit er nødt til at tage hensyn hertil med det samme. Nykredit vil efter 1. april 2010 ikke kunne satse på at modtage tilstrækkeligt med lån fra pengeinstitutterne, hvis deres vilkår ikke er mindst lige så gode som konkurrenternes.

Dernæst vil Nykredits nedsættelse af priserne skabe pres på markedet og herunder konkurrenterne for at effektivisere. Erfaringerne fra tidligere nedsættelser af bidragene viser, at konkurrenterne har følt sig tvunget til at reagere på prisnedsættelser. Samtidig vil Nykredits forpligtelse til at yde rabat på de lån, der optages via internettet, kunne skabe et pres på de øvrige salgskanaler. Hvis pengeinstitutterne undlader at effektivisere og gøre sig attraktive for kunderne, vil det være nærliggende at gå direkte til Nykredits hjemmeside og få rabatten på de 600 kr.

Nykredits tilsagn om at offentliggøre sine formidlingshonorarer til pengeinstitutterne og til ejendomsmæglerne vil fremme gennemsigtigheden i distributionskanalerne. Det vil yderligere kunne være med til at øge konkurrencepresset.

Endelig kan det tages i betragtning, at Nykredit (og Totalkredit) tilslutter sig Finansrådets og Realkreditrådets prisguider og vil foranledige, at pengeinstitutterne gør det samme i det omfang, det er praktisk muligt. Nykredit deltager i forvejen i Realkreditrådets guide, men tilsagnet betyder, at der kan komme endnu mere gennemsigtighed og fokus på omkostningerne ved at optage lån, og at kunderne får bedre forudsætninger for at træffe deres valg.

Derimod anser styrelsen ikke adgangen til andre distributionskanaler som ejendomsmæglerne som et væsentligt element i denne sammenhæng, fordi konkurrencen om realkreditkunderne netop foregår blandt pengeinstitutterne og disses filialer.

Endvidere anser styrelsen ikke truslen fra nye, kapitalstærke udbydere, herunder udenlandske, som væsentlig - selv om den ikke kan udelukkes. Det danske realkreditmarked adskiller sig fra andre lande, og den stærke koncentration og afhængigheden af et fintmasket distributionsnet betyder, at ind-

trængen på privatmarkedet vil være særdeles vanskelig, hvis man skal nå den nødvendige volumen.

Ved vurdering af den samlede konkurrence skal det endelig - således som Nykredit anfører - tages i betragtning, at der ud over den fusionerede enhed, som vil opnå en markedsandel på 42 pct., findes andre ressourcestærke udbydere på markedet, herunder Realkredit Danmark og Nordea Kredit, med tilknyttet eget pengeinstitutfilialnet.

På den baggrund vil fusionen og de tilknyttede aftaler ikke - med de tilsagn, som Nykredit har givet Konkurrencerådet - kunne udelukke konkurrencen på markedet eller en væsentlig del af det.

Yderligere forhold

Derudover skal det indrages i den samlede vurdering af fusionen, at Nykredit også forpligter sig til at gennemføre en række tiltag, som kan forbedre konkurrenceforholdene for handelen med obligationer.

Nykredit vil således stille priser på Københavns Fondsbørs i 15-20 af selskabets mest likvide obligationsserier. Det skaber større gennemsigtighed om priserne på børsen og kan være med til at skabe et konkurrencemæssigt pres på de kurser, som bankerne tilbyder deres kunder ved strakshandel. Nykredit vil også oplyse en samlet pris ved kursskæring og kurtage såvel ved markedsføring som ved afregning. Dette er i tråd med Konkurrencestyrelsens anbefalinger i Konkurrenceredegørelse 2003 (side 191).

Det vil ligeledes være til gavn for private investorer, at Nykredit vil indskrive egne obligationer gratis i Værdipapircentralen. Depotgebyret er på 45 kr. hvortil kommer 20 kr. pr. fondskode. Hvis investorerne benytter sig af tilbudet, vil de få reduceret deres omkostninger. Hvis alle ejere af Nykreditobligationer benytter sig af tilbudet, kan besparelsen blive på et to-cifret millionbeløb. BRFkredit tilbyder også gratis indskrivning, og hvis Realkredit Danmark og Nordea Kredit følger med, kan den samlede effekt heraf blive betydelig.

Endelig vil Nykredit anvende sine *best efforts* til at gennemføre foranstaltninger, der øger private internetkunders muligheder for at handle obligationer direkte på Københavns Fondsbørs. Det er ikke muligt i dag, således som tilfældet er for aktier, at handle obligationer direkte over nettet fra sin homebank, jf. kapitel 9. Men hvis Nykredits bestræbelser lykkes, indebærer det, at kunderne i deres home-banker får et direkte alternativ til bankernes opsparingsordninger. Det kan også få betydning for konkurrencen om indlån på detailbankmarkedet.

10.3 Samlet konklusion

Det er herefter Konkurrencestyrelsens vurdering, at fusionen efter de ændringer, der fremgår af Nykredits tilsagn, kan godkendes, idet de negative virkninger af fusionen begrænses betydeligt.

Aftalernes tidsbegrænsede, konkurrencebegrænsende elementer er gradueret, så de mest alvorlige bestemmelser ikke løber mere end fire år, mens de øvrige løber frem til 1. april 2010. Disse tidsrum er ikke længere end, at parterne vil være nødt til at tage hensyn til dem fra starten - ellers risikerer de at miste de fordele, som de kunne få af fusionen.

Derudover indføres en række forbruger- og samfundsgavnige foranstaltninger i form af prisnedsættelser og tiltag, der skal øge gennemsigtigheden og sikre et forsæt pres på markedets aktører for fornyelse og effektivisering.

Samlet set er det derfor styrelsens vurdering, at fusionen ganske vist skaber en dominerende virksomhed på markedet, men at de tilsagn, som Nykredit har givet, indebærer, at fusionen ikke vil føre til, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt.

Appendiks 1: Økonomiske konsekvenser for pengeinstitutterne af at træde ud af samarbejdet med Nykredit

1. Indledning

Forhandlingerne mellem Konkurrencestyrelsen og fusionsparterne har resulteret i en række tilsagn fra Nykredit/Totalkredit. En del af tilsagnene vedrører Nykredit/Totalkredits aftaler med de 106 pengeinstitutter, der står bag Totalkredit.

Disse tilsagn betyder, at det er blevet markant nemmere og billigere for pengeinstitutterne, hvis de på et tidspunkt ønsker at forlade samarbejdet med Nykredit/Totalkredit. I de oprindelige aftaler var løbetiden af de fleste bindinger 9 år, og selv derefter ville det med de oprindelige aftaler have kostet pengeinstitutterne en anseelig sum penge at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit. I de endelige aftaler er løbetiden 4 år for en stor del af bindingerne - indtil 1. januar 2008. De restende bindinger har en løbetid på indtil 1. april 2010. Derefter kan pengeinstitutterne forlade samarbejdet med Nykredit/Totalkredit uden økonomiske konsekvenser.

Dette appendiks belyser betydningen af de tilsagn, der vedrører Nykredit/Totalkredits aftaler med de 106 pengeinstitutter bag Totalkredit. Det sker ved at beregne de økonomiske konsekvenser for pengeinstitutterne ved at bryde aftalerne med Nykredit/Totalkredit på forskellige tidspunkter i fremtiden for henholdsvis den oprindelige og den endelige aftale.

Beregningerne bygger på de forudsætninger, som er indsendt til Konkurrencestyrelsen af Nykredit/Totalkredit. Desuden fokuseres der i alle beregninger på de økonomiske konsekvenser ved udtræden for alle 106 pengeinstitutter. I princippet kunne der laves et separat regnestykke for hvert enkelt af de 106 pengeinstitutter.

Strukturen af appendikset er, at afsnit 2 viser prisen for pengeinstitutterne ved at træde ud af aftalen med Nykredit i den oprindelige fusionsaftale. Afsnit 3 fokuserer på omkostningen ved at træde ud af den endelige fusionsaftale, dvs. efter Nykredits tilsagn til Konkurrencerådet. I afsnit 4 omtales kort en optionsaftale, som giver mulighed for at udskyde en del salget af aktierne i Totalkredit til enten 1. oktober 2004 eller 2. oktober 2006.

2. De oprindelige aftaler med pengeinstitutterne

Hvis de oprindelige aftaler var blevet godkendt, ville det særligt de første 9 år være dyrt for pengeinstitutterne, hvis de ville tegne aftale med andre end Nykredit/Totalkredit om aktiv formidling af realkreditlån.

Også efter de 9 år ville det være kostbart for pengeinstitutterne at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit. I den oprindelige aftale var løbetiden af den

såkaldte bodsbestemmelse i princippet uendelig. Pengeinstitutterne skulle i al fremtid tilbagebetale de sidste 3 års provisioner, hvis de trådte ud af aftalen med Nykredit/Totalkredit.

En vurdering af pengeinstitutternes samlede omkostninger ved at træde ud af aftalen, kræver en analyse af den økonomiske beslutning, som pengeinstitutterne står overfor, når de på et givent tidspunkt skal beslutte, om de fortsat vil opfylde eller bryde aftalen. I den beslutning indgår alle fremtidige økonomiske omkostninger ved udtræde af aftalen. Til gengæld er hverken historiske omkostninger eller gevinster relevante for pengeinstitutternes beslutning. Det sidste betyder, at den initiale betaling til pengeinstitutterne på 4.150 mio. kr.⁷⁰ er irrelevant for beslutninger efter 1. januar 2004. Ligeledes er tabet af den bogførte værdi af pengeinstitutternes aktier i Totalkredit på 1.913 mio. kr. irrelevant for beslutninger efter 1. januar 2004.

For pengeinstitutterne udgør de fremtidige økonomiske omkostninger ved at udtræde af aftalen med Nykredit fra 1. januar 2004 den økonomiske forskel mellem følgende to alternativer:

- Fortsat opfyldelse af aftalen med Nykredit/Totalkredit
- Brud på aftalen med Nykredit/Totalkredit

Et brud på aftalen med Nykredit/Totalkredit kan selvsagt have flere årsager. Uanset årsagen finder Konkurrencestyrelsen det realistisk, at pengeinstitutterne i det store og hele kan bevare deres kundemasse og dermed deres markedsandel efter bruddet på aftalen med Nykredit/Totalkredit. Det gør det realistisk at forudsætte, at pengeinstitutterne ved et brud på aftalen med Nykredit vil få provisioner af omtrent samme størrelsesorden, som hvis de fortsat havde opfyldt aftalen med Nykredit.

Dermed kan forskellen for pengeinstitutterne mellem de to alternativer beregnes som summen af pengeinstitutternes mistede indtægter ved at bryde aftalen og de udgifter, som pengeinstitutterne påføres ved at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit.

Samlet vil det med den oprindelige aftale i løbetiden på 9 år koste pengeinstitutterne mindst 3.050 mio. kr. at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit. Prisen ville være højest i 2004, hvor et brud på aftalen ville koste 5.199 mio. kr. Derefter ville den falde år for år indtil 2012, hvor aftalen udløber. I 2012 ville et aftalebrud dog fortsat koste 3.050 mio. kr., jf. tabel A 1.1.

⁷⁰ 3.000 mio. kr. i kontant betaling og 1.150 mio. kr. for salget af aktierne i Totalkredit.

Tabel A 1.1: Økonomisk forskel for PI ml. at opfylde og udtræde af aftale med NK, ekskl. provision, mio. kr.

År	Antal år efter aftalens ikrafttræden	Løbende betaling, initial aktiesalg	Mistet betaling i alt	Tab på salg af aktier i Nykredit	Bod på 3 års provision	Samlet pris på udtræden
2004	1	340	2.974	575	1.650	5.199
2005	2	346	2.627	575	1.800	5.002
2006	3	353	2.274	575	1.950	4.799
2007	4	360	1.913	575	2.075	4.563
2008	5	368	1.546	575	2.175	4.296
2009	6	375	1.171	575	2.250	3.996
2010	7	383	788	575	2.325	3.688
2011	8	390	398	575	2.400	3.373
2012	9	398	0	575	2.475	3.050
2013	10	0	0	0	2.550	2.550
2014	11	0	0	0	2.625	2.625
2015	12	0	0	0	2.700	2.700

Kilde: Nykredit og egne beregninger. Alle beløb er i løbende priser.

Den høje pris skyldes, at tre bestemmelser ville påføre pengeinstitutterne omkostninger, hvis de brød aftalen med Nykredit/Totalcredit - enten inden for de første 9 år eller senere.

Den ene er bestemmelsen om, at pengeinstitutterne ville miste de fremtidige løbende betalinger for deres aktier i Totalcredit, hvis de brød aftalen med Nykredit/Totalcredit. I 2003 er betalingen på 333 mio. kr. I Nykredits beregninger forudsættes en forrentning på 2 pct. p.a. efter skat, hvilket øger betalingen til 398 mio. kr. i 2012, hvor betalingen ophører. Pengeinstitutterne ville miste alle resterende betalinger frem til 2012, hvis de brød den oprindelige aftale. Dermed ville prisen i form af den mistede fremtidige betaling naturligvis falde, desto tættere på år 2012, bruddet på aftalen fandt sted. Efter år 2012 ville den del aftalerne ikke mere binde pengeinstitutterne til Nykredit/Totalcredit.

Den anden bestemmelse var, at pengeinstitutterne oprindeligt var forpligtede til at sælge deres aktier i PRAS A/S til kurs indre værdi 0,5, hvis de brød aftalen med Nykredit inden udgangen af 2011. Det kan diskuteres, hvor stort et tab det i praksis ville påføre pengeinstitutterne. I de senere år er realkreditaktier langtfra blevet handlet til kurs 100 af den indre værdi. I det følgende anvendes Nykredits oplysninger til Konkurrencestyrelsen om tabets størrelse. Nykredit anslår tabet 575 mio. kr. i alle årene fremover og opererer her ikke med en forrentning på 2 pct.

Endelig var den oprindelige aftales bodsbestemmelse i høj grad med til at fordyre et brud på aftalen. Bodsbestemmelsen i den oprindelige aftale forpligtede pengeinstitutterne til i al fremtid at tilbagebetale de seneste 3 års provisioner, hvis de brød aftalen. Med Nykredits forventninger til udviklingen i provisionerne i fremtiden, ville prisen i form af bod i 2013 og de efterfølgende år udgøre mere end 2.500 mio. kr., jf. tabel A 1.1. Heller ikke her opererer Nykredit med nogen forrentning.

3. Den endelige fusionsaftale - ekskl. optionsaftalen

De tilsagn, som forhandlingerne mellem Konkurrencestyrelsen og fusionsparterne har ledt til, gør det væsentligt billigere for pengeinstitutterne at bryde med Nykredit/Totalkredit end med de oprindelige aftaler.

Allerede fra 1. januar 2004, hvor fusionen træder i kraft, er det markant billigere for pengeinstitutterne at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit end med den oprindelige aftale. I 2004 vil det koste pengeinstitutterne fra 3.927 mio. kr. Derefter falder prisen år for år. I 2007 er beløbet faldet til 3.016 mio. kr. frem til 2007, jf. tabel A 1.2. Til sammenligning ville det med den oprindelige aftale have kostet 5.199 mio. kr. i 2004 og 4.563 mio. kr. i 2007, jf. tabel A 1.1.

Forskellen fra den oprindelige til den endelige aftale er først og fremmest, at kravene til pengeinstitutterne om tilbagebetaling af provisioner til Nykredit/Totalkredit er væsentligt mindre. For det første er bodens størrelse reduceret fra 3 års til 1 års provisioner. For det andet er bodsbestemmelse blevet tidsbegrænset til 1. april 2010.

Desuden er der sket to ændringer i kravet til pengeinstitutterne om at sælge deres aktier i PRAS A/S. Dels er salgskursen sat op til kurs 65 af den indre værdi fra kurs 50 som krævet i den oprindelige aftale.⁷¹ Dels er kravet kun gældende i 4 år til 1. januar 2008, dvs. 5 år kortere end i den oprindelige aftale.

Dertil kommer, at pengeinstitutterne efter 1. januar 2008 ikke længere mister de resterende løbende betalinger fra Nykredit, hvis de bryder aftalen med Nykredit/Totalkredit. I den oprindelige aftale ville de i alle 9 år, som de løbende betalinger strækker sig over, dvs. indtil 1. januar 2013, miste alle fremtidige løbende betalinger.

Samlet betyder tilsagnene, at pengeinstitutterne indtil 1. januar 2008 skal betale 3-4 mia. kr. til Nykredit/Totalkredit, hvis de bryder den endelige aftale med Nykredit/Totalkredit. Fra 1. januar 2008 og indtil 1. april 2010 falder

⁷¹ Da realkreditaktier i de senere år langtfra er handlet til kurs 100, kan det igen diskuteres, hvor stort tabet ved at sælge til kurs 65 er. Igen anvendes Nykredits antagelsen om, at et salg til kurs 50 medfører et tab på 575 mio. kr. Til kurs 65 giver det et tab på 403 mio. kr.

prisen, så de alene skal tilbagebetale det sidste års provisioner. Ifølge Nykredit vil det udgøre 725-775 mio. kr. Efter 1. april 2010 kan pengeinstitutterne træde ud af samarbejdet med Nykredit/Totalkredit, uden at det får økonomiske konsekvenser for dem, jf. tabel A 1.2.

Tabel A 1.2: Pengeinstitutternes samlede omkostninger ved at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit i mio. kr.

År	Løbende betaling, initial aktiesalg	Mistet betaling i alt	Tab på salg af aktier i Nykredit	Bod på 1 års provision	Samlet pris på udtræden
2004	340	2.974	403	550	3.927
2005	346	2.627	403	600	3.630
2006	353	2.274	403	650	3.327
2007	360	1.913	403	700	3.016
2008	368	0	0	725	725
2009	375	0	0	750	750
f. 1.4. 2010	383	0	0	775	775
e. 1.4. 2010	383	0	0	0	0
2011	390	0	0	0	0
2012	398	0	0	0	0

Kilde: Nykredit og egne beregninger. Alle beløb er i løbende priser.

Det skal bemærkes, at omkostningen ved at bryde aftalen er større i perioden 1. januar 2008 til 1. april 2010, hvis pengeinstitutternes udtræden af aftalen skyldes, at de formidler realkreditlån med vederlag til DLR Kredit. Her skal pengeinstitutterne fortsat sælge aktierne i PRAS A/S til kurs 65 af den indre værdi. Ligeledes vil pengeinstitutterne fortsat miste de resterende løbende betalinger.

Efter 1. april 2010 vil pengeinstitutterne også kunne formidle vederlagsgivende realkreditlån gennem DLR Kredit, uden at det får økonomiske konsekvenser for dem.

4. Optionsaftalen

Parterne vil indgå en optionsaftale, der giver pengeinstitutterne mulighed for at vente med at sælge en del af deres aktier i Totalkredit til enten oktober 2004 eller oktober 2006.

Hvis pengeinstitutterne gør brug optionsaftalens mulighed, vil betalingen for aktierne i Totalkredit blive skubbet og strække sig over længere tid. Betalingen fra Nykredit for aktierne vil, uanset om salgstidspunktet er oktober 2003, oktober 2004 eller oktober 2006, være delt i en betaling på salgstidspunkt og en løbende betaling over 9 år. Dvs. betalingen i kraft af optionsaftalen for aktier solgt i 2004 og 2006 vil strække sig indtil henholdsvis 2013 og 2015. Uden brug af optionsaftalen slutter betalingerne i 2012.

At betalingen sker over en længere periode, hvis pengeinstitutterne vælger at gøre brug af mulighederne i optionsaftalen, medfører nogle mindre ændringer i pengeinstitutternes omkostninger ved at bryde aftalen med Nykredit/Totalkredit indtil 1. april 2010. Uanset optionsaftalen vil pengeinstitutterne dog efter 1. april 2010 kunne træde ud af aftalen med Nykredit/Totalkredit uden økonomiske følger.

Appendix 2: Preiseffekt af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit på markedet for formidling af realkreditlån

Indledning

En økonomisk markedsmodel kan give en indikation af, om en fusion giver risiko for prisstigninger på de relevante markeder. Den information er ofte nyttig, når det skal vurderes, om en fusion kan tillades efter konkurrencelovens bestemmelser om fusionskontrol, og i givet fald om der er behov for konkurrencefremmende fusionstilsagn.

En markedsmodel, der belyser effekterne af en fusion, kan beskrives som en økonomisk simulation eller approksimation af virkelighedens konkurrencesituation på det relevante marked før og efter fusionen.

Ligesom for andre økonomiske prognoser gælder for en økonomisk markedsmodel, at prognosen for udviklingen i priser, mængder og profitter langt fra er deterministisk. Prognosen kan siges at vise den mulige eller potentielle betydning af fusionen for fremtidens priser, mængder og profitter på markedet, under forudsætning af at alle andre markedsforhold med betydning for fremtidens priser, mængder og profitter forbliver uændrede. I praksis er det sidste selvsagt næsten aldrig tilfældet.

En anden lighed med andre økonomiske prognoser er, at markedsmodellens prognoser viser de langsigtede effekter, uden at den giver noget svar på, hvornår de langsigtede effekter indtræffer. Desto længere tidshorisonten er for de langsigtede effekter, jo flere ændringer i de øvrige markedsforhold vil der normalt ske, og jo større er usikkerheden i prognosen.

I fusionen mellem Nykredit og Totalkredit er det først og fremmest relevant med en markedsmodel for markedet for formidling af realkreditlån i private helårsboliger og fritidsejendomme. Totalkredit yder realkreditlån i private ejendomme, men ikke andre ejendomsgrupper. Dermed vil fusionen mellem Nykredit og Totalkredit direkte påvirke markedet for formidling af realkreditlån i private ejendomme. Effekten på de andre dele af realkreditmarkedet, fx lån til industriejendomme og støttet byggeri, vil derimod kun være indirekte og usikker.

Fusionen mellem de to institutter vil øge koncentrationen - og mindske konkurrencen - på det danske marked for formidling af realkreditlån i private ejendomme. Den afgørende konkurrencebegrænsning som følge af fusionen er, at Nykredit med fusionen køber sig et forhandlernet, der er meget tæt på kunderne.

Betydningen af konkurrencebegrænsningen må formodes at have større effekt på prisen på ejerskiftelån end på prisen på tillægslån. For ejerskiftelån er der i modsætning til tillægslån stort set ikke mulighed for efterspørgerne at bruge andre finansieringskilder end realkredit. I markedsmodellen sondres der derfor også mellem ejerskiftelån og tillægslån.

Dette appendiks beskriver i afsnit 2-5, dels hvordan en økonomisk markedsmodel for fusionen mellem Nykredit og Totalkredit konstrueres, dels hvilke input der er centrale ved konstruktionen af modellen. Afsnit 2 fokuserer på markedsandelene på markedet for formidling af realkreditlån i private ejendomme før og efter fusionen. Afsnit 3 fokuserer på priserne på optagelse af realkreditlån. Afsnit 4 belyser omkostningerne i realkreditsektoren. Endelig handler afsnit 5 om, hvordan de centrale input indgår i konstruktionen af modellen, og de mest centrale antagelser om konkurrencen på markedet.

I afsnittene 6-7 følger markedsmodellens prognose, der viser, at fusionen mellem Nykredit og Totalkredit på sigt giver risiko for prisstigninger på 4-7 pct. på markedet for optagelser af realkreditlån i private ejendomme. Afsnit 6 viser prognosen for fusionens betydning for priser, mængder og profitter på markedet i en udgangssituation, der er baseret på de observerede data for markedsandele, omkostninger og priser. I erkendelse af at flere af de observerede data er forbundet med usikkerhed, fokuserer afsnit 7 dernæst på betydningen af ændringer i de mest usikre input.

Markedsandele før fusionen mellem Nykredit og Totalkredit

Totalkredit er kun aktiv på privatsegmentet af realkreditmarkedet. Dermed vil fusionen umiddelbart kun have betydning for privatsegmentet af markedet for optagelse af realkreditlån. Geografisk er markedet for optagelse af realkreditlån afgrænset til Danmark.

Før fusionen har Nykredit og Totalkredit tilsammen en markedsandel på 40-46 pct. - afhængig af om markedsandelen måles ved nettonyudlån, obligationsrestgæld eller bruttoudlån, jf. tabel A 2.1. Det skal nævnes, at markedsandelene er samlede markedsandele, dvs. både tillægslån og ejerskiftelån og både obligationslån og rentetilpasningslån både i euro og danske kroner.

De resterende markedsandele er fordelt på tre andre realkreditinstitutter. Den klart største konkurrent til Totalkredit og Nykredit er Realkredit Danmark (RD) med en markedsandel på 29 pct. af nettonyudlånene, 35 pct. af bruttoudlånene og 38 pct. af obligationsrestgælden. Derefter følger Nordea Kredit og BRFkredit med markedsandele på mellem henholdsvis 5-9 pct. og 12-18 pct. jf. tabel A 2.1.

Udenlandske realkreditinstitutter spiller i dag så godt som ingen rolle for realkreditlån i private ejendomme.

Tabel A 2.1: Markedsandele på markedet for realkreditlån i private ejendomme i Danmark, 2002

	Nettonyudlån	Obligations -restgæld	Bruttoudlån
BRFkredit	5,5	9,2	8,6
Nordea Kredit	18,5	12,5	13,9
Realkredit Danmark	29,5	38,0	35,5
Nykredit	8,9	23,2	19,4
Totalkredit	37,5	17,1	22,7
I alt	100,0	100,0	100,0
Nykredit og Totalkredit	46,5	40,3	42,0

Kilde: Nykredit.

I det følgende koncentrerer udelukkende om markedsandelene for bruttoudlånene. Der er ifølge Konkurrencestyrelsen konkurrence om hele lånemassen på markedet for realkreditlån i private ejendomme, hvilket gør bruttoudlånene til det relevante lånebegreb i en markedsmodel. Desuden viser styrelsens analyser, at det kun medfører marginale ændringer i resultaterne for prisseffekten af fusionen, hvis det i stedet er nettoudlånene eller obligationsrestgælden, der anvendes som lånebegreb i markedsmodellen i stedet for.

Realkreditinstitutternes priser

Prisen på at optage et realkreditlån består af dels engangsgebyrer til staten og til realkreditinstituttet, dels et administrationsbidrag til realkreditinstituttet, der betales årligt i hele lånets løbetid som en procentdel af restgælden.

Mens engangsgebyret til staten er ens for alle realkreditinstitutter, er der mindre forskelle på både engangsgebyret og administrationsbidraget til realkreditinstituttet.

I Realkreditrådets prisguide, der findes på rådets hjemmeside, www.realkreditraadet.dk, sammenlignes prisen på forskellige standard realkreditlån i det første år af lånets løbetid for fire realkreditinstitutter.

De fire institutter er BRFkredit, Nordea Kredit, Nykredit og Realkredit Danmark. Totalkredit har hidtil ikke været med i prisguiden, jf. afsnit 1.

I de følgende fokuseres på prisen det første år på to typer af realkreditlån. Den ene er et ejerskiftelån med et låneprovenu på 1.000.000 kr. og en løbetid på 30 år. Det andet er et tillægslån med et låneprovenu på 200.000 kr. og en løbetid på 20 år. For begge låntyper fokuseres på et obligationslån.

Prissammenligningen for de to typer af lån og de fire deltagende institutter viser, at der er en vis variation i priserne på realkreditlån i Danmark. For både

ejerskiftelån og tillægslån har Nykredit har den højeste samlede pris, mens BRFkredit har de laveste priser for begge låntyper, jf. tabel A 2.2 og tabel A 2.3.

Tabel A 2.2: Priser på ejerskiftelån, maj 2003

	BRFkredit	Nordea Kredit	Nykredit	Realkredit Danmark
Samlet obligationsrestgæld	1.059.769	1.060.325	1.061.307	1.061.378
Tinglysningsafgift til staten	17.300	17.400	17.400	17.400
Fastkursaftale, Kurtage og kursskæring	4.711	4.449	5.248	5.566
Gebyrer til RKI	1.000	2.000	1.050	1.000
Tinglysningsekspedition mv.	1.400	1.100	2.200	2.000
Stiftelsesomkostninger i alt	24.411	24.949	25.898	25.966
Bidrag 1. år	5.334	5.535	5.581	5.425
Samlet pris 1. år	29.745	30.484	31.479	31.391

Kilde: Realkreditrådets prisguide, www.realkreditraadet.dk.

Tabel A 2.3: Priser på tillægslån, maj 2003

	BRFkredit	Nordea Kredit	Nykredit	Realkredit Danmark
Samlet obligations restgæld	208.668	209.163	209.525	209.273
Tinglysningsafgift til staten	4.600	4.600	4.600	4.600
Kurtage og kursskæring	520	312	522	521
Gebyrer til RKI	1.000	2.000	1.050	1.000
Tinglysningsekspedition mv.	1.400	1.100	2.200	2.000
Stiftelsesomkostninger i alt	7.520	8.012	8.372	8.121
Bidrag 1. år	1.044	1.085	1.095	1.036
Samlet pris 1. år	8.564	9.097	9.467	9.157

Note: PI står for pengeinstitut. RKI står for realkreditinstitut.

Kilde: Realkreditrådets prisguide, www.realkreditraadet.dk.

I markedsmodellen er der brug for priser for hvert af realkreditinstitutterne, der indgår i modellen, dvs. også for Totalkredit. Da Totalkredit før fusionen

var at regne som et af de billigste af institutterne anvendes i markedsmodellen for begge låntyper en pris for Totalkredit, der svarer til BRFkredits priser.

Konkurrencestyrelsens analyser viser, at prisforskellene for institutterne er så beskedne, at det kun har marginal betydning, om de anvendte priser for Totalkredit er helt i overensstemmelse med priserne på markedet før fusionen.

Realkreditinstitutternes omkostninger

Det relevante omkostningsbegreb for en markedsmodel er de omkostninger, der har betydning for virksomheders prissætning - og dermed realkreditinstitutternes prissætning over for låntagerne. Ifølge økonomisk teori er det kun de marginale omkostninger, dvs. de omkostninger, der varierer direkte med afsættningens størrelse.

Det har ikke været muligt for Konkurrencestyrelsen at beregne de marginale omkostninger for de danske realkreditinstitutter. Fusionens parter har over for Konkurrencestyrelsen anført, at det ikke er muligt at opgøre de marginale omkostninger ved formidling af realkreditlån på en meningsfyldt måde.

Ifølge parterne producerer realkreditinstitutternes nogle meget sammensatte ydelser, hvor stort set alle omkostningerne i et vist omfang er faste omkostninger for institutterne. Partnerne og andre i branchen har på den baggrund tilkendegivet, at det ikke er de marginale omkostninger som defineret i den økonomiske teori, der danner basis for realkreditinstitutternes prissætning, men nærmere de gennemsnitlige ordinære omkostninger inklusive korrektion for tab på tilgodehavender mv.

På baggrund af branchens udmeldinger og drøftelser med branchen har Konkurrencestyrelsen beregnet realkreditinstitutternes omkostninger på basis af nøgletallet ”indtjening pr. omkostningskrone”, som offentliggøres for hvert enkelt institut på Finanstilsynets hjemmeside, www.ftnet.dk. Nøgletallet er defineret som de ordinære indtægter i pct. af de ordinære udgifter. Dermed giver det en indikation af, hvor høje realkreditinstitutternes ordinære omkostninger er i forhold til deres ordinære indtægter. De ordinære indtægter omfatter først og fremmest gebyrer, renter og administrationsbidrag. De ordinære omkostninger omfatter primært renter, gebyrer og provisioner. Desuden omfatter de ordinære omkostninger de indirekte omkostninger til lønninger, administration (herunder udvikling og vedligeholdelse af IT-systemer) og andre ordinære omkostninger.

I beregningen af nøgletallet ”indtjening pr. omkostningskrone” indgår der for de enkelte institutter dels aktuelle kursreguleringer på værdipapirer, dels tab og nedskrivninger på fordringer. Begge dele er ordinære omkostninger i forbindelse med realkreditvirksomhed, og begge dele udgør i teorien en lige stor andel af indtægter og udgifter identiske for alle realkreditinstitutter.

På kort sigt er der imidlertid ofte en betydelig variation i dels kursreguleringer på værdipapirer, og dels i tab og nedskrivninger på fordringers andel af indtægter og udgifter. Både fra år til år og i de samme år fra institut til institut.

En fuldstændig korrektion for de kortsigtede udsving som følge af kursreguleringer og tab og nedskrivninger på fordringer vil kræve en lang tidsserie af data. Konkurrencestyrelsen har imidlertid kun haft data for fem år til rådighed.

I tabel A 2.4 er der på den baggrund anvendt følgende procedure til at beregne realkreditinstitutternes omkostninger i pct. af indtægterne:

- Først korrigeres de enkelte realkreditinstitutters indtjening pr. omkostningskrone for det enkelte instituts kursreguleringer og tab og nedskrivninger på fordringer. Det sker fra kolonne (1) til kolonne (2).
- Dernæst beregnes, hvor meget kursreguleringer og tab og nedskrivninger i gennemsnit har udgjort i pct. af indtægterne for alle realinstitutterne i de fem år, der er data til rådighed for i Finanstilsynets statistik. Procenten er på -0,11, jf. kolonne (3).
- Næste skridt er at korrigere de enkelte institutters indtjening pr. omkostningskrone med den gennemsnitlige procent for kursreguleringer og tab og nedskrivninger, som blev beregnet i kolonne (3). Korrektionen sker fra kolonne (3) til kolonne (4).
- Til slut omregnes fra indtjening pr. omkostningskrone til omkostninger i pct. af indtægterne. Det sker fra kolonne (4) til kolonne (5).

Tabel A 2.4: Realkreditinstitutternes omkostninger 2002

	Indtjening pr. omkostningskrone (1)	Indtjening pr. omkostningskrone ekskl. kursregulering og tab (2)	Korrektion for kortsigtede udsving (3)	Indtjening pr. omkostningskrone, korrigeret (4)	Omkostning i pct. af indtjening, korrigeret (5)
Totalkredit	4,36	3,47	-0,11	3,36	29,7
Nordea Kredit	3,64	3,70	-0,11	3,59	27,8
Realkredit Danmark	3,19	2,89	-0,11	2,78	36,0
Nykredit	2,16	2,27	-0,11	2,16	46,4
BRFkredit	1,39	1,73	-0,11	1,62	61,7
Gennemsnit	2,49	2,48	-0,11	2,37	41,3

Kilde: Egne beregninger på baggrund af tal fra Finanstilsynet, www.ftnet.dk.

De beregnede omkostninger for de enkelte institutter i A 2.4 er naturligvis forbundet med betydelig usikkerhed. Ud over at korrektionen for kursreguleringer og tab og nedskrivninger på fordringer er forbundet med usikkerhed, er det usikkert, om det anvendte omkostningsbegreb afspejler realkreditinstitutternes prissætning i tilstrækkelig grad. For at vurdere betydningen af usikkerheden undersøges det nedenfor, hvad ændringer på +/- 10 pct. i omkostningsprocenten betyder for effekterne af fusionen.

Model for markedet før fusionen

Efterspørgsel og priselasticiteter

Sammen med markedsandelene (som fremgår af) udgør et efterspørgselssystem omdrejningspunktet i en markedsmodel. Efterspørgselssystemet konstrueres med udgangspunkt i tre hovedelementer:

- Oplysninger om det relevante marked før fusionen, primært markedsandele, omkostninger, priser og solgte mængder.
- Et sæt af efterspørgselsfunktioner.
- En vurdering af størrelsen af kundernes eller efterspørgernes reaktion på ændringer i priserne på markedet, dvs. prisfølsomheden eller priselasticiteterne på markedet.

Efterspørgselsfunktionen viser, hvordan efterspørgerne ændrer deres køb af realkreditydelser ved ændringer i priserne på markedet. Formen af funktionerne kan være mange. I markedsmodeller fokuseres typisk på en af fire-fem standard efterspørgselsfunktioner.

Den mest simple og mest anvendte er en lineær efterspørgselsfunktion. Her falder mængden med en fast faktor, hver gang prisen på et produkt ændrer sig.

Andre ofte anvendte funktioner er den logistiske efterspørgselsfunktion og en efterspørgsel med konstant elasticitet (CES-efterspørgsel).

Alle efterspørgselsfunktioner kalibreres i en markedsmodel i en kombination af priser og mængder, der er observeret på et tidligere tidspunkt. Desuden kalibreres modellen for en given kombination af ekstern priselasticitet og egenpriselasticitet.

I modellen for priseffekten af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit anvendes en lineær efterspørgselsfunktion. Den lineære efterspørgselsfunktion udmærker sig ved at være mere simpel at benytte end andre efterspørgselsfunktioner. Desuden er den kendetegnet ved give lavere skøn for fusioners priseffekt end andre funktionsformer. Dvs. der er tale om forsigtige bud på priseffekten.

Efterspørgernes reaktion på prisændringer på de relevante marked, dvs. prisfølsomhed, sammenfattes i tre typer af priselasticiteter. Alle tre hænger tæt sammen. Desuden afhænger de alle tre primært af den faktiske konkurrence på det relevante marked.

Egenpriselasticiteten (e_{ii}) udtrykker, hvor stor en procentdel efterspørgslen efter en varen ændrer sig, når prisen på varen ændres med 1 pct. e_{ii} er som hovedregel negativ, dvs. efterspørgslen falder, når prisen på varen stiger, og omvendt.

De to andre priselasticiteter er den *eksterne priselasticitet* og *krydspriselasticiteterne*. Samlet siger de noget, hvor efterspørgslen "flytter" hen, når prisen på en vare sættes op.

Den eksterne priselasticitet (e_j) udtrykker, hvor stor en procentdel af efterspørgslen, der flytter til produkter uden for det relevante marked, når priserne på et markedets varer samtidig alle vokser med 1 pct. Når realkreditinstitutterne hæver deres pris på realkreditlån, får det låntagerne til flytte en del af deres indkøb over mod andre varer, fx andre låneformer eller andre investerings-/forbrugsvarer. Den eksterne priselasticitet (e_j) kaldes også for elasticiteten ud af markedet.

Krydspriselasticiteterne (e_{ij}) udtrykker, hvor stor en procentdel af efterspørgslen, som flytter til andre realkreditinstitutter, når et af institutterne sætter sin pris op med 1 pct.

Sammenhængen mellem de tre priselasticiteter er generelt følgende:

$$(1) \sum_{i=1}^n e_i \equiv \sum_{i=1}^n e_{ii} + \sum_{i=1}^n \sum_{i \neq j}^n e_{ij},$$

hvor n er antallet af virksomheder på markedet. Når krydspriselasticiteterne er symmetriske, dvs. $e_{ij} = e_{ji}$, holder (1) for hver virksomhed. Desuden gælder for alle virksomheders krydspriselasticiteter, at $\sum_{i \neq j} e_{ij} / (n - 1)$.

Krydspriselasticiteterne er næppe symmetriske på det danske marked for realkreditlån i private boliger og fritidsejendomme. Symmetri kræver, at den "frie" efterspørgsel, dvs. en efterspørger, som skifter fra udbyder til en anden inden for det relevante marked, har lige stor sandsynlighed for at gå til alle udbydere på markedet uanset deres markedsandel. Det virker ikke sandsynligt på et marked, hvor der er så stor forskel på både de faktiske markedsandele og distributionskanalerne som fx mellem Realkredit Danmark og BRFkredit. For at tage højde for at den "frie" efterspørgsel er mere tilbøjelig til at vælge

et stort frem for et lille institut, fordeles summen af krydspriselasticiteterne proportionalt med udbydernes markedsandele.

Fusionens parter har ikke kunne henvise Konkurrencestyrelsen til undersøgelser, der fastslår størrelsen af de tre priselasticiteter på markedet for realkreditlån til private ejendomme i hverken Danmark eller udlandet.

Egenpriselasticiteten på et marked kan imidlertid udledes indirekte med udgangspunkt i det såkaldte Lerner-indeks:

$$(2) \quad \frac{P_i - MC_i}{P_i} \equiv -\frac{1}{e_{ii}}$$

P_i er den faktiske pris og MC_i er de enhedsomkostninger, der er relevante for prissætningen af et produkt. Forudsætningen for at bruge Lerner-indekset til at estimere e_{ii} er, at markedet før fusionen var i en ligevægt, hvor priserne er sat med henblik på at maksimere virksomhedernes indtjening. Der er ikke grund til at tro, at det ikke var opfyldt på det danske realkreditmarked før fusionen mellem Nykredit og Totalkredit.

På det danske marked for realkreditlån i private ejendomme udgjorde de ordinære omkostningerne i 2002 mellem 29 og 57 pct. af indtjeningen. De 29 pct. var for Totalkredit, mens de 57 pct. var for BRFkredit, jf. tabel A 2.4. Med brug af Lerner-indekset giver det en egenpriselasticitet på markedet for realkreditlån til private ejendomme på fra -1,386 til -2,609, jf. tabel A 2.5.

Tabel A 2.5: Priselasticiteter anvendt som udgangspunkt markedsmodellen

		Nykredit	Real-kredit Danmark	Total-kredit	BRF kredit	Nordea Kredit
Ejerskiftelån	Egenpriselasticitet	-1,865	-1,564	-1,423	-2,609	-1,386
	Sum af krydspriselasticitet	1,765	1,464	1,323	2,509	1,286
	Ekstern elasticitet	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tillægslån	Egenpriselasticitet	-1,865	-1,564	-1,423	-2,609	-1,386
	Sum af krydspriselasticitet	1,365	1,064	0,923	2,109	0,886
	Ekstern elasticitet	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5

Mulighederne for kunderne for at substituere realkreditlån med andre låneformer tilsiger, at den eksterne priselasticitet (e_j) er relativ lav på markedet for realkreditlån i Danmark. Især for ejerskiftelån har låntagerne - på trods af liberaliseringer og konvergens mellem bank- og realkreditprodukter - fortsat i praksis ikke andre muligheder end et realkreditinstitut. Samtidig er konkurrencen fra udlandet meget sparsom. For tillægslån er mulighederne for låntagerne for at substituere betydeligt bedre.

Parterne bekræfter i deres besvarelser til Konkurrencestyrelsen, at der er forskel på konkurrencesituationen for ejerskiftelån og tillægslån. Partene bekræfter, at konkurrencen fra andre låneformer end realkreditlån er størst for tillægslån, mens der generelt er begrænset konkurrence fra andre låneformer, når det gælder ejerskiftelån i private ejendomme.

Parterne har ikke kunnet pege på kvantitative opgørelser af den eksterne elasticitet på markedet for formidling af realkreditlån. Konkurrencestyrelsen har derfor måttet benytte sig af alternative kilder og metoder for at vurdere den eksterne elasticitets størrelse.

Konkurrencestyrelsen vurderer, at den eksterne elasticitet på markedet for realkreditlån i private ejendomme er på ca. -0,1 for ejerskiftelån. For tillægslåne vurderes den eksterne elasticitet at være noget højere. Konkret anvendes i modellen en ekstern elasticitet på -0,5 for tillægslåne, jf. tabel A 2.5.

En ekstern elasticitet på -0,5 svarer til den eksterne elasticitet, som både EU-kommissionen og Konkurrencestyrelsen anvendte i markedsmodellen for fersk svinekød til supermarkeder i fusionerne mellem Danish Crown og Steff-Houlberg i 2002. Da mulighederne for efterspørgselssubstitution især vurderes at være markant ringere for ejerskiftelåne, vurderes en ekstern elasticitet på -0,1 som realistisk for ejerskiftelån. For tillægslåne vurderes det, at der er bedre muligheder for efterspørgselssubstitution, hvorfor en ekstern elasticitet på -0,5 anvendes.

Ud fra den eksterne priselasticitet (e_j) på henholdsvis -0,1 for ejerskiftelån og -0,5 for tillægslån og egenpriselasticiteterne (e_{jj}) kan summen af krydspriselasticiteterne for hvert af realkreditinstitutterne udledes ved at bruge ligning (1).

Realkreditinstitutternes lån er differentierede produkter

I en markedsmodel for formidling af realkreditlån i private ejendomme har det betydning, om låntagerne ser tilbuddene fra de forskellige institutter som et ensartet (homogent) produkt eller som forskellige (differentierede) produkter.

Hvis låntagerne opfatter de forskellige institutters lån som differentierede produkter, er der analytisk tale om såkaldt Bertrand-konkurrence med differentierede produkter. Det er en konkurrence, hvor det forudsættes, at realkreditinstitutternes produkter ikke er perfekte substitutter set fra låntagernes synspunkt. Det kan skyldes, at selve lånene er forskellige, eller at servicen eller distributionen er forskellig fra institut til institut. Desuden kan det skyldes, at realkreditinstitutterne konkurrerer om kunderne ved at tilbyde højere ejendomsvurderinger end konkurrenterne. Bertrand-konkurrence med differentierede produkter er desuden kendetegnet ved, at institutterne sætter deres priser ud fra deres forventninger til de andre institutters priser. Konkurrencen er også kendetegnet ved, at de forskellige udbydere tager forskellige priser.

Hvis låntagerne ser lån fra forskellige institutter som helt homogene produkter, er der enten tale om rendyrket Bertrand-konkurrence eller Cournot-konkurrence med homogene produkter.

I en rendyrket Bertrand-konkurrence konkurrerer udbyderne udelukkende på prisen, idet efterspørgerne pr. definition altid vælger den billigste pris. I en markedsligevægt vil alle udbydere på markedet have samme omkostninger, og alle udbydere tage en pris svarende til omkostningerne. Hvis en af udbyderne har lavere omkostninger end de øvrige, vil denne udbyder sænke prisen og erobre hele markedet fra de andre, som derefter vil forlade markedet. I teorien vil det dermed også være helt tilfældigt, hvilket realkreditinstitut en given låntager vælger. Det vil betyde, at de enkelte realkreditinstitutter i en ligevægt med rendyrket Bertrand-konkurrence har præcis samme markedsandel.

Under Cournot-konkurrence vil udbyderne i stedet sætte deres udbud/mængde ud fra deres forventninger til konkurrenternes udbud/mængder. Cournot-konkurrence mellem homogene produkter vil ligeledes indebære, at prisen er ens hos alle institutter på markedet. Med Cournot-konkurrence kan der godt forekomme omkostningsforskelle mellem de forskellige udbydere. Faktisk er omkostningsforskelle den eneste parameter, der kan skabe forskellige markedsandele i en Cournot-konkurrence. Hvis omkostningerne er ens for alle på markedet, vil Cournot-konkurrence medføre symmetriske markedsandele for alle udbydere på markedet. Det sidste betyder, at Cournot-konkurrence hænger dårligt sammen med meget store forskelle i markedsandele på et marked. Store forskelle i markedsandele vil under Cournot-konkurrence ofte kræve urealistisk store omkostningsforskelle. Når fx Totalkredit er meget større end BRFKredit, og deres priser er omtrent ens, vil en konsistent model forudsætte, at Totalkredits omkostninger er meget lavere end BRFKredit.

Ingen af de tre konkurrenceformer passer 100 pct. på konkurrencesituationen på det danske marked for realkreditlån i private ejendomme. Flere forhold indikerer imidlertid, at Bertrand-konkurrence med differentierede produkter er

den af konkurrenceformerne, der kommer tættest på at afspejle konkurrence på markedet.

Det taler ved første øjekast for Bertrand-konkurrence med homogene produkter eller for Cournot-konkurrence, at alle realkreditinstitutterne udbyder præcis de samme slags lån. Når lånet forrentes og afdrages, er der for låntagerne ingen forskel på, om der betales til Nykredit, Realkredit Danmark eller et helt tredje institut. Løbetiden og afdragsprofilen er den samme, og kursen på realkreditinstitutternes obligationer er omtrent den samme for samme type af obligationer.

Til gengæld er der flere andre forhold, der taler imod både Bertrand-konkurrence med homogene produkter eller Cournot-konkurrence. Imod Bertrand-konkurrence med homogene produkter taler især, at prisen ikke er fuldstændig ens hos alle institutter, at institutternes markedsandele er noget forskellige, og at institutternes omkostninger ikke er 100 pct. ens. Det taler også imod Cournot-konkurrence, at forskellene på markedsandelene på markedet er så store, som tilfældet er. Konkurrencestyrelsens modelberegninger viser, at så store forskelle i markedsandelene ville betinge meget større forskelle i omkostningerne end de forskelle der fremgår af tabel A 2.4. Forskellene er så store, at en ligevægt med Cournot-konkurrence kræver, at instituttet med den største markedsandel, dvs. Realkredit Danmark, har negative omkostninger ved at udstede realkreditlån.

Desuden taler det imod konkurrenceformer med homogene produkter - og dermed for Bertrand-konkurrence med differentierede produkter - at låntagerne ikke altid vælger det billigste realkreditinstitut. Af Realkreditrådets prisguide fremgår, at der er en vis prisforskel mellem de enkelte institutter, men der er stadig kunder, der ikke vælger at tegne lån gennem det billigste institut.

Endelig taler det for Bertrand-konkurrence med differentierede produkter, at instituttene differentierer deres ydelser gennem deres distribution, adgangen til andre relaterede ydelser og deres service. Som nævnt er der en vis konkurrence mellem institutterne om at tilbyde låntagerne den højeste ejendomsvurdering. Især ved låntagning i forbindelse med ejerskifte er det ofte et effektivt konkurrenceparameter for realkreditinstitutterne at være eksklusivt til stede, der hvor låntagerne køber andre ydelser, der er nødvendige for at gennemføre ejerskiftet, fx bankydelser og ejendomsmægling. I mange tilfælde tilvejebringer kundens bank kun et realkredittilbud, og typisk er det banken, der bestemmer fra hvilket realkreditinstitut. Betydningen af distributionen og servicen understreges af det forhold, at parternes peger på adgangen til pengeinstitutterne som et af de væsentlige motiver for at gennemføre fusionen mellem Totalkredit og Nykredit.

6. Priseffekt af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit

En markedsmodel for effekterne af en fusion er på ingen måde deterministisk. Der er tale om en økonomisk simulation eller approksimation af virkelighedens konkurrencesituation på det relevante marked før og efter fusionen.

Resultatet er en prognosen for udviklingen i priser, mængder og profitter, der viser den mulige eller potentielle langsigtede betydning af fusionen for priser, mængder og profitter på markedet, under forudsætning af at alle andre markedsforhold med betydning for fremtidens priser, mængder og profitter forbliver uændrede. I praksis er det sidste selvsagt aldrig tilfældet. Dvs. i modellen tages der ikke højde for den bidragsreduktion og de øvrige konkurrencefremmende tiltag, som indgår i de fusionstilsagn, som Konkurrencerådet har forhandlet på plads med Nykredit og Totalkredit. I det omfang tilsagnene øger enten den potentielle eller den faktiske konkurrence på markedet, vil det reducere priseffekten af fusionen.

Markedsmodellens prognoser giver ikke noget svar på, hvad tidshorisonten er for, hvornår de langsigtede effekter indtræffer. Desto længere tidshorisonten er for de langsigtede effekter, jo flere ændringer i de øvrige markedsforhold vil der normalt ske, og jo større er usikkerheden i prognosen dermed.

Med andre ord skal prognosen for fusionens effekter på markedet ses som teoretiske effekter, som følge af den konkurrencebegrænsning, som fusionen ville medføre på langt sigt, hvis det ikke var for tilsagnene.

Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit vil følge markedsmodellen medføre en gennemsnitlig prisstigning på markedet for optagelse af realkreditlån i private ejendomme på ca. 7 pct. for ejerskiftelån og ca. 4 pct. for tillægslån.

For ejerskiftelån, hvor låntagerne reelt ikke har alternative lånemuligheder på markedet i dag, vil en prisstigning på ca. 7 pct. medføre et fald i antallet af formidlede realkreditlån på knap ½ pct. Samtidig vil fusionen øge den samlede profit i branchen med ca. 10 pct., jf. tabel A 2.6.

For tillægslåne, hvor låntagerne har bedre mulighed for at substituere til andre låneformer, og hvor konkurrencen dermed er hårdere, vil prisstigningen på 4 pct. medføre et fald i mængden af formidlede lån på ca. 8 pct.. Tilsvarende vil branchens samlede profit vokse med ca. 4 pct., jf. tabel A 2.6.

Tabel A 2.6: Effekterne af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit

		Pris- ændring, pct.	Ændr. I solgt mængde, pct.	Ændr. I profit, pct.	Mar- kedsan- del før fusion, pct.	Mar- kedsan- del efter fusion, pct.
Hele markedet	Ejerskif- telån	7,1	-0,4	10,5	100	100
Nykredit og Total- kredit	Ejerskif- telån	12,0	-10,0	7,2	41,6	37,6
Hele markedet	Tillægslån	4,0	-1,7	4,4	100	100
Nykredit og Total- kredit	Tillægslån	7,6	-8,3	2,6	41,6	38,8

Markedsmodellen viser desuden, at fusionens parter - Nykredit og Totalkredit - både for ejerskiftelån og tillægslån vil øge prisen på deres lån mere end den gennemsnitlige prisstigning på hele markedet. Parternes ejerskiftelån og tillægslån vil som følge af fusionen stige i pris med henholdsvis ca. 12 og ca. 7 pct.

Fusionens parter står ifølge modellen til at miste markedsandele som følge af den prisstigning, som fusionen giver dem incitament til at foretage. Hvis de hæver prisen, som modellen forudsiger, vil deres samlede markedsandel på sigt falde fra ca. 42 til ca. 38 pct. for ejerskiftelåne. For tillægslåne med den mere intense konkurrence vil markedsandelen blot falde til ca. 39 pct., jf. tabel A 2.6.

Effekterne i markedsmodellen af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit på priserne, mængderne og profitterne kan forklares ved at fokusere på de økonomiske og konkurrencemæssige effekter af, at Nykredit og Totalkredit konkurrerer mod hinanden før fusionen, men ikke efter fusionen.

Før fusionen konkurrerede Nykredit, Totalkredit, og de andre realkreditinstitutter i modellen mod hinanden ved at udbyde hver deres differentierede realkreditlån. For låntagerne var de forskellige institutters lånetilbud substitutter uden dog at være perfekte substitutter. Realkreditinstitutterne valgte hver især og uafhængigt af hinanden den pris, som gav den størst mulige profit. Det skete ud fra den forudsætning, at deres konkurrenter allerede havde truffet deres optimale pris. Umiddelbart ville alle realkreditinstitutter gerne tage en så høj pris som muligt for at formidle deres lån. Det, der lagde et bånd på deres iver med at øge prisen, var, at en prisstigning fik en del af efterspørgslen til at flytte over til en af konkurrenterne. I den økonomiske teori kaldes det en Bertrand-Nash-adfærd.

Den samlede mængde falder som følge af fusionen mere for tillægslåne end for ejerskiftelåne, jf. tabel A 2.6. Forskellen skyldes låntageres forskellige muligheder for at substituere til andre produkter end realkreditlån. For ejerskiftelån, hvor muligheden for at substituere til andre låneformer end realkreditlån, er meget ringe, vil stort set alle - ca. 98 pct. - af låntagerne fortsat købe de nu dyrere lån. Prisstigningen betyder, at de i stedet må forbruge mindre af andre produkter. Modsat for tillægslåne, hvor den eksterne konkurrence fra andre låneformer, vil ca. 10 pct. af låntagerne skifte realkreditlån ud med andre låneformer. Ca. 90 pct. af låntagerne vil dog fortsat købe de nu dyrere realkreditlån og dermed reducere forbruget af andre produkter i stedet for at fravælge realkreditlån til fordel for andre låneformer, jf. tabel A 2.6.

7. Ændring af antagelser om omkostninger og ekstern elasticitet

De mest usikre input i markedsmodellen for prisseffekten af fusionen mellem Nykredit og Totalcredit er størrelsen af den eksterne priselasticitet (e_j) og omkostningerne i pct. af indtægterne - og dermed egenpriselasticiteten (e_{ii}). I det følgende belyses, hvad ændringer i de to input betyder for størrelsen af prisseffekten.

Omkostningerne i pct. af indtjeningen bruges til at estimere de enkelte realkreditinstitutters egenpriselasticitet. Egenpriselasticiteten har betydning for, hvor meget en prisstigning koster i tabt efterspørgsel for den enkelte virksomhed. Et højere omkostningsprocent vil medføre en større egenprisfølsomhed (større numerisk egenpriselasticitet). Omvendt vil en lavere omkostningsprocent være tegn på en mindre egenprisfølsomhed (mindre numerisk egenpriselasticitet). En mindre og større egenprisfølsomhed gør det henholdsvis dyrere og billigere for realkreditinstituttet at sætte prisen op.

De omkostningsprocenter, som fremgår af tabel A 2.7, og som blev anvendt i modelberegningen ovenfor, er selvsagt forbundet med en vis usikkerhed. Omkostningerne blev beregnet på baggrund af tal fra Finanstilsynet, der i sig selv kan være forbundet med usikkerhed. Samtidig blev tallene korrigeret for tab og hensættelser.

Resultatet om en prisseffekt på ca. 7 og 4 pct. for henholdsvis ejerskiftelån og tillægslån ændrer sig imidlertid kun marginalt, hvis omkostningerne i pct. af indtjeningen korrigeres med +/- 10 pct. For ejerskiftelån ligger prisseffekten i intervallet 6,6 pct. til 7,4 pct., når omkostningerne og dermed egenpriselasticiteterne korrigeres med +/- 10 pct. For tillægslån er prisseffekten i intervallet 3,9 pct. til 4,0 pct., jf. tabel A 2.7.

Tabel A 2.7: Betydning af ændringer på +/- 10 pct. i realkreditinstitutternes omkostningsprocenter

Låntype	Korrektion af omkostninger i forhold til tabel A 2.4 pct.	Prisændring, pct.	Ændring i solgt mængde, pct.	Ændring i profit, pct.	Parternes markedsandel efter fusion, pct.
Ejerskiftelån	-10	7,4	-10,0	10,4	37,6
Ejerskiftelån	0	7,1	-10,0	10,5	37,6
Ejerskiftelån	+10	6,7	-10,0	11,4	37,6
Tillægslån	-10	3,9	-1,8	4,5	38,8
Tillægslån	0	4,0	-1,9	4,2	38,9
Tillægslån	+10	4,0	-1,9	3,9	39,0

Kilde: Egne beregninger.

Den eksterne priselasticitet udtrykker, i hvor høj grad en prisstigning får låntagerne til at fravælge realkreditlån til fordel for andre låneformer og andre produkter. En numerisk større ekstern priselasticitet gør det dyrere for virksomhederne på et marked at øge prisen, dvs. en prisstigning betyder større kundeflugt. En lavere ekstern priselasticitet betyder tilsvarende, at kundeflugten som følge af en prisstigning bliver mindre.

Ændringerne i priseffekten er både for ejerskiftelån og tillægslån større, hvis antagelserne om de eksterne elasticitet ændres. Hvis den eksterne elasticitet for ejerskiftelån øges fra -0,1 til -0,5 falder priseffekten fra ca. 7 pct. til ca. 4 pct. Hvis den eksterne elasticitet for tillægslåne ændres fra -0,5 til -1,0 falder priseffekten af fusionen tilsvarende fra ca. 4 pct. til ca. 1,5 pct., jf. tabel A 2.8.

Tabel A 2.8: Betydning af ændringer i den eksterne elasticitet

Låntype	Ekstern elasticitet	Prisændring, pct.	Ændring i solgt mængde, pct.	Ændring i profit, pct.	Parternes markedsandel efter fusion, pct.
Ejerskiftelån	-0,1	7,1	-10,0	10,5	37,6
Ejerskiftelån	-0,5	4,0	-1,9	4,2	38,9
Tillægslån	-0,5	4,0	-1,9	4,2	38,9
Tillægslån	-1,0	1,7	-1,6	0,9	40,2

Kilde: Egne beregninger.

Ændringer i priseffekten er ikke meget større, hvis både antagelsen om omkostningerne i pct. af indtjeningen og den eksterne elasticitet ændres på samme tid. For ejerskiftelåne er priseffekten af fusionen på ca. 4 pct., når den

eksterne elasticitet er -0,5, stort set uafhængig af om omkostningerne korrigeres med 10 pct. i den ene eller den anden retning. For tillægslåne ender prisseffekten mellem 1,6 pct. og 1,9 pct., hvis begge antagelser ændres på samme tid., jf. tabel A 2.9

Tabel A 2.9: Betydning af ændringer på +/- 10 pct. i realkreditinstitutternes omkostningsprocenter og i den eksterne elasticitet

Låntype	Korrektion af omkostninger i forhold til tabel A 2.4 pct.	Ekstern elasticitet	Prisændring, pct.	Ændring i solgt mængde, pct.	Ændring i profit, pct.	Parternes markedsandel efter fusion, pct.
Ejerskiftelån	0	-0,1	7,1	-10,0	10,5	37,6
Ejerskiftelån	-10	-0,5	4,0	-8,1	3,9	39,0
Ejerskiftelån	+10	-0,5	3,9	-8,4	4,5	38,8
Tillægslån	0	-0,5	4,0	-1,9	4,2	38,9
Tillægslån	-10	-1,0	1,6	-1,5	0,7	40,4
Tillægslån	+10	-1,0	1,9	-1,7	1,2	40,1

Kilde: Egne beregninger

En sammenligning af tabellerne A 2.7, 2.8 og 2.9 viser, at det især er ændringer i den eksterne elasticitet, der ændrer ved prisseffekten i udgangssituationen i tabel A 2.6. De undersøgte ændringer i omkostningerne i pct. af indtægterne ændrer ikke nær i samme grad ved resultaterne som ændringerne i den eksterne elasticitet. Det indikerer, at usikkerheden om omkostningerne er af begrænset betydning for størrelsen af prisseffekten.

Bilag 1: Kredsen af pengeinstitutter bag Totalkredit

	Aktionærer i DLR
Amagerbanken Aktieselskab	x
Amtssparekassen Fyn A/S	x
A/S Arbejdernes Landsbank	
Bjergby-Flade Sparekasse	x
Bonusbanken A/S	x
Borbjerg Sparekasse	x
Broager Spare- og Laanekasse	x
Brovst Sparekasse	x
Brørup Sparekasse	x
Danske Andelskassers Bank	x
Den jyske Sparekasse	x
DiskontoBanken Aktieselskab	x
Djurslands Bank A/S	x
Dragsholm Sparekasse	x
Dronninglund Sparekasse	x
Durup Sparekasse	x
Egnsbanken Han Herred	x
Fanø Spare- og Laanekasse	x
Faster Andelskasse	x
Finansbanken A/S	
Flemløse Sparekasse	x
Folkesparekassen	x
Forstædernes Bank A/S	x
Frørup Andelskasse	x
Frøs Herreds Sparekasse	x
Frøslev-Møllerup Sparekasse	x
Fuur Sparekasse	x
Galten Sparekasse	x

Gjerlev-Enslev Sparekasse	x
Hadsten Bank Aktieselskab	x
Hals Sogns Spare- og Lånekasse	x
Hellevad-Ørum Sparekasse	x
Hvetbo Herreds Sparekasse	x
Hvidbjerg Bank Aktieselskab	x
A/S HaandværkerBANKEN	x
Jelling Sparekasse	x
Jerslev Sparekasse	x
Jyske Bank A/S	x
Kreditbanken A/S	x
Langå Sparekasse	x
Lokalbanken i Nordsjælland A/S	x
Lollands Bank A/S	x
Løkken Sparekasse	x
MERKUR, Den Almennyttige Andelskasse	x
Middelfart Sparekasse	x
A/S Morsø Bank	x
Morsø Sparekasse	x
A/S Møns Bank	x
Mørke Sogns Sparekasse	x
A/S Nordfyns Bank	x
Nordjyske Bank	x
A/S Nordvestbank	x
A/S Nørresundby Bank	x
A/S Ringkjøbing Bank	x
Ringkjøbing Landbobank A/S	x
Rise Spare- og Lånekasse	x
Roskilde Bank A/S	x
Roslev Sparekasse	x
Ryomgaard og Omegns Sparekasse	x
Ryslinge Andelskasse	x

Rønde og Omegns Sparekasse	x
Salling Bank A/S	x
Sdr. Lem Andelskasse	x
Aktieselskabet Skjern Bank	x
Skælskør Bank Aktieselskab	x
Snedsted-Nørhå Sparekasse	x
Spar Nord Bank A/S	x
Sparbank Vest A/S	x
Sparekassen Balling	x
Sparekassen Bredebro	x
Sparekassen Farsø	x
Sparekassen Faaborg	x
Sparekassen Himmerland	x
Sparekassen Hobro	x
Sparekassen Skals	x
Sparekassen Kronjylland	x
Sparekassen Lolland	x
Sparekassen Løgumkloster	x
Sparekassen Midt Vest	x
Sparekassen Midtfjord	x
Sparekassen Ravsted	x
Sparekassen Sjælland	x
Sparekassen Sundsøre	x
Sparekassen Thy	x
Sparekassen Vendsyssel	x
Sparekassen Vestsalling	x
Sparekassen Østjylland	
sparTrelleborg	x
St. Brøndum Sparekasse	x
Svendborg Sparekasse	x
Sydbank A/S	x
Sønderhå-Hørsted Sparekasse	x

Thyholm Sparekasse	x
Totalbanken A/S	x
Tved Sparekasse	x
Tønder Bank A/S	x
Ulsted Sparekasse	x
Vestfyns Bank A/S	x
Vestjysk Bank A/S	x
A/S Vinderup Bank	x
Vivild og Omegns Sparekasse	x
Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse	x
Vordingborg Bank	x
Ø. Brønderslev-Hallund Sparekasse	x
Østjydsk Bank A/S	x

Bilag 2: Realkreditrådets Prisguide

Realkreditrådet offentliggør 2 gange om året sammenligning af omkostninger i forbindelse med optagelse af realkreditlån hos BRFkredit, Nordea Kredit, Nykredit og Realkredit Danmark. Totalkredit har hidtil ikke været med i prisguiden. Formålet med Realkreditrådets prisguide er at øge gennemsigtigheden på realkreditmarkedet til gavn for boligejerne i forbindelse med optagelse af realkreditlån.

Sammenligningen tager udgangspunkt i 2 lånetyper; ejerskiftelån og tillægslån, der yderligere er opdelt på rentebindingsperiode (obligationslån og rentetilpasningslån). For hver af disse lånetyper oplyses en række omkostningselementer, bl.a.: Tinglysningsafgift, forskellige gebyrer til realkreditinstituttet og låneformidler, samt bruttoydelsen og "Effektive omkostningsprocent pr. år".

Grundlaget for sammenligningen er en tilstræbt normalsituation for låntager, som omfatter de fleste normale lånesager. De angivne priser skal opfattes vejledende og kan dermed ikke med sikkerhed opnås ved henvendelse til realkreditinstitutterne.

Oplysningerne gives for et ejerskiftelån med et låneprovenu på 1.000.000 kr. og en løbetid på 30 år og et tillægslån med et låneprovenu på 200.000 kr. og en løbetid på 20 år, jf. tabel A 2.1 og 2.2.

Tabel 1. Omkostninger ved ejerskiftelån (obligationslån), maj 2003

	BRFkredit	Nordea Kredit	Nykredit	Realkredit Danmark
Samlet obligations restgæld	1.059.769	1.060.325	1.061.307	1.061.378
Tinglysningsafgift til staten ⁷²	17.300	17.400	17.400	17.400
Fastkursaftale, kurtage og kursskæring ⁷³	4.711	4.449	5.248	5.566
Gebyrer til RKI	1.000	2.000	1.050	1.000
Tinglysningsekspedition mv. ⁷⁴	1.400	1.100	2.200	2.000
Stiftelsesomkostninger i alt	24.411	24.949	25.898	25.966
Bidrag 1. år ⁷⁵	5.334	5.535	5.581	5.425
Bruttoydelse 1. år inkl. bidrag	73.728	74.057	74.073	73.936
Effektiv omkostningsprocent pr. år ⁷⁶	6,17%	6,21%	6,21%	6,24%

Kilde: Realkreditrådets prisguide, www.realkreditraadet.dk.

⁷² Består dels af en fast afgift på 1.400 kr. og en variabel afgift, som udgør 1,5 pct. af lånestørrelsen. Beløbet oprundes til nærmeste 100 kr. og tilfalder staten.

⁷³ Der tegnes fastkursaftale på ejerskiftelån ydet som obligationslån. Fastkursaftalen løber i dette eksempel i 1 måned, og prisen består dels af et fast gebyr, dels en reduktion i obligationskursen. Prisen for fastkursaftale er medregnet i den samlede obligationshovedstol. Kurtage er omkostninger i forbindelse med salg af obligationer.

Kursskæring er også omkostninger i forbindelse med salg af obligationer. Kursskæring beregnes som en reduktion i obligationskursen.

⁷⁴ Lånesagsgebyr som opkræves i forbindelse med etablering af lån.

⁷⁵ Bidraget er en løbende omkostning og betales som en procentdel af den til enhver tid gældende restgæld. Beløbet tilfalder realkreditinstituttet.

⁷⁶ Den effektive omkostningsprocent pr. år er et udtryk for de samlede omkostninger set i forhold til de samlede ydelser på lånet. Den effektive omkostningsprocent adskiller sig fra Kreditaftalelovens ÅOP (Årlig Omkostninger i Procent) ved at inkludere alle omkostninger i prissammenligningen - herunder fastkursaftale og tinglysningsekspedition. De yderligere gebyrer, der indgår i beregningen af den effektive omkostningsprocent pr. år, medfører, at værdien er højere end den tilsvarende ÅOP.

Tabel 2. Omkostninger ved tillægslån (obligationslån), maj 2003

	BRFkredit	Nordea Kredit	Nykredit	Realkredit Danmark
Samlet obligations restgæld	208.668	209.163	209.525	209.273
Tinglysningsafgift til staten	4.600	4.600	4.600	4.600
Kurtage og kursskæring	520	312	522	521
Gebyrer til RKI	1.000	2.000	1.050	1.000
Tinglysnings-ekspedition mv.	1.400	1.100	2.200	2.000
Stiftelsesomkostninger i alt	7.520	8.012	8.372	8.121
Bidrag 1. år	1.044	1.085	1.095	1.036
Bruttoydelse 1. år inkl. bidrag	17.610	17.737	17.729	17.650
Effektiv omkostningsprocent pr. år	6,29%	6,22%	6,21%	6,33%

Note: PI står for pengeinstitut. RKI står for realkreditinstitut.

Kilde: Realkreditrådets prisguide, www.realkreditraadet.dk.

Bilag 3: Virkningerne af fusionen - før og efter Nykredits tilsagn

Før	Efter
<p>Samarbejdet med pengeinstitutterne</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tidsubegrænset bod ved ophør af samarbejde • Afkald på restkøbesum ved udtræden inden 2012 • Bod ved ophør af samarbejdet udgør 3 års provisioner • Tidsubegrænset pligt til tvangssalg af aktier i PRAS til kurs 0,50 af indre værdi ved ophør af samarbejde • Opgørelsen af det samlede vederlag til pengeinstitutterne sker pr. 2012 (<i>vederlagsregulering</i>) • Krav om aktiv formidling • Eksekutivkomiteen kontrollerer aktivitet • Pengeinstitutterne har tidsubegrænset pligt til at stemme imod, at DLR begynder udlån til privatmarkedet • Nykredit har tidsubegrænset forkøbsret DLR Kredits aktier 	<p>Samarbejdet med pengeinstitutterne</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ingen sanktioner ved pengeinstitutters udtræden af samarbejdet efter den 1. april 2010 • Bodden ved ophør af samarbejdet nedsættes til 1 års provisioner • Betalingen for de udtrædende pengeinstitutters aktier i PRAS hæves til kurs 0,65 af indre værdi. • Fra 1. januar 2008 kan pengeinstitutterne afbryde samarbejdet med Nykredit uden afkorting af købesummen • Fra 1. januar 2008 kan pengeinstitutterne afbryde samarbejdet med Nykredit uden pligt til at afhænde aktierne i PRAS. • Vederlagsregulering sker pr. 1. april 2010. Udtrådte pengeinstitutters lån indgår ikke i opgørelsen • Eksekutivkomiteens kompetence ændres, og den omdannes til et organ uden adgang til oplysninger om enkelte pengeinstitutters formidling • Fra 1. januar 2008 bortfalder pengeinstitutternes pligt til at stemme mod, at DLR begynder udlån til privatmarkedet • Fra 1. april 2010 bortfalder Nykredits forkøbsret til pengeinstitutternes aktier i DLR <p>Priserne for realkreditlån og indskrivning af obligationer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nykredit nedsætter bidraget for nye lån til kernekunder til 0,50 pct. for fuld belåning • Bidraget for andre nye Nykredit-lån til private nedsættes tilsvarende. • Nykredit indfører en rabat på 600 kr. til kunder, der optager lån via Nykredits hjemmeside • Nykredit indfører gratis indskrivning af egne obligationer i VP inden 1. juli 2004 <p>Fremme konkurrencen for realkreditlån og handel med obligationer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nykredit offentliggør alle formidlingshonorarer til pengeinstitutterne • Nykredit vil offentliggøre alle formidlingshonorarer til ejendomsmæglerne forudsat andre gør tilsvarende • Nykredit tilslutter sig Finansrådets og Realkreditrådets prisguider • Nykredit vil foranledige, at pengeinstitutterne gør det samme i det omfang det er praktisk muligt • Nykredit samler kursskæring og kurtage i én post ved markedsføring og afregning af realkreditlån • Nykredit stiller priser på fondsbørsen i sine 15-20 mest likvide obligationsserier • Nykredit vil anvende sine best efforts til at fremme private internetkunders muligheder for at handle obligationer direkte på fondsbørsen

Eget tryk
ISBN: 87-7029-307-4

Udgivet af Konkurrencestyrelsen
Nørregade 49, 1165 København K.
Tlf. 33 17 70 00. Fax 33 32 61 44
www.ks.dk