

Konkurrencerådets afgørelse den 27. september  
2017

# Nykredits tilsagn om administrationsbidrag II



---

**Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen**

Carl Jacobsens Vej 35  
2500 Valby  
Tlf.: +45 41 71 50 00  
E-mail: [kfst@kfst.dk](mailto:kfst@kfst.dk)

Journal nr. 16/01012

Afgørelsen er udarbejdet af  
Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

---

# Indholdsfortegnelse

<b>1.</b>	<b>RESUMÉ.....</b>	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>AFGØRELSE.....</b>	<b>13</b>
<b>3.</b>	<b>SAGSFREMSTILLING.....</b>	<b>19</b>
3.1	INDLEDNING.....	19
3.2	REALKREDITMARKEDET.....	23
3.2.1	Rating.....	25
3.2.2	Prioritetslån.....	27
3.3	FUSIONEN MELLEM NYKREDIT OG TOTALKREDIT I 2003.....	29
3.3.1	Det afgivne tilsagn.....	30
3.3.2	Citater og vurderinger fra 2003-afgørelsen i øvrigt.....	30
3.3.2.1	Relevante marked.....	31
3.3.2.2	Markedsandele.....	31
3.3.2.3	Salgskanaler og distribution.....	32
3.3.2.4	Markedsstrukturen.....	33
3.3.2.5	Faktisk konkurrence.....	36
3.3.2.6	Potentiel konkurrence.....	37
3.3.2.7	Samlet konklusion uden tilsagn.....	37
3.3.2.8	Samlet konklusion med tilsagn.....	38
3.4	KONKURRENCERÅDETS AFGØRELSE AF 23. JUNI 2010.....	39
3.5	KONKURRENCERÅDETS AFGØRELSE AF 30. NOVEMBER 2011.....	40
3.6	KONKURRENCERÅDETS AFGØRELSE AF 21. DECEMBER 2016.....	44
3.7	REALKREDITINSTITUTTERNES BIDRAGSSATSER.....	45
3.8	UDVIKLING I REALKREDITINSTITUTTERNES MARKEDSANDELE.....	49
3.9	NYKREDITS INDTJENING M.V. SIDEN 2005.....	54
3.10	KAPITALKRAV.....	58
3.10.1	Grundlæggende om kapitalkrav.....	58
3.10.2	Lovmæssige krav.....	59
3.10.2.1	Kapitalkravsprocent.....	59
3.10.2.2	Basel I-overgangsregel.....	61
3.10.3	Muligt nyt gearingskrav.....	62
3.10.4	Basel IV.....	62
3.11	ANDRE NØGLETAL.....	62
3.12	NYKREDITS ANMODNING OG HØRINGSSVAR.....	66
3.12.1	Nykredits anmodning af 29. juni 2016.....	66
3.12.1.1	Ændringer i retlige og faktiske forhold.....	67
3.12.1.1.1	Grundlæggende markedsforhold.....	67
3.12.1.1.2	Pengeinstitutter er ikke længere bundet til Totalkredit.....	68

3.12.1.1.3	Skærpede krav .....	68
3.12.1.1.3.1	Kapitalkrav .....	69
3.12.1.1.3.2	Rating.....	70
3.12.1.1.3.3	Forrentning af egenkapital .....	71
3.12.1.1.3.4	Nedskrivninger/tab .....	72
3.12.1.1.4	Kommende udvikling.....	72
3.12.1.2	Tilsagnet har ikke længere en positiv effekt på konkurrencen .....	73
3.12.1.2.1	Incitamentet til kundemobilitet er forringet .....	73
3.12.1.2.2	Nykredit er ikke længere en konkurrent og Nykredit-koncernens markedsandel er faldet til [...] .....	74
3.12.1.2.3	Forventningen om yderligere prisrig har vist sig urealistisk .....	76
3.12.1.2.4	Gevinsten for Nykredits kunder er ikke en konkurrencegevinst .....	76
3.12.2	Nykredits hørings svar.....	76
3.12.2.1	Højesterets dom af 3. juni 2014 .....	77
3.12.2.2	Betæneligheder af generel/fusions specifik karakter .....	79
<b>4.</b>	<b>MARKEDSUNDERSØGELSE .....</b>	<b>81</b>
<b>5.</b>	<b>VURDERING .....</b>	<b>82</b>
5.1	MARKEDSAFGRÆNSNING .....	82
5.1.1	Det relevante produktmarked .....	82
5.1.1.1	Efterspørgselssubstitution .....	83
5.1.1.2	Udbudssubstitution.....	84
5.1.1.3	Konklusion på det relevante produktmarked.....	85
5.1.2	Det relevante geografiske marked.....	85
5.1.2.1	Efterspørgselssubstitution .....	86
5.1.2.2	Udbudssubstitution.....	87
5.1.2.3	Det relevante geografiske marked er Danmark.....	88
5.1.3	Konklusion vedrørende markedsafgrænsning .....	88
5.2	LOVGRUNDLAG FOR OPHÆVELSE OG ÆNDRING AF TILSAGN.....	88
5.2.1	Almindelige forvaltningsretlige grundsætninger om tilbagekaldelse .....	88
5.2.2	Ophævelse eller ændring af et tilsagn, der er gjort til vilkår for en fusionsgodkendelse .....	89
5.3	KONKURRENCESITUATIONEN.....	93
5.3.1	Faktisk konkurrence .....	94
5.3.1.1	Betæneligheder ved fusionen i 2003.....	95
5.3.1.2	Markedsandele og koncentrationsgrad (eksklusive prioritetslån) .....	95
5.3.1.3	Markedsandele og koncentrationsgrad (inklusive prioritetslån) .....	96
5.3.1.4	Distributionsforhold .....	100
5.3.1.5	Ekspansionsbarrierer .....	104
5.3.1.6	Købermagt.....	106
5.3.2	Potentiel konkurrence.....	107
5.3.2.1	Betæneligheder ved fusionen i 2003.....	107
5.3.2.2	Nye udbydere.....	108
5.3.3	Samlet vurdering af konkurrencesituationen .....	110
5.4	TILSAGNETS EFFEKT PÅ KONKURRENCEN .....	114

5.4.1	Mulig konkurrenceeffekt ved at Nykredit kan anvende to brands.....	117
5.4.1.1	Forskel på Nykredits og Totalkredits brands .....	118
5.4.1.2	Betydning af image/branding ved forbrugernes erhvervelse af realkreditlån.....	121
5.4.1.3	Konklusion .....	124
5.4.2	Øvrige forhold omkring anvendelsen af modellen og tilsagnets effekt.....	125
5.4.2.1	Anvendelse af modellen .....	126
5.4.2.2	Øvrige bemærkninger fra Nykredit og CE om tilsagnets effekt.....	126
5.4.3	Konklusion.....	128
5.5	<b>FORHOLD AF BETYDNING FOR NYKREDITS INDTJENING OG OMKOSTNINGER.....</b>	<b>129</b>
5.5.1	Konjunkturmæssige forhold.....	129
5.5.1.1	Nykredit har angivet, at realkreditmarkedet har ændret sig grundlæggende .....	130
5.5.1.2	Øgede omkostninger til nedskrivninger og tab.....	132
5.5.2	Regulatoriske forhold.....	133
5.5.2.1	Kapitalkrav.....	133
5.5.2.1.1	Basel IV .....	137
5.5.2.1.2	Nykredits egne mål for niveauet af egentlig kernekapital.....	137
5.5.2.1.3	Samlet vurdering af kapitalkrav .....	139
5.5.2.2	Afviklingsfond.....	140
5.5.3	Strukturelle forhold.....	140
5.5.3.1	Rating.....	141
5.5.3.2	Afkastkrav på egenkapitalen .....	143
5.5.4	Konklusion.....	145
5.6	<b>VURDERING AF NYKREDITS TILSAGN A OG B AF 25. SEPTEMBER 2017 .....</b>	<b>146</b>
5.6.1	Bidragssatsens niveau.....	148
5.6.2	Tilsagn for nye lån i Nykredit Realkredit .....	150
5.6.3	Konklusion vedrørende nye tilsagn .....	153
5.7	<b>SAMLET KONKLUSION .....</b>	<b>154</b>

# 1. RESUMÉ

1. Denne sag handler om, at Nykredit ved et brev af 29. juni 2016 har anmodet om, at et centralt vilkår for godkendelse af fusionen mellem Nykredit Realkredit A/S (herefter 'Nykredit') og Totalkredit A/S (herefter 'Totalkredit') i 2003 ophæves. Det drejer sig om tilsagn (5).
2. Konkurrencerådet godkendte i oktober 2003 en fusion mellem Nykredit og Totalkredit. Fusionsparterne høstede nogle fordele (fx stordriftsfordele og adgang til banker som distributionskanal) ved denne fusion. Fusionen rejste dog overordnet to betænkeligheder på markedet: *For det første* en øget koncentration, der samtidig betød, at Totalkredit forsvandt som selvstændig aktør på markedet, og *for det andet* at Nykredit og de sælgende pengeinstitutter i Totalkredit-samarbejdet indgik samarbejdsaftaler, som i en årrække reelt betød, at pengeinstitutterne var bundet til Nykredit. Konkurrencen ville således blive forværret som følge af fusionen, såfremt betænkelighederne ikke blev imødegået af fusionstilsagn fra Nykredit.
3. Fusionsgodkendelsen var derfor betinget af, at Nykredit afgav en række tilsagn. Et af disse tilsagn var tilsagn (5), som indebar, at Nykredit for nye lån skulle nedsætte administrationsbidraget til 0,50 pct. på realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse ved fuld belåning:

*"(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."*

4. Sidste del af tilsagn (5) om gratis indskrivning af obligationer er ikke relevant for denne sag. Det er alene første del af tilsagn (5) om bidragsnedsættelse, der er genstand for vurdering.
5. Konkurrencerådet traf den 30. november 2011 afgørelse om, at tilsagn (5) i perioden fra 1. april 2012 til 31. marts 2017 midlertidigt blev erstattet af et tilsagn (5a). Konkurrencerådet vurderede således ved afgørelsen af 30. november 2011, at der ikke var grundlag for at ophæve tilsagn (5), men at der var grundlag for at acceptere et midlertidigt tilsagn (5a). Nykredit fik ved afgørelsen mulighed for at hæve bidragssatsen i en femårig periode til højst 0,55 pct./0,60 pct. ved fuld belåning afhængig af låneproduktet. Tilsagn (5a) har følgende ordlyd:

*"I perioden 1. april 2012 til 31. marts 2017 fastsættes bidraget for private lån i ejerbolig eller fritidshus i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning."*

6. Konkurrencerådet forlængede varigheden af dette tilsagn (5a) ved afgørelse af 21. december 2016, således at Nykredit kan anvende den i tilsagn (5a) angivne bidragssats frem til 30. september 2017. Denne forlængelse skete i praksis ved, at Konkurrencerådet godkendte det af Nykredit afgivne tilsagn (5b), som fremgår nedenfor:

*"I perioden fra 1. april 2017 til den førstkomende dato af følgende:*

*(1) den 30. september 2017, eller*

*(2) datoen for Konkurrencerådets afgørelse i sagen foranlediget af anmodningen af 29. juni 2016 fra Nykredit Realkredit A/S om revurdering af Tilsagn 5 (eller en i den afgørelse fastsat ændringsdato uanset at denne ikke måtte være førstkommende)*

*fastsættes bidraget for private lån i ejerbolig eller fritidshus i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning.”*

7. Den 1. oktober 2017 vil tilsagn (5) således igen finde anvendelse, hvis Konkurrencerådet ikke forinden har truffet anden afgørelse. Det vil sige, at fra 1. oktober 2017 skal Nykredit sænke bidragssatsen til 0,50 pct. ved fuld belåning, medmindre rådet har truffet en anden afgørelse herom.
8. Nykredit har ved et brev af 29. juni 2016 anmodet om en revision af tilsagn (5). Denne anmodning er genstand for behandling i nærværende sag. Nykredit har mere specifikt anmodet om følgende, i prioriteret rækkefølge:
  - ”1. Ophævelse af tilsagn 5*
  - 2. Udfasning af tilsagn 5 over en periode på tre-fem år, men i kombination med pkt. 3 nedenfor i udfasningsperioden.*
  - 3. Et nyt tilsagn 5a, hvorefter Nykredit tillades at forhøje satserne i en ny femårig periode fra 1. april 2017 for lån i ejerboliger og fritidshuse.”*
9. Nykredit har ved ovenstående anmodning således principalt anmodet om en ophævelse af tilsagn (5).
10. Konkurrencerådets mulighed for at ophæve eller ændre vilkåret for godkendelsen af en fusion – og derved at acceptere, at et af fusionsparterne afgivet tilsagn ændres eller ophæves – beror på de almindelige forvaltningsretlige regler.
11. En myndighed er efter de almindelige forvaltningsretlige regler som udgangspunkt berettiget til at tilbagekalde eller ændre en afgørelse til gunst for adressaten, såfremt i) der foreligger en saglig grund, ii) tilbagekaldelsen eller ændringen ikke vil være i strid med lighedsgrundsætningen og iii) tilbagekaldelsen eller ændringen ikke vil stride imod lov.
12. Hvad der udgør en saglig begrundelse for at ophæve eller ændre et tilsagn afhænger af sagens konkrete omstændigheder, herunder karakteren af det pågældende tilsagn. Begrundelsen skal dog ses i sammenhæng med det reguleringsformål, som ligger bag konkurrenceloven.
13. Konkurrencereglerne har generelt til hensigt *”at fremme en effektiv samfundsmæssig ressourceanvendelse gennem virksom konkurrence til gavn for virksomheder og forbrugere”*, jf. konkurrencelovens § 1.
14. Det følger endvidere af konkurrencelovens § 12 c, stk. 2, at *”En fusion, der hæmmer den effektive konkurrence betydeligt, navnlig som følge af skabelsen eller styrkelsen af en dominerende stilling, skal forbydes”*.

15. Det centrale beskyttelseshensyn bag konkurrencelovens fusionsregler er således at sikre den effektive konkurrence. Hensynet til beskyttelsen af den effektive konkurrence er derfor centralt ved afvejningen af, om et tilsagn kan ophæves eller ændres. Dette hensyn omfatter tillige hensynet til forbrugere og virksomheder.
16. Om der kan ske ophævelse eller ændring af et tilsagn, afhænger derfor i første række af, om de ved fusionen skabte skadelige virkninger fortsat består, dvs. om forholdene på markedet har ændret sig så væsentligt, at tilsagnet ikke længere er nødvendigt. Hvis tilsagnet har en negativ virkning på konkurrencen, kan det efter omstændighederne udgøre en saglig grund til at ophæve tilsagnet, selv om de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen mellem Nykredit og Totalkredit stadig består. Hvis de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen fortsat er til stede, kan det herefter tillægges vægt, om tilsagnet fortsat er egnet til at afhjælpe de pågældende konkurrencemæssige betænkeligheder. De retlige eller faktiske forhold kan endvidere have ændret sig således, at tilsagnet er blevet unødigt byrdefuldt. Er dette tilfældet må det overvejes, hvordan hensynet til konkurrencen og hensynet til den fusionerede virksomhed varetages bedst muligt på samme tid.
17. Konkurrencerådets muligheder for at ophæve eller ændre et vilkår for godkendelsen af en fusion afhænger således af; 1) at der foreligger en saglig grund hertil, hvilket skal ses i sammenhæng med reguleringsformålet bag konkurrenceloven, 2) at lighedsgrundsætningen overholdes, og 3) at ændringen eller ophævelsen af et tilsagn ikke vil stride mod lov.
18. Nykredits principale position i sagen er som anført, at tilsagn (5) bør ophæves. Nykredit har som begrundelse for anmodningen overordnet angivet to forhold; 1) at de grundlæggende markedsforhold har ændret sig markant siden fusionen i 2003 og 2) at tilsagnet ikke længere har en positiv effekt på konkurrencen, men at det tværtimod kan have skadet konkurrencen på flere områder.
19. Nykredit har som begrundelse for ændrede markedsforhold kort sammenfattet anført følgende argumenter:
  - En række af de grundlæggende markedsforhold, som var gældende ved fusionen i 2003, har ændret sig markant. Ændringerne relaterer sig både til vilkårene, hvorpå realkreditvirksomhed kan drives, aktørbilledet samt produktbuddet.
  - Pengeinstitutterne i Totalkredit-samarbejdet er ikke længere bundet til Totalkredit.
  - Nykredits samlede omkostninger på privatområdet er steget betydeligt gennem årene som følge af skærpede krav på en række områder, herunder særligt omkostninger til kapital og afviklingsfond. Hertil kommer krav fra ratingbureauet S&P, samt krav fra investorerne til forrentning af egenkapitalen, hvilket ligeledes øger Nykredits omkostninger.
  - Nykredit har haft øgede omkostninger til nedskrivninger og tab.
20. Nykredit har som begrundelse for, at tilsagnet ikke længere har en positiv effekt på konkurrencen, men at det tværtimod kan have skadet konkurrencen på flere områder, sammenfattende anført følgende argumenter:
  - *Nykredit Realkredit er ikke længere konkurrent og Nykredit-koncernens markedsandel er faldet til [...] pct.:* Nykredit har frem til 2012 udstedt lån gennem både Totalkredit og Nykredit Realkredit. Tilsagnet har dog ifølge Nykredit medført, at Nykredit Realkredit i praksis har måtte ophøre med at konkurrere i 2012 (i dag udstedes der kun lån i Totalkredit), og at der dermed er forsvundet et væsentligt konkurrencepres fra markedet. En



analyse fra Copenhagen Economics viser således ifølge Nykredit, at en ophævelse af tilsagnet vil føre til øget konkurrence på markedet, idet Nykredit på ny vil kunne udbyde lån gennem Nykredit Realkredit. Et yderligere aspekt ifølge Nykredit er, at Nykredit i dag vil have en markedsandel på [...] pct., hvis prioritetslån indregnes i opgørelsen af markedsandele.

- *Forventningen om yderligere priskrig har vist sig urealistisk:* Forventningen ved indførelsen af tilsagn (5) synes at have været, at tilsagnet ville stimulere en priskrig blandt udbydere af realkreditlån. Da en sådan priskrig ikke har fundet sted, har Nykredit 'betalt' langt mere for tilsagnet, end man havde kunnet forudse i 2003.
  - *Gevinsten for Nykredits kunder er ikke en konkurrencegevinst:* Den gevinst, som Nykredits kunder har fået, er ikke en konkurrencegevinst, men er fremkommet ved at Nykredits bidragssatser er sat kunstigt lavt gennem tilsagnet.
  - *Incitamentet til kundemobilitet er forringet:* Tilsagnet har lagt et loft over Nykredits bidragssatser på et uholdbart lavt niveau, hvorved kunderne mister incitament til at skifte realkreditinstitut. Nykredits kunder indgår derfor reelt ikke i konkurrencen på markedet, hvilket sænker de øvrige udbyderes incitament til at konkurrere på pris mv.
21. På baggrund af de samlede forhold i sagen er det Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens vurdering, at der ikke er grundlag for at ophæve tilsagn (5). Det skyldes, at hensynet til konkurrencen, som er begrundelsen for vilkåret om tilsagn (5) vejer tungere end hensynet til Nykredit. Ved denne vurdering har styrelsen blandt andet lagt vægt på følgende:
  22. De betænkeligheder omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, som lå til grund for vurderingen af fusionen i 2003 – og for vilkåret om afgivelse af tilsagn (5), som var en væsentlig forudsætning for Konkurrencerådets godkendelse af fusionen – er fortsat til stede i mindst samme omfang som i 2003. Det gælder, uanset om det relevante marked kan afgrænses til det danske marked for realkreditlån til private, eller om det kan afgrænses til et bredere marked, der tillige omfatter pengeinstitutternes prioritetslån.
  23. Det vurderes således blandt andet, at Nykredits markedsandel i 2016 - uanset om prioritetslån inkluderes i det relevante marked eller ej – var mindst lige så høj som på fusionstidspunktet i 2003 og næsten lige så høj som i 2010. Desuden er den aktuelle koncentration på markedet på et meget højt niveau. Markedet er derudover præget af ekspansionsbarrierer, begrænset kundemobilitet og begrænset købermagt.
  24. Det er endvidere styrelsens vurdering, at der ikke er sket ændringer som medfører, at distributionsforholdene kan siges at have udviklet sig i en mere gunstig retning end, hvad der allerede var påregnet i 2003-afgørelsen. I den forbindelse vurderer styrelsen, at selv om pengeinstitutterne i dag er fri for de juridiske bindinger i samarbejdsaftalen med Totalkredit, som fremgik af Nykredits tilsagnsaftale fra 2003, så er pengeinstitutterne stadig økonomisk bundet til Totalkredit, da de vil miste provisionsindtægter på eksisterende udlån, hvis de skifter til et andet realkreditinstitut.
  25. Der er desuden ikke sket ændringer i den potentielle konkurrence, som vil kunne opveje de betænkeligheder, som var til stede ved fusionen i 2003.
  26. Det skyldes blandt andet, at omfanget af prioritetslån og lånenes position på markedet ikke på nuværende tidspunkt – på trods af kraftige stigninger i bidrag mv. på mange realkreditlån de senere år – udgør et væsentligt konkurrencepres på realkreditlån. Omfanget af prioritetslån forventes heller ikke at medføre et markant øget konkurrencepres i nærmeste fremtid, idet

stigningen i pengeinstitutternes prioritetslån *fundet* på egen balance eller via egne SDO'er har været meget lille. Udviklingen i prioritetslån synes således at ske via realkreditinstitutternes fælles *funding*, og disse udlån indgår dermed i realkreditinstitutternes, og ikke pengeinstitutternes, balance. På denne måde er prioritetslån, som er finansieret via SDO'er udstedt af et realkreditinstitut, en form for realkreditlån, påsat pengeinstituttets eget navn og prisstruktur. Derudover er det heller ikke sandsynligt, at der i den nærmeste fremtid vil opstå nye danske realkreditinstitutter eller indtræde udenlandske aktører, som i noget større omfang ville kunne disciplinere Nykredit, idet der foreligger adgangs- og ekspansionsbarrierer på markedet.

27. Konkurrenceforholdene på markedet – som blev forværret ved fusionen – er således stadig af en sådan karakter, at der er behov for at tilgodese nogle af de reguleringsmæssige formål, som tilsagn (5) opfylder, nemlig beskyttelse af Nykredits eksisterende og eventuelt kommende låntagere mod prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen, samt at tilsagnet skulle lægge et pres på Nykredit til at forny sig og effektivisere – et pres, som konkurrencen ellers skulle have lagt, men som blev mindsket af fusionen.
28. Intentionen med tilsagnet har således været at sikre effektiv konkurrence og hindre udnyttelse af markedsmagt. Tilsagnets virkning reduceres imidlertid ved, at Nykredit siden 2012 har valgt at udstede alle nye lån i regi af Totalkredit, som ikke er omfattet af ordlyden af tilsagn (5). Alle Nykredits nyudlån er dermed i dag ikke reguleret af tilsagn (5).
29. Det er dog styrelsens vurdering, at tilsagnet har effekt både for eksisterende og eventuelt nye låntagere i Nykredit Realkredit. Tilsagn (5) regulerer således Nykredits fastsættelse af bidragssats over for *alle* Nykredit Realkredits kunder. For eksisterende kunder medfører tilsagnet *konkret*, at de er beskyttet mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen.
30. For så vidt angår potentielle nye kunder har tilsagn (5) den effekt, at Nykredit ikke kan udstede nye lån – hverken nu eller senere – i Nykredit Realkredit til bidragssatser, der overstiger niveauet i tilsagn (5). En fuldstændig og ubetinget ophævelse af tilsagn (5) alene for nyudlån vil føre til, at Nykredit Realkredit A/S straks vil kunne genoptage udstedelsen af nye udlån, men i så fald vil tilsagn (5) ikke længere regulere bidragssatsen for sådanne udlån. Hermed vil Nykredit reelt have fået ophævet tilsagnet for nye udlån, selv om der fortsat er skadelige virkninger af fusionen, der imidlertid så ikke længere modvirkes af et tilsagn fra fusionsparterne. En sådan ophævelse for nyudlån er efter styrelsens vurdering ikke en proportional løsning, der i tilstrækkelig grad tilgodeser det reguleringsmæssige formål, som stadig er til stede i kraft af, at de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig er til stede.
31. Nykredit har med bistand fra Copenhagen Economics fremlagt beregninger og derigennem argumenteret for, at tilsagn (5) har en *negativ* indvirkning på den del af markedet og kunderne, som ikke er omfattet af tilsagnet, idet tilsagnet – ifølge Nykredit – siden 2012 har afholdt instituttet fra at udstede nye lån i navnet/brandet Nykredit Realkredit.
32. Heroverfor vurderer styrelsen, at tilsagn (5) ikke haft en sådan negativ indvirkning på den generelle konkurrence på markedet, at der er grundlag for at ophæve tilsagnet på nuværende tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig består.
33. Styrelsen har for det første lagt vægt på, at tilsagnet som nævnt fortsat har et reguleringsmæssigt formål for de eksisterende kunder i Nykredit Realkredit som følge af Nykredits markedsstyrke. Styrelsen her endvidere lagt vægt på, at konkurrencen ikke vil blive ændret i væsentlig grad, selv om Nykredit Realkredit igen indtrådte som brand på markedet. Det skyldes først og fremmest, at Nykredit Realkredit og Totalkredit efter fusionen hele tiden har skullet betragtes

som én aktør. Det ændrer sig ikke som følge af Nykredit Realkredits eventuelle genindtræden på markedet.

34. Dernæst er det vurderingen, at der – baseret på markedskarakteristika og markedsadfærd – er begrænsede muligheder for at differentiere produkterne i Nykredit Realkredit og Totalkredit, og at den forskel i image – som Nykredit har anført, at der vil være – ikke vil spille en væsentlig rolle for forbrugernes erhvervelse af realkreditlån.
35. Det skal i den forbindelse yderligere bemærkes, at der ikke er noget til hinder for, at Nykredit igen kan udstede lån gennem Nykredit Realkredit. Beslutningen om at lægge nyudlån over i Totalkredit er alene truffet af Nykredit og står for Nykredits regning. Nykredit vil således også kunne træffe beslutning om, at der igen skal udstedes lån gennem Nykredit Realkredit.
36. Styrelsen har endvidere undersøgt, om der er andre forhold af betydning for Nykredits indtjening og omkostninger, som vil kunne udgøre ændrede markedsforhold og herunder kunne gøre tilsagnet unødigt byrdefuldt – og dermed ville kunne udgøre en saglig grund for at ophæve tilsagnet.
37. Styrelsen har vurderet, at de af Nykredit anførte forhold omkring Basel IV, samt Nykredits udmeldte afkastmål på egenkapitalen ikke betragtes som ændret markedsforhold for Nykredit. For så vidt angår Basel IV er forholdene i øjeblikket for uafklarede til at kunne lægges til grund i denne afgørelse. Med hensyn til afkastmål på egenkapitalen er der efter styrelsens vurdering ikke umiddelbart forhold, som tyder på, at afkastkravet på egenkapitalen bør være steget siden fusionstidspunktet i 2003. Det skal blandt andet ses i sammenhæng med, at renteniveauet, og dermed afkastet ved en risikofri investering, er faldet markant i perioden.
38. Styrelsen vurderer derimod, at markedsforholdene i et vist omfang er ændret, for så vidt angår forskellen mellem afkastkrav og risikofri rente, kravene til kapital, reglerne om den danske afviklingsformue, samt de omkostninger som Nykredit er blevet pålagt i forbindelse med opretholdelse af sin rating fra S&P.
39. Omkostningerne forbundet med de nævnte forhold er dog hverken samlet eller hver for sig øget i en sådan grad, at det har haft en så væsentlig betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet, at tilsagnet kan ophæves. Omkostningerne har desuden ikke en karakter, der gør, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit at opfylde. Nykredit har haft en omtrent gennemsnitlig indtjening over de seneste år – sammenlignet med konkurrerende realkreditinstitutter. Nykredit opnår en i forhold til sine konkurrenter nogenlunde tilsvarende forrentning af egenkapitalen, ligesom Nykredits mulighed for mere effektiv drift næppe er udtømt. Tilsagnet har således ikke forhindret Nykredit Realkredit A/S i at generere overskud i perioden 2003 og frem til i dag.
40. Styrelsen vurderer derfor samlet set, at de ovennævnte forhold ikke er ændret i en sådan grad at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit. Disse ændrede markedsforhold udgør således ikke en saglig grund for at ophæve tilsagnet. I den vurdering er der også lagt vægt på, at mængden af udlån omfattet af tilsagnet er faldet med [...] pct. siden 2011 og nu udgør ca. [...] kr., hvilket svarer til [...] pct. af Nykredit-koncernens samlede realkreditudlån (til alle ejendoms kategorier). Det har isoleret set betydet, at tilsagn (5) er blevet mindre byrdefuldt for Nykredit.
41. Det er således samlet set Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens vurdering, at der ikke foreligger en saglig grund i form af ændrede markedsforhold, som vil kunne begrunde en ophævelse af tilsagn (5).

42. Styrelsen har undervejs i sagsforløbet haft en drøftelse med Nykredit om eventuelle nye tilsagn til modificering af tilsagn (5). Nykredit har i den forbindelse afgivet nedenstående tilbud om tilsagn til Konkurrencerådet.

*"TILSAGN A GÆLDENDE FOR BESTANDEN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Bestanden med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn A gældende for Bestanden tilbyder Nykredit:*

*For Bestanden fastsættes den gennemsnitligt vægtede bidragssats pr. lån højst til følgende ved Fuld Belåning:*

- *Fastforrentede lån med afdrag: 0,55 pct.*
- *F1-F4 (med og uden afdrag): 0,75 pct.*
- *Øvrige lån: 0,70 pct.*

*Eventuelle bidragsforhøjelser varsles i henhold til de Nye Varslingsregler, hvilket vil sige med 6 måneders varsel.*

*TILSAGN B GÆLDENDE FOR NY-UDLÅN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Ny-udlån med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn B gældende for Ny-udlån tilbyder Nykredit:*

- *At undlade at opkræve*
  - *Kurstillæg,*
  - *Kurtage eller*
  - *andre gebyrer*

*i forbindelse med obligationshandler foretaget af Nykredit til brug for indfrielse af realkreditlån hos kunder, der har opsagt lånene inden for de første 6 måneder efter Nykredits varsling af eventuelle kommende bidragsforhøjelser, og*

- *At eventuelle rabatter på bidrag, der måtte blive ydet af Nykredit til privatkunder, skal afregnes i forbindelse med kundernes kvartalsvise terminsbetalinger og skal fordeles ligeligt på terminsbetalingerne for den periode, som rabatten måtte gælde for. Dette svarer til, hvad der aktuelt gælder for Totalkredits KundeKroner.*

*Tilsagn B skal være gældende indtil den 30. juni 2024, hvor det ophører uden videre i sin helhed og for alle lån."*[fodnoter udeladt af citatet]

43. I forhold til de i dag gældende bidragssatser, jf. tilsagn (5b) medfører Nykredits tilsagn A, at bidragssatsen fastholdes uændret for fastforrentede lån med afdrag. Låntagere med F1-F4-lån kan opleve en bidragsstigning på op til 0,15 pct.-point mens satsen for øvrige lån kan stige med op til 0,10 pct.-point.
44. Styrelsen vurderer sammenfattende, at der er grundlag for at gøre Nykredits tilbud om tilsagn A om bidragssats for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit bindende.

45. I vurderingen lægges der vægt på, at merafkastkravet til kapital i forhold til den risikofri rente og afkastet ved placering af kapitalen er forøget. Da afkastkravet på egenkapitalen er uændret og indtjeningen på fondsbeholdningen er faldet, kan det begrunde en stigning i bidragssatserne. Derudover er kravene til kapitalens tabsabsorberende evne forøget i forhold til, hvad der var gældende på tidspunktet for 2011-afgørelsen. For så vidt angår ratingkravene har Nykredit umiddelbart oplevet en lempelse siden 2011, hvilket skyldes, at Nykredits aktuelle overkapitaliseringskrav fra S&P er lavere end kravet fra Moody's i 2011. Ratingforholdene udgør dog stadig et ændret markedsforsvar for Nykredit i forhold til situationen i 2003. Samlet medfører de øgede kapitalkrav, at Nykredits kapitalomkostninger er steget. Der lægges endvidere vægt på, at realkreditsektoren siden 2011-afgørelsen er blevet pålagt at indbetale til en fælles dansk afviklingsfond.
46. Endelig har styrelsen i vurderingen med en vis mindre effekt medregnet øgede kapitalkrav, der i et eller andet omfang må forventes indført i forlængelse af kommende Basel IV-anbefalinger.
47. De anførte forhold er samlet set ikke af en sådan karakter, at der er grundlag for at ophæve tilsagn (5). Styrelsen finder dog, at forholdene medfører, at der er grundlag for at lægge vægt på hensynet til Nykredit, således at det oprindelige tilsagn (5) kan modificeres med et andet og mere passende tilsagn givet de ændrede markedsforsvar.
48. Styrelsen finder i den forbindelse, at Nykredits tilsagn A med de nævnte bidragssatser – henset til de øgede omkostninger – opfylder det samme reguleringsmæssige formål som tilsagn (5b) i sin nuværende form og tilsagn (5) før 1. april 2012. Med tilsagn A vil Nykredit for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit stadig have de laveste bidragssatser i sektoren. Der lægges derigennem stadig et pres på Nykredit til at effektivisere og reducere omkostningerne, og kunderne er fortsat beskyttet mod koncentrationsbaserede prisstigninger.
49. Styrelsen lægger vægt på, at der stadig gælder et tilsagn vedrørende loft over bidragssatserne for de kunder i Nykredit Realkredit, der indgik låneaftale før Nykredit ophørte med at tilbyde nyudlån til privatkunder i Nykredit Realkredit og i stedet alene i Totalkredit. Det primære reguleringsformål med det oprindelige tilsagn er at beskytte Nykredits låntagere mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet. Dette formål understøtter Nykredits nye tilsagn.
50. Der lægges vægt på, at tilsagnet p.t. gælder for kunder med et udlån på [...] kr., svarende til [...] pct. af Nykredits samlede realkreditlån. Nykredit har således på størstedelen af forretningsområdet mulighed for selv at fastsætte niveauet for bidragssatserne.
51. For nye lån ydet i brandet Nykredit Realkredit omfatter Nykredits tilsagn B, at lånene ikke vil være omfattet af begrænsninger på bidragssatsen. Til gengæld har Nykredit for sådanne nye lån tilbudt tilsagn om, at kurtage og kursskæring/kurstillæg ved indfrielse af lånet nedsættes til nul i en periode på seks måneder efter varsling af eventuelle bidragsstigninger. Derudover har Nykredit givet tilsagn om, at eventuelle fremtidige rabatter på bidrag for lån til privatkunder i Nykredit Realkredit vil blive indrettet på en måde, så kunderne får afregnet en eventuel rabat hvert kvartal i forbindelse med terminsbetalingen (svarende til hvad der aktuelt gælder for "KundeKroner").
52. Tilsagn B udløber pr. 30. juni 2024.
53. Styrelsen vurderer, at der er grundlag for at acceptere det af Nykredit tilbudte tilsagn B om kurtage og kursskæring/kurstillæg samt udmøntning af en eventuel rabat på bidragssatsen

for nye lån i Nykredit Realkredit. Der er efter styrelsens vurdering også grundlag for at acceptere, at det nævnte tilsagn udløber pr. 30. juni 2024.

54. For så vidt angår nye kunder i Nykredit Realkredit har det oprindelige tilsagn (5) medvirket til en begrænsning i Nykredits virksomhed. Begrænsningen har bestået i, at Nykredit ikke har kunnet udstede lån i dette brand og samtidig sætte bidragssatsen frit. Det vil sige, at hvis Nykredit skulle kunne sætte bidragssatsen frit, måtte koncernen i stedet anvende brandet Totalkredit. For de nye kunder erstattes tilsagn (5) nu af et andet tilsagn B, der også medfører en begrænsning på Nykredits virksomhed. Denne nye begrænsning angående kurtage og kurs-skæring/kurstillæg ved indfrielse samt kravet til udmøntning af en eventuel rabat på bidragssatsen kan bidrage til, at kunderne nemmere kan skifte realkreditinstitut. Det kan derved blive mindre lønsomt for Nykredit Realkredit at sætte prisen op, og dermed kan tilsagnet være egnet til at øge konkurrencen.
55. Det er styrelsens vurdering, at effekten af det nye tilsagn B for nye lån alt andet lige er væsentligt mindre end den effekt, der ville have været af det oprindelige tilsagn (5), hvis Totalkredit havde været omfattet af tilsagnet og ikke kun Nykredit Realkredit.
56. Effekten af tilsagn B på Nykredits samlede udlån vurderes dog at være større end den effekt, som tilsagn (5b) har på nuværende tidspunkt, hvor Nykredit kun formidler nye lån gennem Totalkredit, og hvor der ikke gælder noget tilsagn.
57. Det nye tilsagn B er efter styrelsens vurdering en løsning, hvor der på den ene side tages hensyn til, at Nykredit ønsker at udstede lån i brandet Nykredit Realkredit igen, og på den anden side tages hensyn til, at der skal gælde et tilsagn for de nye lån i brandet på et tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen mellem Nykredit og Totalkredit stadig består.
58. For så vidt angår det forhold, at tilsagn B udløber pr. 30. juni 2024 lægger styrelsen vægt på, at effekten af tilsagn (5)/(5b) i forvejen vil være relativt begrænset i 2024, ved den nuværende bidragsstruktur, idet udlån som nævnt i dag alene sker via Totalkredit. Sammenholdt med, at der kun forventes en mindre effekt af det oprindelige tilsagn efter 2024, vurderes det som proportionalt, at tilsagn B omfatter et udløbstidspunkt fastsat til 30. juni 2024. Desuden kan anføres, at der i 2024 kun vil være få af de "gamle" lån tilbage i Nykredit Realkredit, der er omfattet af tilsagn (5b). I dag ligger mængden af udlån omfattet af tilsagn (5b) som nævnt på [...] kr. og mængden reduceres ifølge Nykredit med [...] om året.
59. Styrelsen lægger endelig vægt på, at tilsagn B med udløb pr. 30. juni 2024 vil komme til at gælde i ca. syv år. Dette vurderes at være en tilstrækkelig lang periode til, at tilsagnet er egnet til at have en virkning for kunderne i Nykredit Realkredit.
60. Samlet vurderer styrelsen, at Nykredits nye tilsagn A og B afgivet den 25. september 2017 kan accepteres i sin helhed og kan træde i stedet for tilsagn (5), tilsagn (5a) og tilsagn (5b). Der er efter styrelsens vurdering tale om en løsning, hvor der på den ene side tages hensyn til forholdene vedrørende eksisterende og nye lån i Nykredit Realkredit på et tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder stadig består, samtidig med at der tages behørigt hensyn til, at tilsagnet ikke skal være unødigt byrdefuldt for Nykredit.

## 2. AFGØRELSE

61. Konkurrencerådet træffer følgende afgørelse:
62. Det meddeles Nykredit Realkredit A/S, at de betænkeligheder omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, som ligger til grund for vurderingen af fusionen i 2003 og for vilkåret om afgivelse af tilsagn (5), fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003, og at konkurrenceforholdene på markedet stadig er af en sådan karakter, at der er behov for at tilgodese det reguleringsmæssige formål, som tilsagn (5) opfylder. Tilsagn (5) er endvidere ikke unødigt byrdefuldt at opfylde for Nykredit Realkredit A/S. Hensynet til konkurrencen, som rådet skal varetage, og som er begrundelsen for vilkåret om tilsagn (5), vejer således tungere end hensynet til Nykredit.
63. Der er derfor ikke grundlag for at ophæve det vilkår for godkendelse af fusionen, som udgør tilsagn (5).
64. Det meddeles samtidig Nykredit Realkredit A/S, at Konkurrencerådet kan acceptere de af Nykredit Realkredit A/S afgivne tilsagn A og tilsagn B, jf. tilsagnsaftale af 25. september 2017, der gøres bindende og træder i stedet for tilsagn (5), tilsagn (5a) og tilsagn (5b).
65. Tilsagnsaftalen er i sin helhed gengivet i det følgende:

# **Nykredit**

## **TILSAGNSAFTALE**

vedrørende

### **NYKREDIT REALKREDIT A/S' BIDRAGSSATSER**



# Nykredit

## 1. PRÆAMBEL

Ved Konkurrencerådets godkendelse af 14. oktober 2003 af fusionen mellem Nykredit Realkredit A/S ("Nykredit") og Totalkredit A/S ("Totalkredit") afgav Nykredit tilsagn om at sætte bidragssatsen for nye lån til kernekunder med pant i ejerboliger og fritidshuse til 0,50 pct. ved fuld belåning (herefter "Tilsagn 5")<sup>1</sup>.

Ved Konkurrencerådets afgørelse af 30. november 2011 tillod Konkurrencerådet Nykredit at fastsætte bidraget for lån med pant i ejerboliger eller fritidshuse til privatkunder i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning. Tilsagn 5 blev herved ændret til Tilsagn 5a gældende for perioden 1. april 2012 til 31. marts 2017.<sup>2</sup>

Ved skrivelse af 29. juni 2016 til Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen anmodede Nykredit om en revidering af Tilsagn 5, der ellers ville være gældende efter udløbet af Tilsagn 5a. I prioriteret rækkefølge anmodede Nykredit mere specifikt om (1) ophævelse af Tilsagn 5, (2) udfasning af Tilsagn 5 i kombination med en forhøjelse af satserne eller (3) forhøjelse af satserne.

Ved Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016 blev Tilsagn 5a forlænget for en yderligere midlertidig periode i form af Tilsagn 5b gældende i perioden fra 1. april til 30. september 2017.<sup>3</sup>

Ved høringsudkast til afgørelse af 5. maj 2017 vurderede Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, at der ikke er grundlag for at ophæve Tilsagn 5 i sin helhed. Det blev begrundet i, "at hensynet til konkurrencen, som er begrundelsen for vilkåret om [Tilsagn 5] vejer tungere end hensynet til Nykredit"<sup>4</sup>. Samlet set var det styrelsens vurdering, "at der ikke foreligger en saglig grund i form af ændrede markedsf forhold, som vil kunne begrunde en ophævelse af [Tilsagn 5]"<sup>5</sup>.

Nykredit er uenig med Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen heri<sup>6</sup>, men tilbyder alligevel herved en pakke af nye tilsagn ("De Nye Tilsagn") til erstatning for Tilsagn 5 til løsning af sagen.

## 2. DEFINITIONER

### 2.1 Aktørerne

Nykredit betyder Nykredit Realkredit A/S, CVR-nr. 12 71 92 80. Ved selskabsretlige ændringer, herunder fusion, omdannelse, spaltning m.v. af Nykredit og/eller ved Nykredits overdragelse af væsentlige aktiviteter, hvorunder lån ydet ved pantebrevsudstedelse til Nykredit (herunder lån, der indgår i Bestanden) overføres til en anden juridisk enhed end Nykredit, gælder De Nye Tilsagn fortsat for de overførte realkreditlån, medmindre andet følger af de almindelige principper om succession inden for konkurrence- og selskabsretten. Overtager den anden juridiske

<sup>1</sup> Konkurrencerådets afgørelse af 14. oktober 2003. Tilsagn 5 indholder også et løfte om gratis indskrivning af egne obligationer i Værdipapircentralen.

<sup>2</sup> Konkurrencerådets afgørelse af 30. november 2011.

<sup>3</sup> Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016. Ophævsdatoen er i afgørelsen afsløret som: "(f)orsliddato dato af følgende: (1) den 30. september 2017, eller (2) datoen for Konkurrencerådets afgørelse i sagen foranlediget af anmodningen af 29. juni 2016 fra Nykredit Realkredit A/S om revidering af Tilsagn 5 (eller en i den afgrænsede ændringsdato uanset at denne ikke måtte være foreskrevet)".

<sup>4</sup> Para. 21 og 575.

<sup>5</sup> Para. 40 og 894.

<sup>6</sup> Som Nykredit har redegjort for i sine høringsvar til Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen.

# Nykredit

enhed i den forbindelse Nykredits realkreditaktivitet på privatområdet finder Tilsagn B tillige anvendelse på realkreditlån, der måtte blive ydet af dette selskab efter transaktionens gennemførelse, medmindre andet følger af de almindelige principper om succession inden for konkurrence- og selskabsretten.

Totalkredit betyder Totalkredit A/S, CVR-nr. 21 83 22 78.

## 2.2 Øvrige definitioner

Bestanden betyder den eksisterende bestand af lån til privatkunder ydet af Nykredit i perioden fra fusionen mellem Nykredit Realkredit A/S og Totalkredit A/S i oktober 2003 til tidspunktet for Konkurrencerådets Afgørelse, der pr. 30. juni 2017 udgjorde lån med en samlet restgæld på kr.

De Nye Tilsagn betyder de tilsagn, Nykredit tilbyder i henhold til pkt. 3 - 7 i denne Tilsagnsaftale, og som benævnes "Tilsagn A" og "Tilsagn B".

F1-F4 lån med og uden afdrag betyder rentetilpasningslån omfattet af Bestanden, hvor lånets rente er aftalt for en periode på 1-4 år, hvorefter den fastsættes på ny ved refinansiering af de bagvedliggende obligationer – uanset om de er ydet helt eller delvist med afdragsfrihed.

Fastforrentede lån med afdrag betyder obligationslån omfattet af Bestanden med fast rente og uden afdragsfrihed i hele lånets løbetid.

Fuld Belåning betyder maksimal belåning op til den lovbestemte lånegrænse og med første prioritet. For ejerboliger betyder fuld belåning således et lån i belåningsintervallet 0-80% af ejendommens værdi på udbetalingstidspunktet og for fritidshuse 0-60% (som var den maksimale lånegrænse på fusionstidspunktet).

Konkurrencerådets Afgørelse betyder Konkurrencerådets afgørelse i nærværende sag, som gør denne Tilsagnsaftale bindende for Nykredit.

Kurstillæg betyder et tillæg til handelskursen, der opkræves af Nykredit, hvis Nykredit handler obligationer i forbindelse med indfrielse af et realkreditlån.

Kurtage betyder et vederlag på en andel af kursværdien af obligationerne, der opkræves af Nykredit, hvis Nykredit handler obligationer i forbindelse med indfrielse af et realkreditlån.

Nye Varslingsregler betyder de regler i lov om finansiel virksomhed, § 53b-d for varsling af forhøjelse af bidrags-satserne, som er vedtaget ved lov nr. 667 af 8. juni 2017, og som trådte i kraft 1. juli 2017.

Ny-udlån betyder eventuelle realkreditlån, der måtte blive ydet af Nykredit til privatkunder ved aftaleindgåelse i form af pantebrevsudstedelse til Nykredit efter Konkurrencerådets Afgørelse samt realkreditlån til privatkunder, der er ydet af andre end Nykredit, men som efter Konkurrencerådets Afgørelse måtte blive overdraget til Nykredit til andre formål end fælles funding. Ny-udlån omfatter ikke realkreditlån, der indgår i Bestanden samt eventuelle realkreditlån til private, som er/måtte blive ydet af Totalkredit ved aftaleindgåelse i form af pantebrevsudstedelse til Totalkredit, og som måtte være/blive fundet fælles med Nykredit.

Øvrige lån betyder lån omfattet af Bestanden til privatkunder i Nykredit, der ikke er Fastforrentede lån med afdrag eller F1-F4 lån.

# Nykredit

## 3. DE NYE TILSAGN

Det er et grundlæggende vilkår for De Nye Tilsagn, at de alene gælder for realkreditlån til privatkunder ydet af Nykredit.

## 4. TILSAGN A GÆLDENDE FOR BESTANDEN

Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Bestanden med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.

Som et nyt Tilsagn A gældende for Bestanden tilbyder Nykredit:

For Bestanden fastsættes den gennemsnitligt vægtede bidragsats pr. lån<sup>7</sup> højst til følgende ved Fuld Belåning:

- Fastforrentede lån med afdrag: 0,55 pct.
- F1-F4 (med og uden afdrag): 0,75 pct.
- Øvrige lån: 0,70 pct.

Eventuelle bidragsforhøjelser varsles i henhold til de Nye Varslingsregler, hvilket vil sige med 6 måneders varsel.

## 5. TILSAGN B GÆLDENDE FOR NY-UDLÅN

Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Ny-udlån med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.

Som et nyt Tilsagn B gældende for Ny-udlån tilbyder Nykredit:

- At undlade at opkræve
  - Kurstillæg,
  - Kurtage eller
  - andre gebyrer

i forbindelse med obligationshandler foretaget af Nykredit til brug for indfrielse af realkreditlån<sup>8</sup> hos kunder, der har opsagt lånene inden for de første 6 måneder efter Nykredits varsling af eventuelle kommende bidragsforhøjelser, og

- At eventuelle rabatter på bidrag, der måtte blive ydet af Nykredit til privatkunder, skal afregnes i forbindelse med kundernes kvartalsvise terminsbetalinger og skal fordeles ligeligt på terminsbetalingerne for den periode, som rabatten måtte gælde for. Dette svarer til, hvad der aktuelt gælder for Totalkredits KundeKroner.

<sup>7</sup> Bidragsatsen fastsættes for det enkelte lån. Nykredits bidragsmodel er intervalopdielt efter lånets belåningsinterval (lånets størrelse og prioritetsforhold til ejendommens vurderede belåningsværdi), som fastsættes ved lånets udbetaling.

<sup>8</sup> Jf. § 54d i lov nr. 667 af 8. juni 2017 om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om ejendomskreditselskaber og lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v.

# Nykredit

Tilsagn B skal være gældende indtil den 30. juni 2024, hvor det ophører uden videre i sin helhed og for alle lån.

## 6. REVISIONSKLAUSUL

Nykredit kan fremsætte en begrundet anmodning til Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om at revidere De Nye Tilsagn.

Når Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen vurderer, om der er grundlag for at tillade Nykredit helt eller delvist at ophæve, ændre eller udskifte De Nye Tilsagn, vil det ske efter de almindelige forvaltningsretlige regler. I denne vurdering kan bl.a. inddrages, om der foreligger sådanne ændringer i faktiske eller retlige forhold mv., at det kan begrunde en ændring af de afgivne tilsagn, herunder om de er blevet mere byrdefulde for Nykredit end på tidspunktet for Konkurrencerådets Afgørelse. Et konkret eksempel på sådanne ændrede faktiske forhold kunne være ændringer i den finansielle regulering, for eksempel i konsekvens af Basel Komiteens endelige anbefalinger (Basel IV) eller ændringer i Totalkreditsamarbejdet.

## 7. BETINGELSER

De Nye Tilsagn er betingede af Konkurrencerådets Afgørelse, som indebærer, at De Nye Tilsagn træder i stedet for Tilsagn 5, 5a og 5b.

De hermed afgivne Nye Tilsagn bortfalder, såfremt samarbejdet mellem Nykredit og Pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet ophører. Såfremt et eller flere pengeinstitutter i Totalkreditsamarbejdet udtræder, gælder tilsagnet fortsat for Nykredit, men i så fald vurderer Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen efter anmodning fra Nykredit, om der er grundlag for at revidere De nye Tilsagn i henhold til revisionsklausulen i aftalens punkt 6.

\*  
\* \*

København, den 25. september 2017

For Nykredit Realkredit A/S

  
Michael Rasmussen

  
Kim Duus

SIDE 5

## 3. SAGSFREMSTILLING

### 3.1 INDLEDNING

66. Nykredit har den 29. juni 2016 anmodet Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om en revision af det tilsagn (5), som Nykredit afgav i forbindelse med fusionen mellem Nykredit og Totalkredit i 2003. Denne anmodning er genstand for behandling i nærværende sag.
67. Det pågældende tilsagn (5) har været genstand for en række tidligere sager for Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen/Konkurrencerådet, Konkurrenceankenævnet og domstolene. Nedenfor følger et overblik over de relevante sager.
68. Den 14. oktober 2003 godkendte Konkurrencerådet fusionen mellem Nykredit og Totalkredit (herefter '2003-afgørelsen').<sup>1</sup> I forbindelse med Konkurrencerådets godkendelse af fusionen afgav Nykredit en række tilsagn, hvis efterlevelse var et vilkår for fusionsgodkendelsen. Et af disse tilsagn var tilsagn (5) vedrørende Nykredits nedsættelse af administrationsbidrag til 0,50 pct. på realkreditlån:

*"(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."*

69. Den 23. februar 2010 meddelte Nykredit ved en pressemeddelelse, at Nykredit og Totalkredit ville forhøje administrationsbidraget for realkreditlån til privatkunder med virkning fra 1. april 2010 for nye lån og med virkning fra 1. juli 2010 for eksisterende lån.
70. Konkurrencerådet vurderede ved afgørelse af 23. juni 2010 i sagen om *Nykredits annoncerede forhøjelse af privatkunders administrationsbidrag*, at tilsagn (5) ikke var tidsbegrænset, og at den annoncerede forhøjelse ville være en overtrædelse af vilkåret for Konkurrencerådets godkendelse af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit af 14. oktober 2003. Højesteret stadfæstede ved afgørelse af 3. juni 2014, at tilsagn (5) ikke er tidsbegrænset.<sup>2</sup>
71. Konkurrencerådet anførte dog også følgende i afgørelsen af 23. juni 2010:

*"Efter omstændighederne og henset til tilsagnets karakter og den tid, der er gået, siden tilsagnet blev afgivet, har Konkurrencestyrelsen tilkendegivet, at styrelsen vil vur-*

---

<sup>1</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 14. oktober 2003, *Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit*.

<sup>2</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 35.

*dere, om de faktiske forhold, herunder de markedsmæssige og regulatoriske forhold, har ændret sig i et sådant omfang, at tilsagnet bør ændres eller ophæves.”<sup>3</sup>*

72. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen vurderede herefter, om Nykredits tilsagn om administrationsbidrag skulle ophæves eller ændres. Konkurrencerådet fandt i den forbindelse ved afgørelse af 30. november 2011 i sagen om *Nykredits tilsagn om administrationsbidrag* (herefter ’2011-afgørelsen’), at der ikke var grundlag for at ophæve tilsagn (5). Rådet kunne dog acceptere et midlertidigt tilsagn (5a), hvor Nykredit i en femårig periode fik mulighed for at hæve bidragssatsen til højst 0,55 pct./0,60 pct. ved fuld belåning afhængig af låneprodukt:

*”I perioden 1. april 2012 til 31. marts 2017 fastsættes bidraget for private lån i ejerbolig eller fritidshus i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning.”<sup>4</sup>*

73. Nykredit indbragte tillige 2011-afgørelsen for Konkurrenceankenævnet og domstolene. Højesteret fandt ikke det fornødne sikre grundlag for at tilsidesætte Konkurrencerådets konkurrencemæssige skøn om, at tilsagn (5) ikke kunne ophæves, men at tilsagnet var blevet så byrdefuldt for Nykredit, at vilkåret om bidragets størrelse burde lempes på en sådan måde, at både hensynet til konkurrencen og hensynet til Nykredit blev tilgodeset.<sup>5</sup>
74. Den 22. april 2013 anmodede Nykredit Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om at godkende, at tilsagn 5 og tilsagn (5a) blev ændret, således at bidragssatserne kunne forhøjes yderligere. Dette ville medføre, at tilsagn (5a) skulle erstattes af et nyt tilsagn. Styrelsen meddelte Nykredit den 24. oktober 2013, at der ikke var grundlag for genoptagelse af sagen om vurdering af Nykredits afgivne tilsagn (5) og tilsagn (5a).
75. Den 29. juni 2016 fremsendte Nykredit på ny en anmodning om revidering af tilsagn (5). Det er denne anmodning, der er genstand for behandling i nærværende sag.
76. Nykredit har parallelt hermed anmodet om en midlertidig forlængelse af tilsagn (5a), der maksimalt skulle vare seks måneder efter den 31. marts 2017, eller indtil det tidspunkt, hvor Konkurrencerådet har truffet afgørelse i sagen om en revurdering af tilsagn (5), hvis dette sker inden udløbet af de nævnte seks måneder.
77. Konkurrencerådet vurderede ved afgørelse af 21. december 2016 i sagen om *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, at der var grundlag for en midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a). Konkurrencerådet accepterede i den forbindelse Nykredits afgivne tilsagn (5b):

*”I perioden fra 1. april 2017 til den førstkommende dato af følgende:*

*(1) den 30. september 2017, eller*

---

<sup>3</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010, *Nykredits annoncerede forhøjelse af privatkunders administrationsbidrag*, punkt 13.

<sup>4</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 30. november 2011, *Nykredits tilsagn om administrationsbidrag*, punkt 47.

<sup>5</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 36-37.

*(2) datoen for Konkurrencerådets afgørelse i sagen foranlediget af anmodningen af 29. juni 2016 fra Nykredit Realkredit A/S om revurdering af Tilsagn 5 (eller en i den afgørelse fastsat ændringsdato uanset at denne ikke måtte være førstkommende)*

*fastsættes bidraget for private lån i ejerbolig eller fritidshus i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning.”<sup>6</sup>*

78. Det følger således af Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, at Nykredit i den ovenfor bestemte periode fortsat kan fastsætte en bidragssats på 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning for private realkreditlån i Nykredit Realkredit A/S.
79. Nærværende sag handler som anført om Nykredits hovedanmodning af 29. juni 2016. I denne anmodning har Nykredit mere specifikt anmodet om følgende, i prioriteret rækkefølge:

*”1. Ophævelse af tilsagn 5*

*2. Udfasning af tilsagn 5 over en periode på tre-fem år, men i kombination med pkt. 3 nedenfor i udfasningsperioden.*

*3. Et nyt tilsagn 5a, hvorefter Nykredit tillades at forhøje satserne i en ny femårig periode fra 1. april 2017 for lån i ejerboliger og fritidshuse.”*

80. Styrelsen skal i denne sag i første omgang vurdere, om der er grundlag for at ophæve tilsagn (5).
81. Det vil på baggrund af en henvendelse fra de fusionerede virksomheder være muligt at ændre et tilsagn, hvis det ændrede tilsagn kan modvirke de skadelige virkninger af fusionen. På den baggrund har styrelsen undervejs i sagsforløbet haft en drøftelse med Nykredit om eventuelle nye tilsagn til modificering af tilsagn (5).
82. Nykredit har i den forbindelse afgivet nedenstående tilbud om tilsagn af 25. september 2017.

*”TILSAGN A GÆLDENDE FOR BESTANDEN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Bestanden med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn A gældende for Bestanden tilbyder Nykredit:*

*For Bestanden fastsættes den gennemsnitligt vægtede bidragssats pr. lån højst til følgende ved Fuld Belåning:*

- Fastforrentede lån med afdrag: 0,55 pct.*
- F1-F4 (med og uden afdrag): 0,75 pct.*
- Øvrige lån: 0,70 pct.*

---

<sup>6</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, punkt 31.

Eventuelle bidragsforhøjelser varsles i henhold til de Nye Varslingsregler, hvilket vil sige med 6 måneders varsel.

#### TILSAGN B GÆLDENDE FOR NY-UDLÅN

Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Ny-udlån med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.

Som et nyt Tilsagn B gældende for Ny-udlån tilbyder Nykredit:

- At undlade at opkræve
  - Kurstillæg,
  - Kurtage eller
  - andre gebyrer

i forbindelse med obligationshandler foretaget af Nykredit til brug for indfrielse af realkreditlån hos kunder, der har opsagt lånene inden for de første 6 måneder efter Nykredits varslings af eventuelle kommende bidragsforhøjelser, og

- At eventuelle rabatter på bidrag, der måtte blive ydet af Nykredit til privatkunder, skal afregnes i forbindelse med kundernes kvartalsvise terminsbetalinger og skal fordeles ligeligt på terminsbetalingerne for den periode, som rabatten måtte gælde for. Dette svarer til, hvad der aktuelt gælder for Totalkredits KundeKroner.

Tilsagn B skal være gældende indtil den 30. juni 2024, hvor det ophører uden videre i sin helhed og for alle lån.”[fodnoter udeladt af citatet]

83. I sagen skal det således også vurderes, om – hvis der ikke er grundlag for at ophæve tilsagn (5) – Nykredits tilbud om nye tilsagn skal gøres bindende og træde i stedet for tilsagn (5)/(5a)/(5b).
84. Som en gennemgående bemærkning til sagen skal det anføres, at når der refereres til 'tilbagekaldelse/ophævelse eller ændring af tilsagn (5)', forstås retteligt tilbagekaldelse/ophævelse eller ændring af det vilkår for godkendelse af fusionen, som udgør tilsagn (5) afgivet af parterne i forbindelse med fusionen.
85. Afsnittene i sagsfremstillingen belyser forskellige forhold af relevans for sagen. Nedenfor følger et overblik over afsnittene:
  - Fakta om markedet (afsnit 3.2)
  - Relevante uddrag fra tidligere sager om tilsagn (5) (afsnit 3.3-3.6)
  - Realkreditinstitutternes bidragssatser og markedsandele (afsnit 3.7-3.8)
  - Nykredits indtjening mv. siden 2005 (afsnit 3.9)
  - Kapitalkrav til markedets aktører (afsnit 3.10)
  - Andre nøgletal (afsnit 3.11).
  - Nykredits anmodning og hørings svar (afsnit 3.12)



### 3.2 REALKREDITMARKEDET

86. I dette afsnit gennemgås de væsentligste karakteristika for det danske realkreditmarked<sup>7</sup>. Afsnit 3.2 danner således basis for forståelsen af flere af de forhold, som Nykredit har fremført som argumenter for at tilbagekalde eller ændre tilsagn (5).
87. Realkreditmarkedet er et stort marked med stor betydning for hele det danske samfund. De danske realkreditinstitutter havde i slutningen af 2015 udlån for samlet set 2.551 mia. kr., hvor udlån til ejerboliger og fritidshuse udgjorde 1.454 mia. kr., svarende til 57 pct. af det samlede realkreditudlån.<sup>8</sup>
88. Det danske realkreditmarked er karakteriseret ved relativt få aktører, hvor Nykredit<sup>9</sup>, Realkredit Danmark og Nordea Kredit er de største. Dertil kommer BRFkredit med en mindre markedsandel, som dog er steget siden 2011-afgørelsen blandt andet i kraft af BRFkredits fusion med Jyske Bank i 2014.<sup>10</sup> Derudover eksisterer der de mere nicheprægede realkreditinstitutter DLR med udlån til landbrugsejendomme, gartnerier, private udlejningsejendomme og private andelsboliger, samt LR Realkredit der udbyder realkreditlån til almene boligbyggerier, andelsboligforeninger, undervisningsinstitutioner og sociale områder samt sport og kultur.
89. For nuværende er det således kun fire aktører, som tilbyder realkreditlån med pant i ejerboliger og fritidshuse, nemlig Nykredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit.
90. Realkreditlån udstedes med pant i fast ejendom indenfor nogle af lovgivningen fastsatte lånegrænser (80 pct. for ejerbolig, 75 pct. for fritidshuse,<sup>11</sup> 70 pct. for landbrug, og 40 pct. for ubebyggede grunde).<sup>12</sup> Disse lånegrænser betyder, at realkreditobligationer er relativt sikre fra et investorsynspunkt, idet sandsynligheden for, at værdien af den bagvedliggende sikkerhed for lånet (den faste ejendom) bliver mindre end det udestående lån i tilfælde af boligprisfald, mindskes.
91. Finanstilsynet fører tilsyn med realkreditinstitutternes virksomhed. Finanstilsynet har etableret en tilsynsdiamant, som bl.a. skal begrænse realkreditinstitutterne i at tage overdreven risiko. Tilsynsdiamanten består af fem pejlemærker, som Finanstilsynet anser for at være forbundet med en forhøjet risiko.<sup>13</sup>
92. Den danske realkreditmodel er kendetegnet ved det såkaldte balanceprincip. Hermed forstås, at der er en-til-en sammenhæng imellem det lån, som forbrugeren optager og obligationerne, som realkreditinstitutterne udsteder til at finansiere lånet.<sup>14</sup>

---

<sup>7</sup> Når der i afsnit 3 henvises til 'det danske realkreditmarked', skal dette ikke forstås som det relevante marked i konkurrenceretlig forstand. Terminologien anvendes alene for at lette læsningen af afsnittet.

<sup>8</sup> Jf. Danmarks Statistik, MFI-statistikken, december 2015.

<sup>9</sup> Nykredit dækker både over Nykredit Realkredit og Totalkredit.

<sup>10</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 30. april 2014, *Jyske Banks overtagelse af BRF-Kredit*.

<sup>11</sup> Lånegrænsen for fritidshuse er med lov af nr. 387 af 26. april 2017 om ændring af lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. og lov om finansiel virksomhed, blevet ændret fra 60 til 75 pct.

<sup>12</sup> Jf. [www.realkreditraadet.dk](http://www.realkreditraadet.dk).

<sup>13</sup> Se nærmere om tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter på Finanstilsynets hjemmeside: <https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/Arkiv/Presse-2014/Pressemeddelelse-tilsynsdiamant-realkreditinstitutter-021214>.

<sup>14</sup> Med Folketingets vedtagelse af loven om særligt dækkede obligationer (Lov nr. 577 af 06/06/2007 Lov om ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love) fik obligationsudstedere lov til at vælge mellem to balanceprincipper – det overordnede og det specifikke. Det specifikke balanceprincip svarer nogenlunde til det beskrevne en-til-en princip, mens der ved det overordnede balanceprincip er givet en vis

93. Balanceprincippet betyder, at realkreditinstitutter ikke via låntagers rente og/eller afdragsbetalinger opnår nogen indtægt til dækning af omkostninger og afdækning af kreditrisici, dvs. risici forbundet med, at låntagerne kan komme i en situation, hvor de ikke betaler afdrag og renter rettidigt. Realkreditinstituttet opkræver derfor et administrationsbidrag og evt. andre gebyrer (fx kursskæring) til realkreditinstituttet. Administrationsbidraget og gebyrer m.v. medgår til at betale for formidling og administration af lånet, samt de forventede tab, som skyldes, at nogle låntagere ikke kan overholde deres betalingsforpligtelser. Betalingen af bidrag m.v. kan samtidig medgå til at skabe kapitalgrundlag for vækst i udlånet og til at aflønne ejerne af den investerede kapital i institutterne.
94. Bidragssatsen bliver fastsat ud fra låntagerens belåningsprocent på belåningstidspunktet, men realkreditinstitutterne har klausuler i deres låneaftaler, som sikrer, at de har ret til at ændre på bidragssatsen i låneperioden, eksempelvis hvis der skulle ske ændringer i markedsforholdene.
95. Bidraget angives som en procentsats af obligationsrestgælden og betales så længe lånet løber. Bidragssatsen kan eksempelvis være afhængig af lånetype og lånets risikoprofil. Samtlige institutter har en højere bidragssats for lån med høj belåningsgrad, der er forbundet med mere risiko end lån med lav belåningsgrad.
96. Hvis låntageren ønsker at skifte lån – enten ved konvertering eller ved skifte af realkreditinstitut – skal der betales skifteomkostninger. Den præcise samlede omkostning afhænger af omstændighederne, men et skifte for et lån på 1 mio. kr. koster mindst 10.000 kr. i omkostninger til realkreditinstitutter og bank, og dertil vil der ofte være et kurstab på typisk 10 - 30.000 kr.<sup>15</sup>
97. Realkreditobligationer handles på obligationsmarkedet, hvor professionelle investorer køber de udstedte realkreditobligationer til markedskurs. Jo højere kurs obligationen kan sælges til i markedet, jo lavere kurstab vil låntager opleve. Et lavt kurstab betyder omvendt, at forskellen mellem hovedstol (dvs. det oprindeligt lånte beløb inklusive stiftelsesomkostninger) og udbetalt låneprovenu, og dermed låneomkostningen for låntager, mindskes. Determinanter for obligationens kurs er blandt andet obligationens risikoprofil og dens *likviditet*, dvs. hvor om sættelig obligationen er på markedet.
98. Afgørende for obligationens likviditet er blandt andet seriestørrelse.<sup>16</sup> Obligationer udstedes i serier, dvs. "bundter" af ens obligationer. Jo større serier jo lettere vil det, alt andet lige, være for investor at handle med obligationen. En lille serie, eller en lukket serie, vil derimod øge investors risiko for et kurstab.
99. Obligationsserier organiseres i såkaldte kapitalcentre, jf. boks 3.1, dvs. afdelinger eller puljer, der har en selvstændig reservefond og i de fleste tilfælde også egen kapitalcenterrating, jf. boks 3.2. Et kapitalcenter er således en samling eller pulje af lån, der tilsammen som portefølje har en given risiko.<sup>17</sup>

---

fleksibilitet til at afvige fra en-til-en modellen. Samtlige institutter vælger fortsat at anvende det specifikke balanceprincip.

<sup>15</sup> Styrelsens egne beregninger foretaget på baggrund af data indhentet fra realkreditinstitutterne. Se fx også ekspertudvalgets rapport om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet afsnit 7.2

<sup>16</sup> Se fx "Rapport fra ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet", september 2016, side 97.

<sup>17</sup> Se herom i "Rapport fra ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet", september 2016, side 10. Begrebet "kapitalcenter" er ikke defineret direkte i lovgivningen, der stadig anven-

100. Et realkreditinstitut sammensætter typisk et kapitalcenter af obligationsserier med en bestemt profil, fx rentetilpasningslån, erhvervslån eller lign. eller af et mix af forskellige lånetyper. Ved at samle lån i ét kapitalcenter, opnås et kapitalcenter med en given risiko. Realkreditinstituttet kan så tilpasse den til kapitalcentret hørende reservefond, så den dels opfylder lovens krav, dels opfylder et evt. kreditvurderingsbureaus krav til reservefonden for at tildele kapitalcentret en given rating, jf. boks 3.2.

### Boks 3.1 Realkreditens organisering af udlån

Et realkreditinstitut organiserer sit udlån i forskellige afdelinger eller puljer af aktiver, kaldet kapitalcentre. Et realkreditinstitut vil typisk have flere kapitalcentre. Et kapitalcenter er en gruppe af obligationsserier, der har sikkerhed i en gruppe af tilhørende lån og en seriereservefond. Der er fælles hæftelse indenfor kapitalcentret, således, at hvis én låntager misligholder sit lån, dækkes tabet af kapitalcentrets reservefond. Skulle det ske, at reservefonden ikke er tilstrækkelig til at dække tab i et givent kapitalcenter, vil det udstedende realkreditinstitut i sidste ende skulle dække dette tab.

Forventede tab som følger af, at låntagere misligholder deres lån (og derfor ikke betaler renter og afdrag) dækkes som udgangspunkt via indtægter fra bidraget mv. Reservefonden skal dække de eventuelle tab, der ligger herudover. Uden en reservefond (kapital) til at dække sådanne tab, ville obligationskøbere have en større risiko ved at investere i realkreditobligationer, hvormed den rente låntager ville skulle betale ville være højere.

Reservefonden skal opfylde lovgivningens krav, men realkreditinstituttet kan også øge reservefondens størrelse udover lovens krav, såkaldt overkapitalisering, med henblik på at skabe yderligere sikkerhed i kapitalcentret. Overkapitalisering reducerer risikoen for at støde mod regulatoriske krav under svage konjunkturer og kan benyttes til at imødekomme et kreditvurderingsbureaus specifikke reservekrav for at opnå eller opretholde en given kapitalcenter-rating, jf. boks 3.2.

Konstellationen med kapitalcentre og tilhørende seriereservefond betyder, at det i udgangspunktet er det kapitalcenter, hvori der konstateres tab, der berøres af tabet.

Kilde: Nykredit Realkredit A/S, Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen<sup>18</sup>

### 3.2.1 Rating

101. Obligationens eller realkreditinstituttets kreditrisiko er bl.a. udtrykt ved ratingen. En *rating* eller kreditvurdering kategoriserer fx et realkreditinstituts eller de enkelte obligationsserier/kapitalcentres *kreditkvalitet*. Ratingbureauerne rater således de danske realkreditinstitutter med henblik på at vurdere, hvor stor risikoen er for, at investorerne taber penge på deres investering i realkreditinstituttet eller i obligationen eller ikke modtager betaling rettidigt. En høj rating svarer til en høj grad af sikkerhed. En obligation med AAA-rating (Standard & Poor's metodologi) vurderes således relativt mere sikker end en obligation med en lavere BBB rating. Nedenstående boks 3.2 uddyber ratingbureauet Standard & Poor's (S&P)<sup>19</sup> metodologi.

---

der begrebet "reservefond" eller "seriereservefond" om denne konstruktion. Men i bemærkningerne til ændringer af Lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v. i fx 2010 fremgår det, at "kapitalcenter" defineres som en gruppe af fælleshæftende serier med en fælles seriereservefond.

<sup>18</sup> Jf. også 2011-afgørelsen, punkt 156.

<sup>19</sup> Inden for den finansielle sektor foretager bl.a. Fitch Ratings, S&P og Moody's ratings. I det følgende tages kun udgangspunkt i S&P's metodologi, idet Nykredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFKredit for nuværende alle samarbejder med dette ratingbureau. Således opsagde BRFKredit i 2011, Realkredit Danmark i 2011 og Nykredit i 2012 deres samarbejde med ratingbureauet Moody's.

**Boks 3.2**  
**Rating metodologi for**  
**S&P**

S&P anvender følgende system til at angive kreditvurderinger:

Investment Grade	AAA	Extremely strong capacity to meet financial commitments. Highest rating
	AA	Very strong capacity to meet financial commitments
	A	Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions and changes in circumstances
	BBB	Adequate capacity to meet financial commitments, but more subject to adverse economic conditions
	BBB-	Considered lowest investment-grade by market participants
Speculative Grade	BB+	Considered highest speculative-grade by market participants
	BB	Less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions
	B	More vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial commitments
	CCC	Currently vulnerable and dependent on favorable business, financial and economic conditions to meet financial commitments
	CC	Highly vulnerable; default has not yet occurred, but is expected to be a virtual certainty
	C	Currently highly vulnerable to non-payment, and ultimate recovery is expected to be lower than that of higher rated obligations
	D	Payment default on a financial commitment or breach of an imputed promise; also used when a bankruptcy petition has been filed or similar action taken

Ratingerne fra 'AA' til 'CCC' kan gradbøjes yderligere med "+" eller "-" til at angive en given udsteders/obligations placering indenfor en kategori.

**Kapitalcenter - og udstederrating**

Der eksisterer principielt to typer af rating for realkreditinstitutter; en kapitalcenterrating og en udstederrating (også kaldet issuer rating).

*Kapitalcenterrating* er ratingen af det specifikke kapitalcenter, hvori realkreditinstitutter samler en gruppe af obligationsserier, der har sikkerhed i en gruppe af tilhørende lån og en fælles seriereservefond. *Udstederrating* er ratingen af det udstedende realkreditinstitut, eksempelvis Nykredit Realkredit.

Kapitalcenterratingen vil til dels afhænge af realkreditinstituttets udstederrating. Et institut kan dog principielt opnå en AAA-rating på et kapitalcenter, uanset udstederrating, hvis kapitalcentrets seriereservefond er tilstrækkelig stor. Ved en nedjustering af et realkreditinstituts udstederrating, vil et ratingbureau således stille krav om ekstra sikkerhed i kapitalcentrets reservefond, såfremt kapitalcentrets rating ønskes holdt på uændret niveau. Den ekstra sikkerhed benævnes også "overkapitalisering", og ratingbureauernes krav til supplerende sikkerhed kaldes derfor også for "overkapitaliseringskrav".

**Den løbende rating**

Kreditvurderingen foregår løbende. Nogle gange om året afholdes møder med ratingbureauet, der efterfølgende melder ratingen ud. Ratingbureauet kan bevare den eksisterende rating, sætte den op eller sætte den ned.

Til hver rating hører et såkaldt *Outlook*. Et Outlook kan være "Negative", "Positive", "Stable" eller "Developing" og giver en indikation af ratingbureauets aktuelle forventning til ratingens fremtidige udvikling.

S&P benytter desuden betegnelsen "Creditwatch", hvor der kan ske ændringer indenfor de kommende 90 dage som følge af særlige begivenheder eller omstændigheder. En rating kan

dog også ændres direkte fra et stable Outlook eller uden at have været på Creditwatch.

Ratingbureauet vil via en pressemeddelelse informere markedet om årsagen til en ratings Outlook.

**Kilde:** Guide to Credit Rating Essentials, July 2015, Standard & Poor's samt Nykredit Realkredit A/S.

102. For låntager betyder den danske realkreditmodel og den generelt høje sikkerhed for investeringer i realkreditobligationer, at låntager kan opnå en relativt billig finansiering af fast ejendom inden for de fastsatte lånegrænser.
103. Traditionelt set har realkreditlån været fastforrentede med løbetid på 30 år, men med introduktionen af rentetilpasningslån i 1996, muligheden for afdragsfrihed i 2003, de såkaldte garantilån i 2004 og de nye Kort-lån i 2013, er låneudbudet blevet mere varieret. Det mere varierede udbud af lånetyper betyder alt andet lige flere, og mindre obligationsserier.
104. De fire store realkreditinstitutter (Nykredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFKredit) har alle højeste rating (AAA) hos S&P for så vidt angår de særligt dækkede obligationer, som ligger til grund for institutternes realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse.<sup>20</sup>
105. Med hensyn til udstederratingen, så varierer den lidt mere: Nykredit har en langsigtet udstederrating hos S&P på A mens den kortsigtede udstederrating er A-1. "Outlook" er stabilt. Til sammenligning har BRFKredit en lang udstederrating hos S&P på A- og den korte rating er A-2 med stabilt "outlook". På udstederratingen har Nykredit således højere rating end BRFKredit. Realkredit Danmark har ikke en udstederrating hos S&P (dog en lang rating hos Fitch på A og en kort på F1 (Fitch bruger et andet system end S&P)). For så vidt angår udstederrating nyder Nordea Kredit godt af moderselskabet Nordea Bank AB, som hos S&P har en lang udstederrating på AA-, mens den korte udstederrating er A-1+ - altså højere end både Nykredit og BRFKredit, om end en sammenligning er vanskelig, da Nordea Bank AB er en svensk bank og samtidig er noget større end de danske realkreditinstitutter.

### 3.2.2 Prioritetslån

106. En række af aktørerne på realkreditmarkedet udbyder også prioritetslån. Prioritetslån er en bred betegnelse for boligkreditter, der oftest har en mere fleksibel karakter end et realkreditlån. Prioritetslån beskrives i hovedtræk i nedenstående boks 3.3:

#### Boks 3.3 Pengeinstitutters prioritetslån

Prioritetslån udbydes af pengeinstitutter som et alternativ til realkreditlån. I udgangspunktet udstedes prioritetslån med 1. prioritetspant i boligen, men begrebet "prioritetslån" anvendes bredt og dermed også for lån, hvor pengeinstituttet får efterstillet pant. Lån med efterstillet pant vil have højere risiko for pengeinstituttet end lån med 1. prioritetspant, idet kreditoren med efterstillet pant har mindre sandsynlighed for at få tilbagebetalt lånet, hvis låntageren kommer i betalingsvanskeligheder. Et lån med efterstillet pant vil derfor som udgangspunkt være dyrere – dvs. med en højere rente – end et lån med 1. prioritetspant.

Prioritetslån er således en betegnelse for flere forskellige typer lån, der kan være struktureret på forskellige måder. Prioritetslån er typisk mere fleksible end realkreditlån, særligt de lån, der udstedes på pengeinstitutternes egne balancer, fordi der er mulighed for at aftale fx eks-

<sup>20</sup> Se institutternes hjemmesider. Realkredit Danmark har hos ratingbureauet Fitch en obligationsrating på AA+ for kapitalcenter T, som står for udlån med refinansiering. Hos S&P har nævnte kapitalcenter T en AAA-rating.

traordinær indfrielse eller udskydelse af et afdrag. I nogle tilfælde er prioritetslån udformet som traditionelle boliglån og i andre tilfælde består et prioritetslån af to konti; en indlånskonto og en udlånskonto. For så vidt angår prioritetslån med en indlåns- og udlånskonto, indbetales lånets provenu på indlånskontoen, mens udlånskontoen har tilsvarende negativ saldo svarende til lånets værdi. Der er samme rente på ind- og udlånskonto, og der betales ligesom på en kassekredit kun rente på nettolånet, dvs. forskellen mellem de to konti. Pantet dækker i udgangspunktet hele bruttoudlånet.

Prioritetslån kan potentielt være billigere end andre traditionelle banklån, hvor der betales rente af hele lånebeløbet. Denne type prioritetslån kan finansiere 0-80 pct. af en ejerboligs værdi og 0-75 pct. af en fritidsboligs værdi. Renten på prioritetslån kan være fastsat ud fra Nationalbankens rentesatser eller CIBOR renten med et tillæg, eller den kan være fastsat af långiver uden at være koblet til en ekstern referencerente. Lånet vil typisk være variabelt forrentet. Derudover sælger bankerne boliglån, der i højere grad minder om traditionelle realkreditlån. Ofte bruges betegnelsen realkreditlignende lån til at omfatte alle typer boligkredit for 0-80 pct. af en ejendoms værdi.

Prioritetslån med afdragsfrihed kan maksimalt finansiere 75 pct. af en ejerboligs værdi. Prioritetslån kan både have variabel og fast rente, fx har Handelsbanken renteloft i op til fem år, mens Jyske Bank har et produkt med fast rente i 30 år.

**Kilde:** Økonomi- og Erhvervsministeriet 2010: Evaluering af SDO-loven samt styrelsens egen undersøgelse af prioritetslån.

107. Prioritetslån kan finansieres (*fundes*) på tre forskellige måder:

- 1) via det pågældende pengeinstituts egen balance,
- 2) via pengeinstituttets egne udstedte 'særligt dækkede obligationer' (herefter SDO'er)<sup>21</sup> eller
- 3) via SDO'er udstedt af et realkreditinstitut (også kaldet 'fælles *fundede* prioritetslån').

108. De fælles *fundede* prioritetslån er som anført baseret på obligationer udstedt af et realkreditinstitut, hvorfor udstedelsen af lånet ikke udgør samme risiko for pengeinstituttet som de prioritetslån, der er *fundet* via pengeinstituttets egen balance eller egne SDO'er. Realkreditinstituttet vil have lån via fælles *fundning* på balancen og tjene penge på det på samme måde som ved et klassisk realkreditlån, ligesom disse lån vil indgå i beregningerne af realkreditinstitutternes markedsandele.

109. De største udbydere af prioritetslån er Jyske Bank, Nordea, Danske Bank, Handelsbanken og Sydbank.

110. Hvilken udbyder der er størst afhænger af, om opgørelsen sker på baggrund af alle prioritetslån uanset finansieringsform, eller på baggrund af prioritetslån, der er *fundet* for pengeinstitutternes 'egen regning', dvs. via pengeinstituttets egen balance eller via pengeinstituttets egne udstedte SDO'er:

- [...]

---

<sup>21</sup> Både realkreditinstitutter og banker kan udstede den type obligation, som betegnes 'Den særligt dækkede obligation' (SDO). Indførslen af SDO'er skete for at give pengeinstitutter mulighed for at yde realkreditlignende lån. Den største forskel mellem 'Den traditionelle realkreditobligation' (RO) og en SDO er, at en SDO skal have sikkerhed svarende til, at de i lovgivningen fastsatte lånegrænser er overholdt henover hele lånets løbetid, hvorimod en RO kun skal overholde disse lånegrænser ved belåningstidspunktet.

- [...]

### 3.3 FUSIONEN MELLEM NYKREDIT OG TOTALKREDIT I 2003

111. Aftalen mellem Nykredit og Totalkredit<sup>22</sup> bestod dels i, at Nykredit overtog aktiemajoriteten i Totalkredit (selve fusionstransaktionen) og dels i etablering af et tæt samarbejde (distributionsaftaler) mellem Nykredit og de pengeinstitutter, som ejede Totalkredit før fusionen.<sup>23</sup> Hovedpunkterne og formålet med fusionen blev beskrevet således i 2003-afgørelsen:

*"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 [...]."<sup>24</sup>*

112. Ved behandlingen af fusionen vurderede Konkurrencerådet, at fusionen indebar en række konkurrencemæssigt betænkelige elementer.
113. Det fremgår således af 1. afsnit i konklusionen i 2003-afgørelsen, at 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 koncentrerede end i de fleste andre lande, vi sammenligner os med".<sup>25</sup>
114. Det fremgår desuden af 2. afsnit i konklusionen i 2003-afgørelsen, at "Nykredit næsten opnår eneret på at anvende 106 små og mellemstore pengeinstitutters filialer som distributionskanal for realkreditlån". Dette var afspejlet direkte i de samarbejds-/distributionsvilkår, som var aftalt mellem fusionsparterne, som imidlertid ville "få væsentlige konkurrenceretlige følger, fordi de var udformet, så de reelt fik en eksklusiv virkning på ubestemt tid".<sup>26</sup>
115. Det konkluderes i 2003-afgørelsen, at "Fusionen og ikke mindst de aftaler, der binder pengeinstitutterne til Nykredit, vil derfor indebære, at den faktiske konkurrence hæmmes betydeligt. Konkurrencestyrelsens beregninger 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."<sup>27</sup>

---

<sup>22</sup> Konkurrencerådets afgørelse af 14. oktober 2003, *Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit*.

<sup>23</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 102 ff.

<sup>24</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 102-103.

<sup>25</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 10, 1. afsnit.

<sup>26</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 15, 2. afsnit.

<sup>27</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 19, sidste afsnit, hvor der henvises til appendiks 2. Beregningerne viste, at fusionen ville medføre en gennemsnitlig prisstigning på markedet for optagelse af realkreditlån i private ejen-

116. Konkurrencerådet fandt derfor, at fusionen, med de tilhørende samarbejdsaftaler, ikke kunne godkendes uden kompenserende foranstaltninger. Efter indgående drøftelser mellem parterne og styrelsen afgav parterne en række tilsagn. Styrelsen konkluderede herefter, at *"Med denne aftale er det 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'."*<sup>28,29</sup>
117. Konkurrencerådet vurderede således i 2003, at fusionen mellem Nykredit og Totalkredit ville medføre konkurrencemæssige betænkeligheder i markedet. Fusionen ville således i særdeleshed medføre yderligere koncentration på markedet, samt at Nykredit næsten opnåede eneret på at anvende 106 pengeinstitutters filialer som distributionskanal. Det var således rådets vurdering, at det var nødvendigt, at Nykredit afgav tilsagn. De afgivne tilsagn omtales nedenfor.

### 3.3.1 Det afgivne tilsagn

118. Nykredit afgav i alt ni tilsagn, jf. den af parterne tilbudte tilsagnsaftale. Tilsagnene drejede sig i overskriftsform om (1) Bindinger på parterne, (2) Eksekutiv Komitéen, (3) Regulering af vederlag, (4) Betaling ved udtræden, (5) Bidragsnedsættelse m.m., (6) Konkurrencefremmende foranstaltninger, (7) Gennemsigtighed, (8) DLR Kredit A/S, og (9) Opkøb/fusion.
119. Det for denne sag relevante tilsagn er tilsagn (5) om bidragsnedsættelse, der har følgende fulde ordlyd:

*"(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."*

120. Sidste del af tilsagn (5) om gratis indskrivning af obligationer er ikke relevant for denne sag. Det er alene første del af tilsagn (5) om bidragsnedsættelse, der er genstand for vurderingen af, hvorvidt tilsagnet skal tilbagekaldes eller ændres.

### 3.3.2 Citater og vurderinger fra 2003-afgørelsen i øvrigt

121. Af følgende afsnit fremgår endvidere en række citater fra 2003-afgørelsen, der beskriver markedssituationen i 2003 og de konkurrenceretlige overvejelser i sagen. Dette gøres for efterfølgende at kunne vurdere, om markedsforholdene har ændret sig i den mellemliggende

---

domme på ca. 7 pct. for ejerskiftelån og ca. 4 pct. for tillægslån. For Nykredit og Totalkredit alene blev pristigningen beregnet til ca. 12 pct. for ejerskiftelån og ca. 7 pct. for tillægslån.

<sup>28</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 11.

<sup>29</sup> Konkurrencelovens § 12 c, stk. 2 blev ændret pr. 1. februar 2005 til den gældende formulering, som lyder: "[...] En fusion, der hæmmer den effektive konkurrence betydeligt, navnlig som følge af skabelsen eller styrkelsen af en dominerende stilling, skal forbydes."



periode, og om de betænkeligheder, som fusionen gav anledning til, stadig er til stede, for på den baggrund at kunne afgøre, om der er grundlag<sup>30</sup> for at tilbagekalde eller ændre tilsagn (5).

### 3.3.2.1 Relevante marked

122. Afgrænsning af det relevante marked danner grundlag for en vurdering af parternes markedsstyrke, som er et centralt element i vurderingen af, om en fusion giver anledning til betænkeligheder. Det vil således også være relevant at undersøge, om markedet er det samme som på fusionstidspunktet. Hvis markedet er blevet større, kan fusionsparternes markedsstyrke være blevet mindre, hvorved parternes evne til at hæve bidragssatserne alt andet lige vil være mindre.
123. Det relevante marked i 2003-afgørelsen er beskrevet i afsnit 6. Der er her anført følgende:

*"Totalcredit 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."<sup>31</sup>*

Og videre:

*"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."<sup>32</sup>*

Vedrørende den geografiske markedsafgrænsning bliver der konkluderet:

*"På den baggrund må det vurderes, at det geografiske marked skal afgrænses til Danmark."<sup>33</sup>*

124. Det var således Konkurrencerådets vurdering i 2003, at det relevante marked for fusionen var det danske marked for realkreditlån til private.

### 3.3.2.2 Markedsandele

125. Fusionspartens markedsandele kan anvendes som en første indikation på, om en fusion hæmmer konkurrencen. Udviklingen i fusionspartens markedsandele vil således også være et af de afgørende punkter i en sag om tilbagekaldelse af fusionstilsagn. Under fusionens virkninger på realkreditmarkedet i 2003-afgørelsens afsnit 8 fremgår realkreditinstitutternes markedsandele målt efter bruttoudlån. Følgende er i den forbindelse angivet:

---

<sup>30</sup> Det juridiske grundlag for tilbagekaldelse eller ændring af et tilsagn fremgår af afsnit 5.2.

<sup>31</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 92.

<sup>32</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 92.

<sup>33</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 95.

**"TABEL 8.1: MARKEDSANDELE FOR REALKREDIT TIL PRIVATE 2002 (BRUTTOUDLÅN)**

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

*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."*<sup>34</sup>

### 3.3.2.3 Salgskanaler og distribution

126. Med samarbejdsaftalen mellem Nykredit og pengeinstitutterne som en væsentlig del af fusionen, blev pengeinstitutternes rolle som formidler og distributør af realkreditlån til private behandlet intensivt i 2003-afgørelsen. Her fremhæves nogle af de relevante citater.
127. I 2003-afgørelsens afsnit 1.2.2 er anført følgende:

*"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 ejendoms-mægler, 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."*<sup>35</sup>

Og videre:

*"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,*

<sup>34</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 112, 2. afsnit.

<sup>35</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 18.

*der formidles til det realkreditinstitut, som banken anser som sin primære samarbejdspartner, varierer fra 75-80 pct. til væsentligt over 90 pct. på ejerboligområdet.”<sup>36</sup>*

128. Det fremgår sammenfattende heraf, at pengeinstitutter i 2003 havde en central rolle som formidler af realkreditlån til private. Låntagerne fik således hovedsageligt lån gennem det realkreditinstitut, som deres pengeinstitut anvendte som primær samarbejdspartner.

129. I 2003-afgørelsens afsnit 4.3.1 er anført følgende:

*”Realkreditinstitutterne formidler lån til ejerboliger gennem tre kanaler: ejendomsmæglere, pengeinstitutter eller direkte fra realkreditinstituttet til den enkelte låntager [...]”<sup>37</sup>*

Og videre:

*”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.”<sup>38</sup>*

**TABEL 4.2: SAMLET TILGANG AF BRUTTOUDLÅN FRA 2000-2002 FORDELT PÅ SALGSKANALER**

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

130. Det fremgår sammenfattende heraf, at realkreditinstitutterne i 2003 formidlede lån gennem tre kanaler, hvor realkreditlån til ejerboligmarkedet hovedsageligt blev formidlet gennem pengeinstitutter.

#### **3.3.2.4 Markedsstrukturen**

131. 2003-afgørelsen omfatter en vurdering af markedssituationen i 2003 og de konkurrenceretlige overvejelser i sagen, herunder tilsagnetens betydning for vurderingen. Disse afsnit inddrages i den aktuelle vurdering, idet de er afgørende for at kunne konstatere, om markedsforholdene har ændret sig, og dermed om grundlaget for tilsagn (5) stadig er til stede. På de følgende sider er angivet de vigtigste citater.

132. I 2003-afgørelsen er strukturen på markedet beskrevet flere steder. I konklusionen om markedsstrukturen i afsnit 8.1.3 er følgende angivet:

<sup>36</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 18.

<sup>37</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 71.

<sup>38</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 72.

*"Det er Konkurrencestyrelsens vurdering, at fusionen indebærer, at Nykredit opnår en dominerende stilling på markedet for salg af realkreditlån på privatområdet.<sup>39</sup>*

*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.*

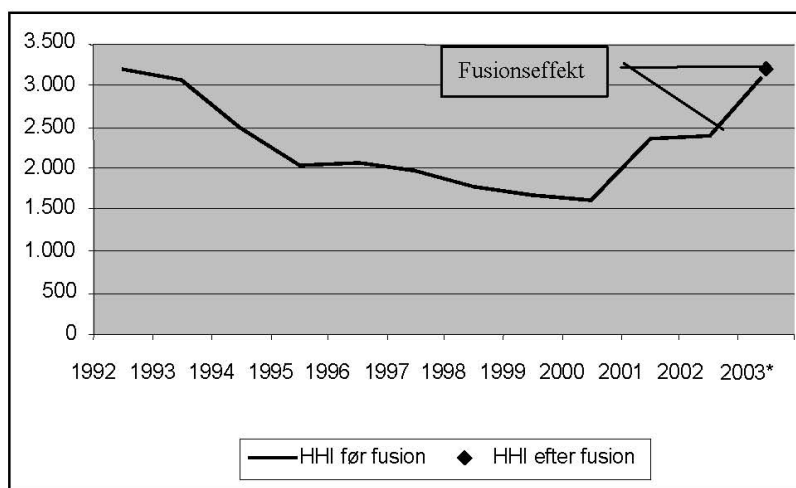
*Ganske vist har Realkredit Danmark, som efter fusionen bliver det andet største realkreditinstitut på privatmarkedet, som udgangspunkt et solidt fundament i form af sit tilhørsforhold til Danske Bank-koncernen, der råder over betydelig kapital og ekspertise samt et tæt net af pengeinstitutfilialer. 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).*

---

<sup>39</sup> 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.<sup>40</sup>*

133. Det fremgår sammenfattende heraf, at Nykredit ved fusionen fik en dominerende stilling på markedet, at der med fusionen forsvandt en konkurrent der havde haft en betydelig stigning i udlånet til private i årene forud for fusionen, at koncentrationen på markedet steg markant som følge af fusionen, samt at stivhederne i distributionssystemet som følge af de daværende formidlingsforhold blev forstærket af fusionen. De øvrige aktørers muligheder for vækst ville således være begrænsede, idet kun en mindre andel af pengeinstitutterne på detailbankmarkedet ville være tilgængelig for de øvrige aktører efter fusionen.

<sup>40</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 114-115.

134. Forholdet til den næststørste udbyder, Realkredit Danmark, er uddybet i 2003-afgørelsens afsnit 1.2.2:

*"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."<sup>41</sup>*

135. Det fremgår af ovenstående, at det var Konkurrencerådets vurdering i 2003, at Nykredits dominans ikke ville være stærk, men at problemet med fusionen i lige så høj grad var den måde, som konkurrencen udspillede sig, hvor fusionen inklusive samarbejdet med pengeinstitutterne kunne forstærke markedets oligopolistiske tendens.

### **3.3.2.5 Faktisk konkurrence**

136. Under afsnit 8.2.4 om faktisk konkurrence konkluderes følgende:

*"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."<sup>42</sup>*

137. Det fremgår af det ovenstående, at fusionen ville indebære, at den faktiske konkurrence ville blive hæmmet. Dette skyldes, at der blev en konkurrent mindre på markedet, at fusionen ville

---

<sup>41</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 16, 4. og 5. afsnit.

<sup>42</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 124, 3. og 4. afsnit.

skabe en situation, hvor stort set samtlige pengeinstitutter fik særlige bindinger til de tre største realkreditinstitutter på markedet, samt at formidlingsstrukturen ville blive fastfrosset.

### 3.3.2.6 Potentiel konkurrence

138. I 2003-afgørelsen indgik ligeledes en vurdering af den potentielle konkurrence. Spørgsmålet var således, om den potentielle konkurrence var stærk nok til at opveje de skadelige virkninger af fusionen.
139. Under afsnit 8.3.4 om potentiel konkurrence konkluderes følgende:

*"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."<sup>43</sup>*

### 3.3.2.7 Samlet konklusion uden tilsagn

140. I 2003-afgørelsens afsnit 8.4, som er en samlet vurdering af fusionen og de tilhørende aftaler, er anført følgende:

*"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."<sup>44</sup>*

<sup>43</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 128, sidste afsnit.

<sup>44</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 129.

141. Det fremgår heraf, at Konkurrencerådet i 2003 vurderede, at fusionen ville indebære, at Nykredit opnåede en dominerede stilling på markedet, og at den effektive konkurrence ville blive hæmmet betydeligt. Ved fusionen ville der forsvinde en aktør, som årene forinden var vokset solidt. Hertil kom, at den faktiske konkurrence på markedet var begrænset, og at en øget potentiel konkurrence ikke ville kunne ændre herpå.

### 3.3.2.8 Samlet konklusion med tilsagn

142. 2003-afgørelsen indeholder i afsnit 1.4 en samlet vurdering med følgende ordlyd:

*"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."<sup>45</sup>*

143. Det fremgår heraf, at det var Konkurrencestyrelsens vurdering, at parternes tilsagn ville medføre, at de negative virkninger af fusionen ville blive begrænset betydeligt. Samtidig ville tilsagnene indebære forbruger- og samfundsgavnligt tiltag i form af bl.a. prisnedsættelser.

144. I afsnit 1.3 om tilsagnene er følgende anført:

*"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."<sup>46</sup>*

145. I 2003-afgørelsen optræder i afsnit 1.3 om tilsagnene følgende figur:

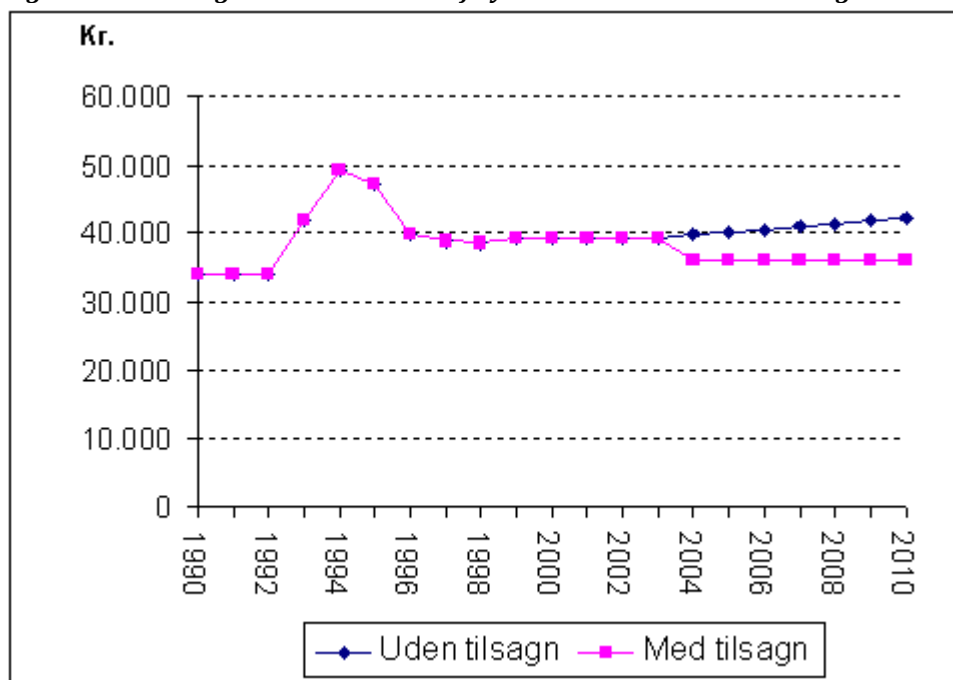
---

<sup>45</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 28-29.

<sup>46</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 27.



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



*Ann.: Figuren viser udviklingen af administrationsbidraget for et 20-årigt Nykreditlån, der optages 1999-2010. Alle bidrag over 20-års-perioden er tilbagediskonteret til lånets udbetalingstidspunkt. (Om metoden til tilbagediskontering - se tekst til tabel 3.2.) For udviklingen fra 2003 er vist to forskellige fremtidsscenarier. 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.<sup>47</sup>*

146. Det fremgår af ovenstående, at tilsagnet om reduktion af bidragsatsen skulle imødegå de prisstigninger, som fusionen ellers måtte antages at ville medføre.

### 3.4 KONKURRENCERÅDETS AFGØRELSE AF 23. JUNI 2010

147. Konkurrencerådet traf den 23. juni 2010 afgørelse om, at Nykredits tilsagn (5) ikke er tidsbegrænset. Det fremgår af konklusionen i afsnit 5, at:

*"Efter en naturlig læsning og forståelse af tilsagnet om Nykredits bidragsnedsættelse indeholdt i Konkurrencerådets afgørelse af 14. oktober 2003, kan tilsagnet ikke anses for tidsbegrænset.*

*Da heller ikke ordlyden af Konkurrencerådets afgørelse eller anvendelsen af principper for fortolkning af aftaler kan føre til andet resultat end, at tilsagnet om bidragsnedsættelse ikke kan anses for tidsbegrænset, vil Nykredit Realkredit A/S' forhøjelse af bidragssatserne for nye realkreditlån til private og for eksisterende lån til private, som er optaget efter den 14. oktober 2003, være en overtrædelse af vilkåret for Kon-*

<sup>47</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 27.

*konkurrencerådets godkendelse af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit af 14. oktober 2003.*<sup>48</sup>

148. Konkurrenceankenævnet stadfæstede Konkurrencerådets afgørelse i kendelsen af 2. december 2010<sup>49</sup>.
149. Nykredit indbragte Konkurrenceankenævnets kendelse for Sø- og Handelsretten. Sø- og Handelsretten fandt ved sin dom af 6. december 2012 – i modsætning til Konkurrencerådet og Konkurrenceankenævnet – at anbringendet om, at Nykredit skulle være bundet til et tidsbegrænset bidragsvilkår, ikke kunne anses for underbygget.<sup>50</sup>
150. Konkurrencerådet indbragte Sø- og Handelsrettens dom for Højesteret. Højesteret afsagde i juni 2014 dom i sagen. Højesteret fastslog, at tilsagn (5) ikke er tidsbegrænset.<sup>51</sup> Højesterets dom medfører således, at tilsagn (5) vil være i kraft, indtil Konkurrencerådet eventuelt beslutter at ophæve eller ændre tilsagnet.
151. Det fremgik endvidere af Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010, at:
- "Efter omstændighederne og henset til tilsagnets karakter og den tid, der er gået, siden tilsagnet blev afgivet, har Konkurrencestyrelsen tilkendegivet, at styrelsen vil vurdere, om de faktiske forhold, herunder de markeds-mæssige og regulatoriske forhold, har ændret sig i et sådant omfang, at tilsagnet bør ændres eller ophæves."*<sup>52</sup>
152. Denne bemærkning var en foranledning til Konkurrencerådets afgørelse af 30. november 2011, jf. nedenfor.

### **3.5 KONKURRENCERÅDETS AFGØRELSE AF 30. NOVEMBER 2011**

153. I Konkurrencerådets afgørelse af 30. november 2011 (2011-afgørelsen) blev der således foretaget en vurdering af, hvorvidt de faktiske forhold, herunder de markeds-mæssige og regulatoriske forhold, havde ændret sig i et sådant omfang siden 2003, at tilsagn (5) burde ophæves eller ændres.
154. Konkurrencerådet fandt i 2011-afgørelsen, at det – ligesom i 2003 - kunne lægges til grund, at det relevante produktmarked skulle afgrænses som markedet for realkreditlån til private. Det blev dog samtidig ladet åbent, hvorvidt dette marked kunne afgrænses bredere til at inkludere pengeinstitutterts prioritetslån. Under alle omstændigheder kunne det geografiske marked afgrænses til Danmark.<sup>53</sup>
155. For så vidt angår Nykredits markedsandel på markedet fandt Konkurrencerådet, at Nykredit i 2010 havde en markedsandel på 46,1 pct. målt på udlån, hvis det relevante marked var realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse. På fusionstidspunktet havde Nykredit en markedsandel på 40,2 pct. (ligeledes målt på udlån). Hvis det blev lagt til grund, at prioritetslån til boligfor-

---

<sup>48</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010, *Nykredits annoncerede forhøjelse af privatkunders administrationsbidrag*, punkt 185-186.

<sup>49</sup> Konkurrenceankenævnets kendelse af 2. december 2010, *Nykredit Realkredit A/S mod Konkurrencerådet*.

<sup>50</sup> Sø- og Handelsrettens dom af 6. december 2012, *Nykredit Realkredit A/S mod Konkurrencerådet*, side 146.

<sup>51</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 35.

<sup>52</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010, *Nykredits annoncerede forhøjelse af privatkunders administrationsbidrag*, punkt 13.

<sup>53</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 331-332.

mål indgik i det relevante marked, ville Nykredit i 2010 have en markedsandel på 40,9 pct. målt på udlån, hvilket er 0,7 pct.-point højere end på fusionstidspunktet.<sup>54</sup>

156. Konkurrencerådet fandt, at der ikke var grundlag for at ophæve tilsagn (5). Det skyldtes, at hensynet til konkurrencen, som Konkurrencerådet skal varetage, og som er begrundelsen for vilkåret om tilsagn (5) – for så vidt angår spørgsmålet om ophævelse – vejede tungere end hensynet til Nykredit. Rådet lagde blandt andet vægt på følgende:

*• At de betænkeligheder omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, som ligger til grund for vurderingen af fusionen i 2003 og for vilkåret om afgivelse af tilsagn (5), fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. Det gælder uanset, om prioritetslån inkluderes i det relevante marked eller ej.*

*• At de på nuværende tidspunkt skete ændringer af distributionsforhold og potentiel konkurrence ikke opvejer betænkelighederne omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent.*

*• At konkurrenceforholdene på markedet – som blev forværret ved fusionen – stadig er af en sådan karakter, at der er behov for at tilgodese det reguleringsmæssige formål, som tilsagn (5) tilgodeser. Hvis tilsagnet ophæves, vil det konkurrencemæssige pres til at forny sig og effektivisere, som tilsagnet lægger på især Nykredit men også på markedets øvrige aktører, forsvinde. Styrelsen ser derved en risiko for, at den manglende priskonkurrence mellem realkreditinstitutterne, samt markedets struktur med høj koncentration og få aktører på sigt – uden tilsagnet – vil føre til højere priser.*

*• At udviklingen på de områder, som Nykredit har fremhævet vedrørende konjunkturer, øget afkastkrav på egenkapitalen og lønsomhed ikke kan siges at udgøre ændrede markedsforhold. Særligt for konjunkturer bemærkes, at Nykredits konstaterede tab i 2008, 2009 og 2010 er noget lavere, end de var i slutningen af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.*

*• At der i relation til de forhold, som Nykredit har fremhævet vedrørende øget kapitalkrav som følge af ændrede kapitaldækningsregler, SDO-lovgivning og rating kan siges at være ændrede markedsforhold, men at forholdene hverken hver for sig eller samlet har medført øgede omkostninger i en sådan grad, at det har haft en så væsentlig betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet, at tilsagnet kan ophæves. Selv om øgede omkostninger har gjort tilsagn (5) mere byrdefuldt for Nykredit, har omkostningerne ikke en karakter, der gør, at tilsagn (5) er blevet umuligt for Nykredit at opfylde.*

*• At det ikke kan tillægges vægt, at de øvrige realkreditinstitutter kan hæve deres bidragssatser i modsætning til Nykredit. Konkurrenter til parter i en fusionspagt vil helt naturligt ikke være underlagt den byrde, som et tilsagn udgør for fusionsparterne, der samtidig høster fordelene ved fusionen. Dette har været Nykredit bekendt allerede ved afgivelsen af tilsagnene i 2003.*

---

<sup>54</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 19.

• Om end nedgraderingen har medført øgede omkostninger for Nykredit, er det – for så vidt angår spørgsmålet om, hvorvidt tilsagn (5) er afgørende for Nykredits rating og risikerer at medføre højere låneomkostninger for kunderne – ikke godtgjort, at tilsagn (5) er den afgørende faktor i forhold til den nedjustering af Nykredits udsteder-rating til A2 fra A1, som Moody's foretog 1. juli 2011. Det er ligeledes ikke dokumenteret, at en ophævelse af tilsagn (5) ville have medført, at Nykredit ville have bevaret sin udstederrating på A1.

• At Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen vurderer, at det vil være muligt at ændre tilsagn (5) på en måde, der vil harmonere bedre med det reguleringsmæssige hensyn, der ligger bag vilkåret om tilsagn (5), end en ophævelse.<sup>55</sup>

157. Konkurrencerådet fandt dog grundlag for acceptere et midlertidigt tilsagn (5a), hvor Nykredit i en femårig periode fik accept til at hæve bidragsatsen til højst 0,55 pct./0,60 pct. ved fuld belåning afhængig af låneprodukt:

*"I perioden 1. april 2012 til 31. marts 2017 fastsættes bidraget for private lån i ejerbolig eller fritidshus i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning."<sup>56</sup>*

158. Tilsagn (5a) trådte således midlertidigt – i den anførte periode – i stedet for det tilsagn (5), som Nykredit afgav i forbindelse med fusionen mellem Nykredit og Totalkredit i 2003.

159. Det fremgår sammenfattende af 2011-afgørelsens punkt 29-39, hvad der lå til grund for Konkurrencerådets accept af det af Nykredit afgivne tilsagn (5a):

*"Styrelsen lægger i den forbindelse vægt på, at vurderingen i denne sag knytter sig til en ganske særlig situation, som er opstået på grund af en global finansiel krise, der har haft væsentlige makroøkonomiske konsekvenser, og som har medført regulatoriske og strukturelle ændringer for de finansielle aktører, som disse ikke har haft mulighed for at forudsige. De regulatoriske og strukturelle ændringer har medført øgede kapitalomkostninger for de finansielle aktører og herunder Nykredit.*

*Eksempelvis har skrapere krav fra ratingbureauerne – der også er en følge af krisen – medført, at Nykredit har oplevet en nedgradering af sin udstederrating, og har ligeledes måttet acceptere en nedgradering af obligationsratingen for kapitalcenter D fra Aaa til Aa1. Blandt andet i konsekvens heraf, har Nykredit meddelt, at den forretningsmæssige struktur vil blive ændret, hvilket medfører et nyt kapitalcenter for variabelt forrentede lån, hvor ratingen også er Aa1.*

*Efter Nykredits meddelelse om ændringer i forretningsstrukturen medfører ratingbureauernes overkapitaliseringskrav en stigning i Nykredits kapitalomkostninger på 0,18 pct.-point målt i forhold til udlånet, jf. afsnit 3.4.4.1. Bidragsforhøjelsen i Nykredits tilsagn af 17. november 2011 på 0,05 henholdsvis 0,10 pct.-point kan således begrundes omkostningsmæssigt med denne forøgede omkostning for Nykredit.*

---

<sup>55</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 24.

<sup>56</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 47.

*De anførte forhold er ikke af en sådan karakter, at der er grundlag for ophævelse af tilsagnet, jf. pkt. 24, men styrelsen finder på den anden side, at forholdene medfører, at der er grundlag for at tage et sådant hensyn til Nykredit, at det oprindelige tilsagn – i hvert fald for en periode – kan modificeres med et andet og mere passende tilsagn.*

*Styrelsen har lagt vægt på, at konkurrenceforholdene på markedet – som blev forværret af fusionen – stadig er af en sådan karakter, at der er behov for at tilgodese det reguleringsmæssige formål, der opfyldes af det nuværende tilsagn (5). I den forbindelse finder styrelsen, at Nykredits tilsagn af 17. november 2011 med de nævnte bidragssatser – henset til de øgede omkostninger – nogenlunde lige så godt opfylder det reguleringsmæssige formål som tilsagn (5) i sin nuværende form, idet Nykredit stadig vil have de laveste bidragssatser i sektoren, og der lægges derigennem stadig et pres på Nykredit og de øvrige realkreditinstitutter til at forny sig og effektivisere.*

*At Nykredit ikke gives mulighed for at hæve bidragssatserne, så de fuldt ud dækker de øgede kapitalomkostninger, skyldes for det første, at bidragsforhøjelsen til henholdsvis 0,55 og 0,60 pct. er det, som Nykredit har foreslået.*

*Dernæst lægges der ved denne vurdering vægt på:*

- At boligpriserne i en lang periode frem til finanskrisen har været stigende, hvilket har øget Nykredits samlede udlånsmasse og dermed bidragsindtægter. Det må i en sådan periode forventes, at der kan opbygges en vis reserve, hvorfra der kan tæres i dårligere tider med boligprisfald, øgede restancer og tab. Nykredit må således også bære en del af risikoen for øgede omkostninger som følge af de ændrede markedsforhold.*

- At Nykredit også vil kunne skabe øget overskud ved at effektivisere og derigennem nedbringe omkostningerne, samt at Nykredit koncernen har haft en pæn indtjening over de seneste år, herunder at Nykredit koncernen i 2010 opnåede et resultat før skat på 3,1 mia. kr.*

- At tilsagnet kun gælder for udlån til ejerboliger og fritidshuse i Nykredit Realkredit A/S, hvilket svarer til 17,7 pct. af Nykredit koncernens samlede realkreditudlån. Nykredit har således på langt den største del af forretningsområdet mulighed for selv at fastsætte niveauet for bidragssatserne og derved øge indtægterne. En virksomhed, der som Nykredit har afgivet et pristilsagn, må nødvendigvis påregne, at et eventuelt tab på et område omfattet af pristilsagn vil skulle forsøges dækket ved indtægter fra andre forretningsområder.*

*Ved vurderingen af Nykredits tilsagn lægger styrelsen endvidere vægt på, at det gælder for en 5-årig periode. Fra 1. april 2017 vil tilsagn (5) således igen finde anvendelse med den af tilsagn af 10. oktober 2003 gældende formulering, og dermed niveau for bidragssatsen, medmindre Konkurrencerådet på foranledning af Nykredit måtte have truffet anden afgørelse.*

*De omkostningsmæssige stigninger, som Nykredit i øjeblikket oplever, vil ikke nødvendigvis vare ved i al fremtid. For fx ratingens vedkommende må det antages, at ratingbureauernes stigende krav om overkapitalisering hænger sammen med den finansielle*

*krise, og at kravene antageligt vil blive lempet, når konjunkturerne på et tidspunkt bliver mere gunstige.*

*Da det er vanskeligt at forudsige noget præcist om krisens varighed og dybde, og da omkostningernes præcise fremtidige niveau som følge deraf er tilsvarende vanskeligt at forudsige, finder styrelsen, at bidragsforhøjelsen, jf. Nykredits tilsagn af 17. november 2011, som udgangspunkt kun bør gælde for en begrænset periode.*

*5 år vurderes i den forbindelse at være en passende periode af hensyn til Nykredit og henset til, at ratingbureauerne i en vis periode må forventes at fastholde deres vurdering uændret, og at ændringer i kapitaldækningsregler og SDO-lovgivning ligeledes må forventes at gælde i en vis periode.”*

160. Nykredit indbragte 2011-afgørelsen - ligesom Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010 – for Konkurrenceankenævnet og domstolene. Resultatet af denne domstolsproces var, at Højesteret ved dommen af 3. juni 2014 ikke fandt det fornødne sikre grundlag for at tilsidesætte Konkurrencerådets konkurrencemæssige skøn i 2011-afgørelsen om, at tilsagn (5) ikke kunne ophæves, men at tilsagnet var blevet så byrdefuldt for Nykredit, at vilkåret om bidragets størrelse burde lempes på en sådan måde, at både hensynet til konkurrencen og hensynet til Nykredit blev tilgodeset.<sup>57</sup>

### **3.6 KONKURRENCERÅDETS AFGØRELSE AF 21. DECEMBER 2016**

161. Konkurrencerådet traf den 21. december 2016 afgørelse i sagen om midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats.
162. Sagen var foranlediget af Nykredits anmodning om en midlertidig forlængelse af tilsagn (5a). Tilsagnet udløb den 31. marts 2017. Nykredits anmodning om midlertidig forlængelse kom i tillæg til Nykredits hovedanmodning af 29. juni 2016 vedrørende en revidering af tilsagn (5), som er genstand for nærværende sag.
163. Konkurrencerådet fandt ved afgørelsen af 21. december 2016, at der var grundlag for at acceptere det af Nykredit afgivne tilsagn (5b), hvorved tilsagn (5a) midlertidigt forlænges i en periode på maksimalt seks måneder (eller indtil en senere dato, som inden for de seks måneder måtte være fastsat ved Konkurrencerådets afgørelse i nærværende sag):

*”I perioden fra 1. april 2017 til den førstkommende dato af følgende:*

*(1) den 30. september 2017, eller*

*(2) datoen for Konkurrencerådets afgørelse i sagen foranlediget af anmodningen af 29. juni 2016 fra Nykredit Realkredit A/S om revurdering af Tilsagn 5 (eller en i den afgørelse fastsat ændringsdato uanset at denne ikke måtte være førstkommende)*

---

<sup>57</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 36-37.

*fastsættes bidraget for private lån i ejerbolig eller fritidshus i Nykredit Realkredit A/S til højst 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag og 0,60 pct. for alle andre lånetyper ved fuld belåning.”<sup>58</sup>*

164. Begrundelsen for Konkurrencerådets accept af tilsagn (5b) fremgår sammenfattende af afgørelsens punkt 103-107:

*”Styrelsen lægger i vurderingen vægt på, at der er saglig grund for den midlertidige forlængelse, da forholdene omkring rating og kapital samlet set mest sandsynligt stiller lignende eller større krav i 2017 end i 2011, hvorved Nykredits udefrakommende omkostninger for så vidt angår disse forhold ikke er faldet siden 2011.*

*Det er styrelsens vurdering, at en midlertidig forlængelse af tilsagn (5a) ikke strider mod lighedsgrundsætningen, idet der ikke er fortilfælde i dansk praksis efter konkurrenceloven. Det er endvidere styrelsens vurdering, at betingelsen om, at afgørelsen om midlertidig forlængelse ikke må stride imod lov, tillige er opfyldt.*

*Betingelsen om at afgørelsen ikke må stride imod lov er i denne sag i det væsentlige ensbetydende med, at formålet bag fusionskontrolreglerne skal være opfyldt. Det er Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen der håndhæver fusionskontrolreglerne i konkurrenceloven. Styrelsen vurderer, at en forlængelse er i overensstemmelse med fusionskontrolreglerne, fordi en forlængelse af det midlertidige tilsagn er sagligt begrundet, jf. ovenfor. Forlængelsen vurderes derfor ikke at stride mod konkurrenceloven.*

*Styrelsen lægger endvidere vægt på, at den midlertidige forlængelse kun vil skulle gælde indtil hovedsagen er afsluttet eller senest 30. september 2017 (medmindre der inden da er fastsat en senere dato i Konkurrencerådets afgørelse i hovedsagen), samt at det i 2011-afgørelsen er nævnt, at tilsagn (5a) evt. kan forlænges hvis Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen vurderer at betingelserne er til stede. Derudover vurderes det, at afgørelsen om den midlertidige forlængelse af tilsagn (5a) kan træffes uden at styrelsen behøver at gennemføre markedsundersøgelser.*

*Som nævnt er reguleringsformålet med tilsagnet ikke at beskytte kunderne mod prisstigninger, der skyldes, at Nykredits omkostninger er steget på grund af udefrakommende markedsforhold. Da Nykredits omkostninger ikke vurderes at være faldet siden 2011, taler hensynet til Nykredits låntagere ikke imod en midlertidig forlængelse af tilsagn (5a). Styrelsen lægger derfor vægt på, at hensynet til Nykredits låntagere ikke vægtes højere i dag end i 2011, hvor Konkurrencerådet accepterede tilsagn (5a).”*

### **3.7 REALKREDITINSTITUTTERNES BIDRAGSSATSER**

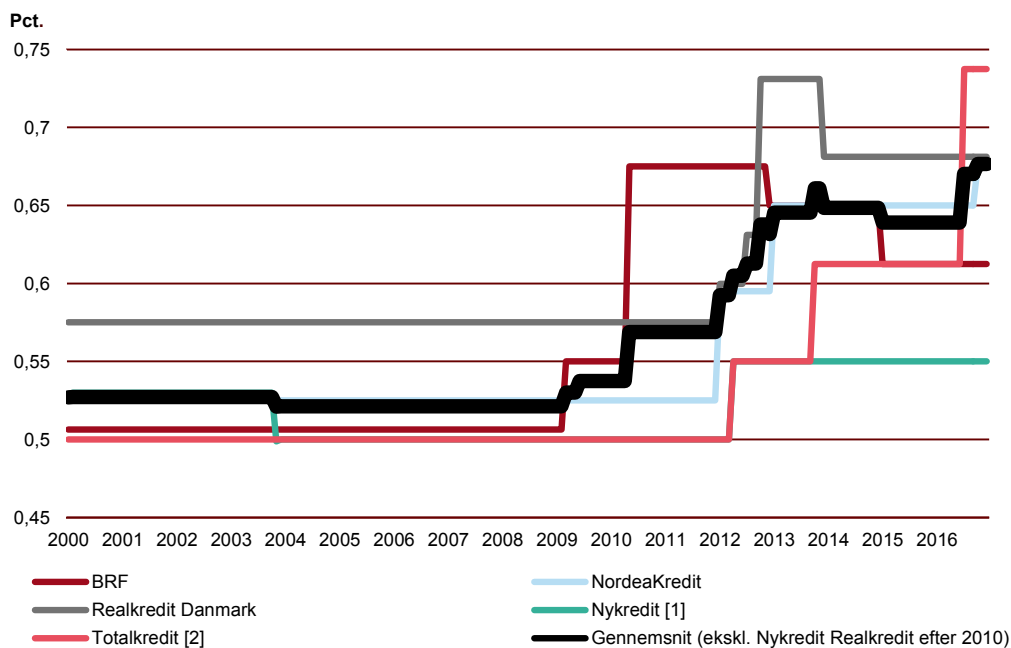
165. Bortset fra Nykredit kan realkreditinstitutter på det danske marked frit fastsætte sine bidragssatser. Således kan bidragssatsen eksempelvis være afhængig af lånetype og lånets risikoprofil. Samtlige institutter har en højere bidragssats for lån med høj belåningsgrad, der er forbundet med mere risiko end lån med lav belåningsgrad.

---

<sup>58</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, punkt 31.

166. Nykredit og Totalkredit havde fra fusionen i 2003 til ophøret af nyudlån hos Nykredit Realkredit i 2012 en parallel prispolitik, således at bidraget for kunder i Totalkredit også var 0,50 pct.
167. Dette forhold ændrede sig i 2012, da Nykredit stoppede med at udstede nyudlån gennem Nykredit Realkredit, og nu i stedet kun udsteder realkreditlån gennem Totalkredit, som ikke var omfattet af tilsagnets ordlyd.
168. Den 21. juni 2011 annoncerede Nykredit i en pressemeddelelse, at virksomheden ville forberede en række forskellige forretningsmæssige ændringer. En af disse ændringer var, at *"Nykredit fra første halvdel af 2012 yder realkreditlån til private via Totalkredit ligesom de pengeinstitutter, der i dag er tilknyttet Totalkredit."* Desuden blev det annonceret, at Nykredit ville hæve bidragsatsen på Totalkreditlån, og dermed bryde med den hidtidige parallelle prispolitik: *"Med henblik på generelt bedst muligt at sikre Nykredits rating hæves prisen for eksisterende og nye lån i Totalkredit [...]"* Endelig annoncerede Nykredit ved pressemeddelelse af 21. juni 2011, at bidragsatsen i Totalkredit fremover ville afspejle risikoen på den enkelte låntype: *"Den fremtidige prisstruktur vil afspejle den risiko, der er forbundet med den valgte låntype. Rentetilpasningslån og lån med afdragsfrihed bliver marginalt dyrere end fastforrentede lån."*
169. Det var således forventet i afgørelsen i 2011, at bidragsatserne for Totalkredit realkreditlån inden for en kort periode, ville blive sat op i et vist omfang.
170. Udviklingen i bidragsats for fastforrentede realkreditlån med afdrag fremgår af figur 3.7.1.

**Figur 3.7.1: Udvikling i bidragsatserne for fastforrentede realkreditlån med afdrag**





**Note 1:** For Nykredit er bidragssatsen frem til 2003 givet som satsen for kernekunder. Herefter følger den satsen efter tilsagn (5) og tilsagn (5a).

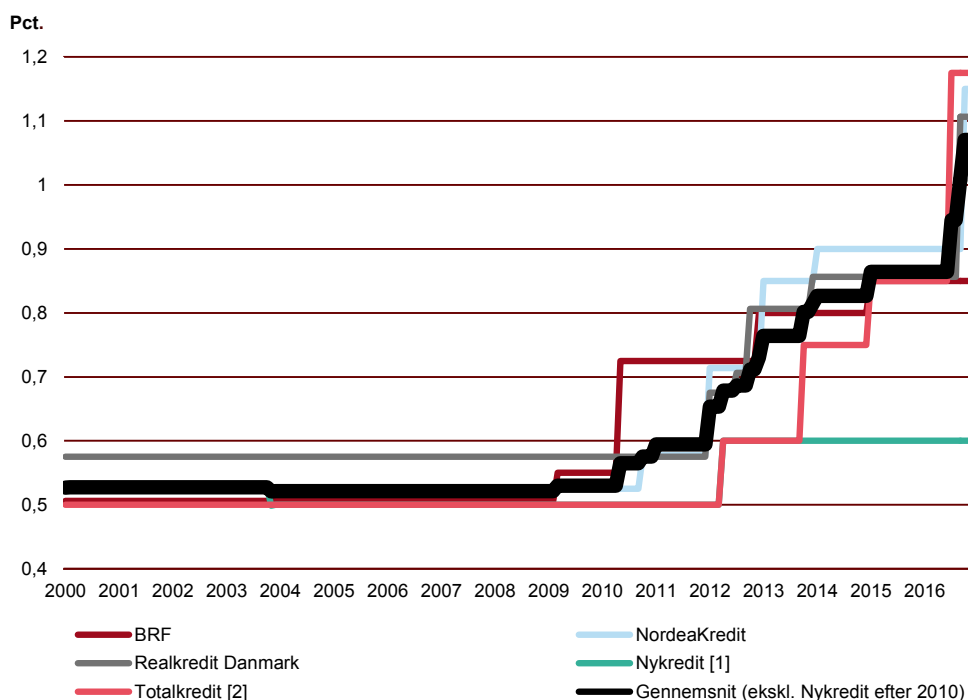
**Note 2:** I marts 2016 annoncerede Nykredit begrebet KundeKroner for deres låntagere i Totalkredit. Ordningen betyder, at en del af Nykredits overskud tilbageføres til låntagerne i det efterfølgende regnskabsår. Hvis første fase af KundeKroner medregnes for 2016, medfører det en 'nettobidragssats' for Totalkredits fastforrentede lån, der ligger umiddelbart under Realkredit Danmark og Nordea Kredit, jf. beregninger foretaget i *Hvad hvis Nykredit gør som RD* af Jesper Rangvid og Peter Ove Christensen. Den fremtidige nettoeffekt af KundeKroner kendes ikke.

**Anm.:** Figuren viser faktiske ændringer og ikke tidspunkt for varslingen af ændringerne. Bidragssatserne i figuren er beregnet i forhold til en belåning på 80 pct. af en ejerboligs værdi.

**Kilde:** Indsamlet hos udbyderne.

171. Figur 3.7.1 viser udviklingen i realkreditinstitutternes bidragssats på et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag. Det fremgår, at bidragssatsen for samtlige realkreditinstitutter, bortset fra Nykredit Realkredit, er steget kraftigt siden afgørelsen i 2011. Der er således sket en udvikling i realkreditinstitutternes bidragssatser siden afgørelsen i 2011, i form af en mere volatil udvikling, end hvad der var tendensen fra 1996-2009, hvor bidragssatsen for samtlige realkreditinstitutter var nærmest uændret. De stigninger i bidragssatserne, som Nykredit siden 2011 har gennemført for udlån i Totalkredit har således medvirket til at løfte markedspriserne til et niveau, der ligger højere end de tilsagn, som Nykredit har afgivet.

**Figur 3.7.2: Udvikling i bidragssatserne for F1-realkreditlån med afdrag**



**Note 1:** For Nykredit er bidragssatsen frem til 2003 givet som satsen for kernekunder. Herefter følger den satserne efter tilsagn (5) og tilsagn (5a).

**Note 2:** Hvis første fase af KundeKroner medregnes for 2016, medfører det en 'netto bidragssats' for Totalkredits F1-lån, der ligger på niveau med Realkredit Danmark og Nordea Kredit.

**Anm.:** Figuren viser faktiske ændringer og ikke tidspunkt for varslingen af ændringerne. Bidragssatserne i figuren er beregnet i forhold til en belåning på 80 pct. af en ejerboligs værdi.

**Kilde:** Indsamlet hos udbyderne.

- 
172. Figur 3.7.2 viser udviklingen i bidragssatserne for et F1-realkreditlån med afdrag, der bl.a. i kraft af den jævnlige justering af renteniveau er forbundet med større risiko for låntager end de fastforrentede realkreditlån. Som tilfældet var for bidragssatsen for de fastforrentede lån, er niveauet for bidragssatserne nærmest uændret fra 2000-2009, hvorefter bidragssatsen stiger betydeligt for samtlige institutter i perioden 2009-2016 og navnlig siden 2011.
173. Den gennemsnitlige bidragssats for et fastforrentet realkreditlån med afdrag er steget omtrent 30 pct. siden primo 2009, mens den gennemsnitlige bidragssats for et F1-lån med afdrag er steget omtrent 100 pct. Generelt er bidragene for de mest risikable lån steget mest. Det gælder således for variabelt forrentede lån og lån uden afdrag. Af både figur 3.7.1 og figur 3.7.2 fremgår det, at Totalkredit er det realkreditinstitut, der har hævet sin bidragssats med flest pct.
174. En samlet oversigt over Totalkredits bidragssatser pr. 15. september 2017 fremgår af tabel 3.7.1.

---

**Tabel 3.7.1: Bidragssatser for Totalkredit realkreditlån (med afdrag)**

Belåningsgrad (pct.)	Fast rente	RenteMax F5-F10	F-Kort	F3-F4	F1-F2	Tillæg for afdragsfrihed
0-40 pct.	0,45	0,50	0,50	0,70	0,75	0,10
40-60 pct.	0,85	1,05	1,05	1,25	1,30	0,30
Over 60 pct.	1,20	1,45	1,55	1,65	1,90	0,80
0-60 pct.	0,59	0,69	0,69	0,89	0,94	0,17
0-80 pct.	0,74	0,88	0,90	1,08	1,18	0,33

**Anm.:** Tabellen illustrerer bidragssatser for Totalkredits realkreditlån med afdrag. Tabellens sidste kolonne beskriver et tillæg kunden skal betale, i tilfælde af de ønsker et afdragsfrit lån.

**Kilde:** "Prisblad for Totalkredit – Privatkunder". Gældende pr. 15. september 2017.

- 
175. Tabel 3.7.1 viser, at Totalkredits bidragssats er differentieret afhængig af lånetype – blandt andet stiger bidraget med belåningsgraden. Der er for Totalkredits bidragssatser desuden et tillæg, i tilfælde af, at kunden ønsker afdragsfrihed, ligesom bidraget på lån med hyppig rentetilpasning er større end for lån med fast rente.
176. [...].

### 3.8 UDVIKLING I REALKREDITINSTITUTTERNES MARKEDSANDELE

177. I dette afsnit beskrives udviklingen i markedsansede siden 2002 for realkreditinstitutternes udlån til ejerboliger og fritidshuse. Året 2002 er valgt som startår, da det var 2002-tal, der lå til grund for vurderingerne ved fusionen mellem Nykredit og Totalkredit i 2003.
178. I beregningerne her er der alene inddraget realkreditlån og dermed ikke pengeinstitutternes prioritetslån *fundet* på egen balance eller via egne SDO'er, se nærmere herom i afsnit 5.3.1.3. De af pengeinstitutternes prioritetslån, der er finansieret via realkreditobligationer ("*fælles funding*"), vil dog indgå, da disse lån figurerer på realkreditinstitutternes balancer.
179. Til beregning af markedandelene har styrelsen både anvendt obligationsrestgæld/udlån (dvs. beholdning) og bruttoudlån i den relevante periode (dvs. nyudlån) på forskellige tidspunkter. Markedsandelene varierer en anelse alt efter om de beregnes ud fra bruttoudlån eller udlån/obligationsrestgæld. Disse nøgletal beskrives nærmere i boks boks 3.4. I forbindelse med 2011-afgørelsen var styrelsen ikke i besiddelse af aktuelle tal for bruttoudlån (realkreditinstitutterne offentliggør ikke deres bruttoudlån), så i 2011-afgørelsen blev alene anvendt udlån. Styrelsen har dog i forbindelse med denne sag og en anden sag i 2014 indhentet tal for realkreditinstitutternes bruttoudlån til ejerboliger og fritidshuse fra Realkreditrådet (nu Finans Danmark), således at de nu foreligger tilbage til 2008.

#### Boks 3.4: Bruttoudlån (nyudlån), udlån og obligationsrestgæld

- Bruttoudlånet er et udtryk for det samlede udlån, som realkreditinstitutterne har i et år. Det omfatter således nyudlån i det pågældende år, 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. I fusionsafgørelsen fra 2003 blev anvendt bruttoudlån, da bruttoudlånet afspejler institutternes bestræbelser på at sælge nye lån i et givent år. Bruttoudlån er det mest "aktuelle" nøgletal, og giver et forholdsvist præcist billede af den nuværende markedstyrke.
- Obligationsrestgælden siger i modsætning til bruttoudlånet noget om den samlede udestående lånemasse, og obligationsrestgældens udvikling vil være påvirket af låneaktivitet, boligpriser og konverteringsbølger flere år forinden. På tilsvarende vis giver balanceposten udlån et øjebliksbillede af den samlede udestående lånemasse, dvs. størrelsen af realkreditinstituttets udlån til låntagerne på et givet tidspunkt. Da obligationsrestgælden måler det samlede tilgodehavende for obligationsinvestorerne, er de to nøgletal sammenlignelige. Da obligationsrestgæld og udlån er et øjebliksbillede vil de oftest blive opgjort pr. 31. december det pågældende år, om end andre tidspunkter naturligvis også vil kunne bruges. For obligationsrestgæld/udlån har styrelsen anvendt tal frem til og med 2. kvartal 2016.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Realkreditrådet.

181. Der vises desuden oplysninger om markedsandele og HHI<sup>59</sup> for 2002 (brugt til fusionsvurderingen i 2003), 2010 (brugt til 2011-afgørelsen) og 2016. HHI-indekset benyttes til at beskrive koncentrationen på markedet. Et marked kan karakteriseres som koncentreret, hvis HHI-indekset er højere end 2000.<sup>60</sup>
182. Udviklingen i markedsandele for Nykredit målt på *obligationsrestgæld/udlån* viser en stigning fra godt 40 pct. på fusionstidspunktet til et maksimum på [40-50] pct. i 2012 og 2013, jf. figur 3.8.1. Herefter er andelen faldet til [40-50] pct. Realkredit Danmark har oplevet et generelt fald i perioden. Nordea Kredit har haft en mindre stigning, mens BRFkredit oplevede et fald til omkring det tidspunkt, hvor instituttet blev opkøbt af Jyske Bank, og nu har BRFkredit [...].

---

**Figur 3.8.1: Udviklingen i markedsandele opgjort på baggrund af obligationsrestgæld og udlån**

[...]

**Kilde:** Realkreditrådet og realkreditinstitutternes årsrapporter.

---

183. Målt på *bruttoudlån* lå Nykredits markedsandel og svingede omkring 50 pct. i perioden 2008-2012, jf. figur 3.8.2. Herefter oplevede Nykredit et fald til under 40 pct. indtil midten af 2014. Siden slutningen af 2014 har bruttoudlåns-markedsandelen ligget på [40-50] pct. – aktuelt ligger den på [40-50] pct. Styrelsen har ikke præcist identificeret årsagerne til faldet i markedsandelen i 2012-2014, men det falder sammen med den periode, hvor Nykredit-koncernen opererede med den såkaldte to-lags-belåning.
184. Ved to-lags-belåning var op til 60 pct. af en ejerbolig finansieret med særligt dækkede realkreditobligationer, og 60-80 pct. var finansieret med almindelige – ”gammeldags” – realkreditobligationer, hvor der ikke er noget krav om at stille supplerende sikkerhed for den del af belåningen, som ligger ud over 80 pct. To-lags-belåningen var dog ingen succes, da kunderne havde svært ved at forstå produktet, og Nykredit afskaffede det igen i 2014.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> HHI (Herfindahl-Hirschman-indeks) anvendes til at sige noget om koncentrationsgraden i et marked. HHI er et indeks på 0-10.000 point. Desto højere HHI-værdi desto mere koncentreret er markedet. Matematisk er HHI summen af de kvadrerede markedsandele for alle udbydere. En HHI-værdi på 1 kan fx fås, hvis der er 10.000 lige store virksomheder i et marked. Modsat vil et marked kun have en HHI-værdi på 10.000, hvis der er tale om et monopol (100\*100 = 10.000). Kommissionen anvender HHI til at måle koncentrationsgraden på et marked, og angiver generelt, at det ”er usandsynligt, at Kommissionen vil påvise horisontale konkurrencemæssige problemer på et marked med et HHI efter fusionen på under 1000. Sådanne markeder vil normalt ikke kræve en indgående undersøgelse. Det er også usandsynligt, at Kommissionen vil påvise horisontale konkurrencemæssige problemer ved et HHI efter fusionen på mellem 1000 og 2000 og et delta under 250, eller et HHI efter fusionen på over 2000 og et delta under 150, medmindre der foreligger særlige omstændigheder [...]”, jf. Kommissionens retningslinjer af 5. februar 2004 for vurdering af horisontale fusioner efter Rådets forordning om kontrol med fusioner og virksomhedsovertagelser (2004/C 31/03), punkt 19-20.

<sup>60</sup> Jf. Kommissionens retningslinjer for vurdering af horisontale fusioner nævnt i foregående note.

<sup>61</sup> Se selskabsmeddelelse for Totalkredit, 10. april 2014, på Nykredits hjemmeside.

---

### Figur 3.8.2: Udviklingen i markedsandele opgjort på baggrund af bruttoudlån

[...]

**Anm.:** Markedsandele målt på bruttoudlån svinger en del fra kvartal til kvartal. I figuren er andele derfor beregnet som fire kvartalers glidende gennemsnit. Det vil sige, at markedsandelen i et givent kvartal er beregnet som gennemsnittet af de fire seneste kvartalers markedsandel.

**Kilde:** Realkreditrådet

---

185. Realkredit Danmarks markedsandel steg i 2012-2014, hvorefter Realkredit Danmark har haft en faldende bruttoudlån-markedsandel. Nordea har siden 2008 haft først en stigende markedsandel frem til et højdepunkt i 2013 på [...] – derefter en faldende andel. For BRFKredit er markedsandelen for bruttoudlån steget fra [...] i 2012 til [...] i 2015.
186. Markedsandele målt på baggrund af bruttoudlån kan svinge en del fra kvartal til kvartal. Derfor er markedsandelene i figur 3.8.2 beregnet som fire kvartalers glidende gennemsnit.<sup>62</sup>

#### 2002

187. I fusionsvurderingen fra 2003 blev realkreditinstitutternes markedsandele på det relevante marked opgjort, og det fremgik her, at fusionsparterne hver for sig havde en markedsandel på 19,3 pct. (Nykredit) og 22,6 pct. (Totalkredit), og følgelig en samlet markedsandel efter fusionen på 41,9 pct.
188. I tabel 3.8.1 nedenfor, er angivet institutternes markedsandele som de fremgik af fusionssagen samt en beregning af markedets HHI efter fusionen. Tallene er beregnet ud fra bruttoudlånet i 2002 til ejerboliger og fritidshuse.

---

**Tabel 3.8.1: Markedsandele og HHI for 2002 som de anvendtes i fusionsvurderingen fra 2003 – beregnet ud fra bruttoudlån**

Institut	Bruttoudlån (mio. kr.)	Markedsandel (pct.)	HHI
Nykredit (inkl. Totalkredit)	91.800	41,9	1.754
Realkredit Danmark	77.500	35,4	1.250
Nordea Kredit	30.400	13,9	192
BRF	18.800	8,6	74
DLR	700	0,3	0
<b>I alt</b>	<b>219.200</b>	<b>100</b>	<b>3.270</b>

**Kilde:** Fusionsvurderingen fra 2003 og Realkreditrådet

---

<sup>62</sup> Glidende gennemsnit er i figuren anvendt på den måde, at markedsandelen i et givent kvartal er beregnet som gennemsnittet af de fire seneste kvartalers markedsandel.

189. Da realkreditinstitutternes regnskaber ikke generelt indeholder tal for bruttoudlån (nyudlån), har Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i højere grad anvendt obligationsrestgæld og udlånsbestand ved beregning af markedsandele. Både obligationsrestgæld og udlån måler den samlede udestående lånemasse, jf. boks 3.4. En markedsandel beregnet på baggrund af enten obligationsrestgæld eller udlån er derfor sammenlignelig.
190. Realkreditinstitutternes markedsandele i 2002 beregnet på baggrund af obligationsrestgæld ved udgangen af 4. kvartal fremgår af tabel 3.8.2. Metodeforskellen resulterede i en lavere markedsandel for Nykredit og Totalkredit i 2002 på 40,2 mod de 41,9 pct. lagt til grund i fusionsafgørelsen.

**Tabel 3.8.2: Markedsandele 2002 opgjort på baggrund af obligationsrestgæld**

Institut	Restgæld (mio. kr.)	Markedsandel (pct.)	HHI
Nykredit (inkl. Totalkredit)	307.700	40,2	1.613
Realkredit Danmark	290.600	37,9	1.438
Nordea Kredit	95.200	12,4	154
BRF	70.500	9,2	85
DLR	2.100	0,3	0
<b>I alt</b>	<b>766.100</b>	<b>100</b>	<b>3.291</b>

Kilde: Realkreditrådet

## 2010

191. På baggrund af realkreditinstitutternes regnskaber, kunne markedsandele i 2010 beregnes ud fra udlån til ejerbolig og fritidshuse pr. 31. december 2010, jf. tabel 3.8.3.<sup>63</sup> Det var disse tal, som lå til grund for vurderingen i 2011-afgørelsen.

<sup>63</sup> Se også 2011-afgørelsens afsnit 3.9.

**Tabel 3.8.3: Markedsandele 2010 opgjort på baggrund af udlån**

Institut	Udlån (mio. kr.)	Markedsandel (pct.)	HHI
Nykredit (inkl. Totalkredit)	638.728	46,1	2.124
Realkredit Danmark	419.000	30,2	914
Nordea Kredit	221.400	16,0	255
BRF	100.099	7,2	52
DLR	6.616	0,5	0
<b>I alt</b>	<b>1.385.843</b>	<b>100</b>	<b>3.346</b>

**Anm.:** Nykredit angiver i årsrapporten for 2010, at det samlede realkreditudlån for koncernen er 1030 mia. kr., hvoraf 59 pct. er udlån til ejerbolig og 3 pct. er udlån til fritidshuse. Realkredit Danmark angiver i årsrapporten for 2010, at udlånet til ejerbolig og fritidshuse 419 mia. kr., hvilket svarer til 60 pct. af udlånsporteføljen. Af Nordea Kredits årsrapport for 2010 fremgår det, at udlånet til ejerboliger og fritidshuse udgjorde 221.400 mio. kr. ultimo 2010. Af BRFkredits Risiko- og kapitalstyringsrapport for 2010 fremgår det, at 47 pct. af det samlede udlån ultimo 2010 på 212.976 mio. kr. var til ejerboliger og fritidshuse. Af DLR's årsrapport fremgår det, at 5 pct. af det samlede udlån ultimo 2010 på 132.320 mio. kr. var til ejerboliger og fritidshuse.

**Kilde:** Realkreditinstitutternes årsrapporter fra 2010

192. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen beregnede Nykredits markedsandel på ejerbolig og fritidshuse i 2010 til 46,1 pct., jf. tabel 3.8.3.
193. Fra 2002 til 2010 steg både Nykredits og Nordea Kredits markedsandel, jf. tabel 3.8.2 og tabel 3.8.3. Nykredits nærmeste konkurrent i 2010, Realkredit Danmark, havde i perioden en aftagende markedsstyrke, og det samme havde BRFkredit. Afstanden mellem Nykredits og Realkredit Danmarks markedsandele var i 2010 øget i forhold til 2003. Markedet var i 2010, som ved fusionen i 2003, koncentreret med et HHI over 3.000.

## 2016

194. Tabel 3.8.4 viser fordelingen af markedsandele blandt danske realkreditinstitutter pr. 2. kvartal 2016. Siden 2010 har Nykredits markedsandel [...] 46,1 pct. i 2010 til [40-50] pct. i 2016.

**Tabel 3.8.4: Markedsandele andet kvartal 2016 opgjort på baggrund af udlån**

Institut	Udlån (mio. kr.)	Markedsandel (pct.)	HHI
Nykredit (inkl. Totalkredit)	[...]	[40-50]	[...]
Realkredit Danmark	[...]	[25-35]	[...]
Nordea Kredit	[...]	[15-25]	[...]
BRF	[...]	[5-15]	[...]
DLR	[...]	[0-5]	[...]
<b>I alt</b>	<b>1.498.643</b>	<b>100</b>	<b>3.216</b>

**Anm.:** I koncernernes markedsandele målt på realkredit udlån indgår også de prioritetslån, der er *fundet* via SDO'er udstedt af et realkreditinstitut (fælles funding).

**Kilde:** Realkreditrådet

195. Realkredit Danmark har [...] i markedsandel fra 30,2 pct. til [25-35] pct., samtidig med at Nordea Kredit og BRFKredit har [...] fra henholdsvis 16 pct. i 2010 til [15-25] pct. i 2016 og 7,3 pct. i 2010 til [5-15] pct. i 2016. Afstanden mellem markedets største aktør, Nykredit, og markedets anden største aktør, Realkredit Danmark, er øget siden fusionen i 2003 og afgangsløsen i 2011. Markedet betragtes fortsat som et koncentreret marked, med et HHI på 3.216.

196. Nykredit selv anfører følgende om udviklingen i koncernens markedsandele i årsrapporten for 2016:

*"Koncernens markedsandel af bestanden af realkreditudlån til ejerboliger udgjorde 42,3% mod 42,2% ultimo 2015, eksklusive lån formidlet af Jyske Bank m.fl., der ikke længere er en del af Totalkredit-samarbejdet. Markedsandelen for udlån til erhvervsområdet inklusive landbrug udgjorde 35,2%. Markedsandelen i alt, eksklusive udlån formidlet af Jyske Bank m.fl., udgjorde 39,3%, hvilket er tilfredsstillende set i lyset af porteføljens sammensætning."*

197. Forskellen mellem Nykredits egen opførelse af markedsandel og styrelsens opførelse kan skyldes, at Nykredit i årsrapporten ikke medregner fritidshuse.

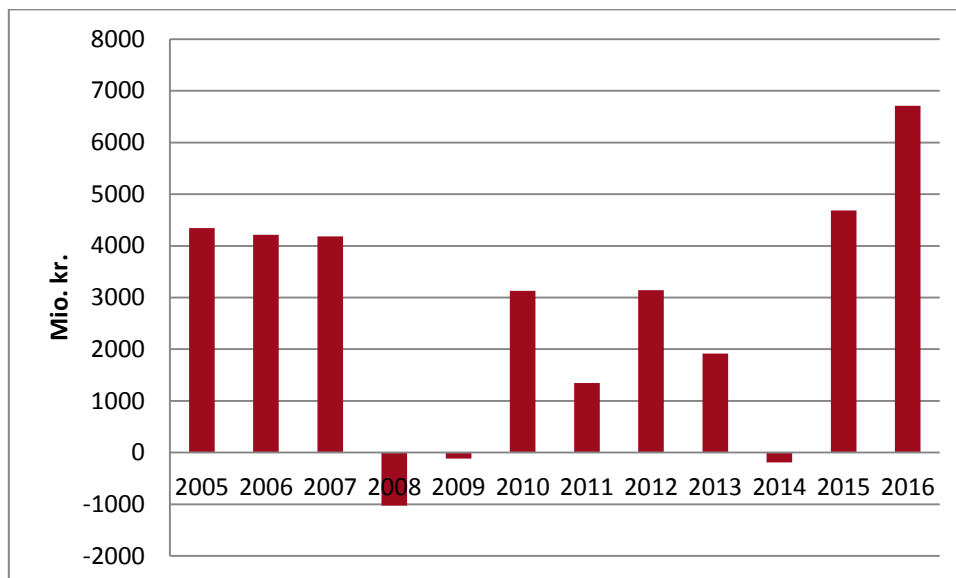
198. Samlet kan det konstateres, at Nykredits markedsandel målt på baggrund af *udlån* stiger fra fusionstidspunktet i 2003 frem til 2013, hvorefter andelen har været faldende. Nykredits markedsandel i dag er [...]. Markedsandelen ligger dog p.t. over niveauet på fusionstidspunktet i 2003.

### **3.9 NYKREDITS INDTJENING M.V. SIDEN 2005**

199. Nøgletal som resultat før skat, virksomhedens solvens, forrentning af egenkapital og fordeling af indtægter, er alle indikatorer, der kan bidrage til at beskrive Nykredits indtjening og robusthed, herunder evne til at modstå tab og til at forrente den investerede kapital. Udviklingen i disse nøgletal beskrives i dette afsnit.



**Figur 3.9.1: Resultat før skat – Nykredit Realkredit koncernen**



Kilde: Nykredit Realkredit A/S. Årsrapporter 2009-2016

200. Figur 3.9.1 viser Nykredit Realkredit A/S' resultat før skat i perioden 2005-2016. Nykredit Realkredit A/S' resultat som helhed er illustreret, idet det vil være koncernens, og ikke blot resultatet for Nykredit Realkredit eller Nykredit Privat, der bl.a. vil have betydning for Nykredits udstederrating.
201. Nykredit Realkredit A/S har i perioden, med undtagelse af 2008-2009 og 2014, et positivt resultat før skat. Fra 2008-2009 er det negative resultat primært forårsaget af et stort tab i forbindelse med kursregulering, og i 2014-2015 er det negative resultat primært forårsaget af nedskrivninger af koncernens goodwill på Totalkredit og Forstædernes Bank.<sup>64</sup>
202. Nykredit Realkredit A/S opnåede i 2016 et resultat før skat på 6.708 mio. kr. på koncernbasis. I forhold til Nykredit Realkredits forventninger til 2017, anføres bl.a. følgende i årsrapporten for 2016:

*"Nykredit forventer i 2017 et fortsat moderat aktivitetsniveau generelt i markedet kombineret med lavt renteniveau.*

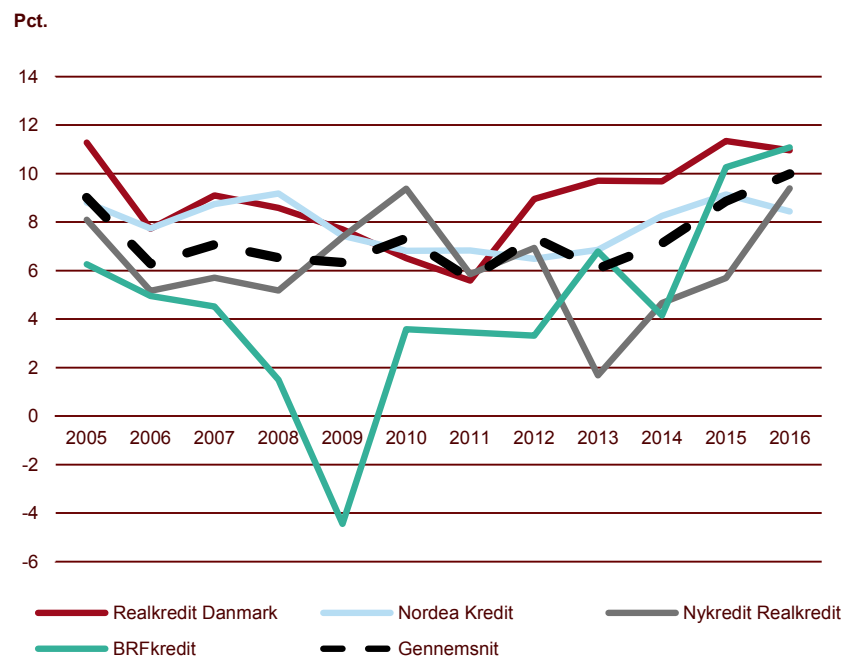
*Indtægter af kerneforrentningen forventes at vise en behersket stigning, mens kapacitetsomkostninger forventes at ligge lige under niveauet for 2016. Dette skyldes de i 2016 iværksatte omstruktureringstiltag, der dog modvirkes af huslejeomkostninger efter frasalget af koncernens største domicilejendomme.*

<sup>64</sup> Se 2011-afgørelsens punkt 161 og figur 4 samt Nykredits årsrapport for 2016.

Samlet forventes resultat af kerneforretningen før nedskriver således at vise et stigning sammenlignet med 2016.<sup>65</sup>

203. Et andet nøgletal, der fortæller noget om Nykredits indtjening og rentabilitet, er egenkapitalens forrentning.
204. Nedenstående figur illustrerer udviklingen i egenkapitalforrentning for Nykredit Realkredit A/S, sammenlignet med de øvrige af markedets aktører.

**Figur 3.9.2: Egenkapitalforrentning før skat eksklusive kapitalandele og kursregulering**



**Kilde:** Egne beregninger på baggrund af data indberettet af institutterne samt årsregnskaber. Data er indhentet i forbindelse med Konkurrencerådets analyse af realkreditmarkedet.

205. Figur 3.9.2 viser udviklingen i egenkapitalforrentning før skat og eksklusive kapitalandele og kursregulering for Realkredit Danmark, Nordea kredit, BRFkredit og Nykredit inklusive Totalkredit og et gennemsnit for branchen. Frem til og med 2012 og i 2016 opnår Nykredit en egenkapitalforretning på niveau med gennemsnittet af branchen. I 2013-2015 holder Nykredits egenkapitalforrentning sig under gennemsnittet for branchen. Egenkapitalforrentningen er eksklusive kapitalandele da det er realkreditforeningen der er i fokus for nærværende sag, mens kursregulering er ekskluderet, da denne ikke siger noget om institutternes drift. Figuren viser således institutternes evne til at generere indtjening på realkreditforeningen eksklusive tilknyttede datterselskaber.

<sup>65</sup> Nykredit Realkredit-koncernens årsrapport for 2016

<sup>66</sup> Nykredit egenkapitalforrentning er påvirket, af at selskabet har nedskrevet goodwill fra købet af Totalkredit med 1.981 mio. kr. i 2015 og 854 mio. kr. i 2014 fra købet af Forstædernes Bank.

206. Det skal bemærkes, at en sammenligning af forrentning af egenkapital på tværs af institutterne er behæftet med en vis usikkerhed. Det skyldes, at institutterne er organiseret forskelligt, og at der kan være forskel på, hvordan realkreditinstitutterne fx opgør deres omkostninger. Det er dog vurderingen, at figuren trods strukturmæssige forskelle mellem realkreditinstitutterne, overordnet giver et retmæssigt billede af institutternes egenkapitalforrentning i forhold til hinanden.

**Tabel 3.9.1: Kapital- og kernekapitalprocent fra 2005-2016 for Nykredit-koncernen (som andel af risikovægtede aktiver).**

År	Kapitalprocent	Kernekapitalprocent
2005	12,4 pct.	11,3 pct.
2006	11,8 pct.	11,0 pct.
2007	10,3 pct.	9,7 pct.
2008	14,7 pct.	13,5 pct.
2009	17,8 pct.	16,7 pct.
2010	18,5 pct.	18,5 pct.
2011	17,1 pct.	17,1 pct.
2012	19,1 pct.	19,1 pct.
2013	18,9 pct.	18,9 pct.
2014	18,2 pct.	17,2 pct.
2015	23,9 pct.	20,5 pct.
2016	23,0 pct.	19,9 pct.

**Anm.:** fra 2005-2013 betegnes kapitalprocent i Nykredits årsregnskaber ved begrebet solvensprocent. Fra og med 2014 ændres begrebet til kapitalprocent.

**Kilde:** Nykredits årsrapporter fra 2005-2016

207. Tabel 3.9.1 viser udviklingen i kapitalprocent og kernekapitalprocent for Nykredit-koncernen fra 2005-2016. Det bemærkes, at udviklingen i disse nøgletal er påvirket af overgangen til at anvende interne modeller i opgørelsen af risikovægte fra 2006/2007 til 2008. Det medfører teknisk set en kraftig stigning i de opgjorte kapitalprocenter i denne periode. I 2016 har Nykredit-koncernen en kapitalprocent på 23 pct. og en kernekapitalprocent på 19,9 pct. Til sammenligning havde Nykredit i 2011 og 2005 en kapitalprocent på henholdsvis 17,1 pct. og 12,4 pct. og en kernekapitalprocent på henholdsvis 17,1 pct. og 11,3 pct.
208. En nærmere beskrivelse af begreberne kernekapital og kernekapitalprocent fremgår af boks 3.9 og afsnit 3.10.

**Boks 3.9  
Kapital- og  
kernekapitalprocent**

- » *Kapitalprocenten* er et udtryk for en finansiell virksomheds evne til at modstå tab. Kapitalprocenten afspejler således virksomhedens kapitalbuffer sat i forhold til aktiverne og dermed risici, som virksomheden løber. Kapitalprocent er et nøgletal for kreditinstitutter, der sætter basiskapitalen i forhold til de risikovægtede poster.
- » *Kernekapitalprocenten* angiver kernekapitalens andel af de risikovægtede aktiver. Lovkrav

til realkreditinstitutters kapital er beskrevet i afsnit 3.10.

Kilde: Danmarks Nationalbank

### **3.10 KAPITALKRAV**

209. I dette afsnit gennemgås med udgangspunkt i Nykredit de kapitalkrav, som realkreditinstitutterne på markedet skal leve op til. Afsnit 3.10 danner således basis for forståelsen af Nykredits argument om forhøjede kapitalkrav som begrundelse for at tilbagekalde eller ændre tilsagn (5).
210. I det følgende beskrives indledningsvist, hvad kapitalkrav grundlæggende er, jf. afsnit 3.10.1, dernæst hvilke krav lovgivningen stiller til institutternes kapital, jf. afsnit 3.10.2 og afslutningsvis et muligt fremtidigt gearingskrav, jf. afsnit 3.10.3, og mulige nye kapitalkrav via Basel IV-anbefalinger, jf. afsnit 3.10.4.

#### **3.10.1 Grundlæggende om kapitalkrav**

211. Kapitalkrav handler helt generelt om den mængde kapital, som fx et realkreditinstitut skal have som sikkerhed for de lån (og andre eksponeringer, der er forbundet med risici), som selskabet yder. Indskyderne af kapitalen (aktionærer eller andre indskydere af forskellige former for ansvarlig lånekapital) vil have en forventning om at blive aflønnet for deres indskud/investering, hvilket udgør en omkostning for instituttet. Kapitalen er omvendt også med til at finansiere institutternes aktiviteter og har derfor sit modstykke i nogle aktiver, som giver instituttet en indtægt. Hertil kommer, at en stærk kapitalisering reducerer risikoen for konkurs og lignende, hvilket vil dæmpe den stigning i finansieringsomkostningerne, som en forøget kapitalandel umiddelbart giver anledning til.
212. Kapitalkrav formuleres i lovgivningen som en procentandel af de risikojusterede eksponeringer. Der er således to forhold, som er afgørende for det endelige kapitalkrav:
1. Risikovægten, der anvendes ved risikojusteringen af eksponeringerne.
  2. Den procentandel, som kapitalkravet udgør af de risikojusterede eksponeringer (i det følgende "kapitalkravsprocenten").
213. Ad 1: Ved opgørelsen af kapitalkravene bliver alle eksponeringer risikojusteret på baggrund af kundetype, sikkerhed (hvor der for realkreditlån er sikkerhed i form af pant i ejendommen), kundens økonomiske styrke og lignende. Realkreditudlån til privatkunder er nogle af de mest sikre udlån, da der som nævnt er pant i ejendommen og loft over belåningsgraden. Risikovægten for lån til privatkunder er derfor lav i forhold til andre typer udlån.
214. Ad 2: Kapitalkravet består af krav til, hvor meget kapital, herunder egentlig kernekapital, selskabet skal have. Egentlig kernekapital – også benævnt CET1 (Common Equity Tier 1) – er kapitaltypen af den højeste kvalitet. Det skyldes, at denne kapital anses for at være den mest tabsabsorberende. Egenkapitalindskydere er dermed de indskydere af kapital i virksomheden,

der sidst vil få et eventuelt provenu i tilfælde af konkurs. Egentlig kernekapital består blandt andet af aktiekapital, andelskapital eller garantkapital.<sup>67</sup>

215. Udover krav til CET1 er der også krav, hvis selskabet supplerer med mindre risikovillig kapital. Det er dels hybrid kernekapital – benævnt AT1 (Additional Tier 1) – og supplerende kapital – benævnt Tier 2. Begge disse kapitaltyper forventes normalt at være ”billigere” end CET1, fordi de udgør mindre risikovillig kapital. Hybrid kernekapital er en mellemting mellem aktiekapital og lånekapital, og supplerende kapital består blandt andet af ansvarlig lånekapital.

### **3.10.2 Lovmæssige krav**

216. De kapitalkravsregler, som gælder på nuværende tidspunkt, følger af det såkaldte kapitalkravsdirektiv (CRD IV) og kapitalkravsforordningen (CRR) fra 2013. Reglerne er implementeret i Danmark gennem lov om finansiel virksomhed, i det omfang reglerne ikke er direkte gældende. Kapitalkravene bliver gradvist strammet, så de er fuldt indfaset i 2019.
217. Derudover gælder der også den såkaldte ”Basel I-overgangsregel”, der – i hvert fald til og med 2017 – lægger et supplerende ”gulv” for, hvor lille en kapital et penge- eller realkreditinstitut kan have. Denne regel er aktuelt det bindende regulatoriske krav til samlet kapital for de store realkreditinstitutter.
218. For nogle af realkreditinstitutterne vil dette gulv være på niveau med eller strammere end de krav, der umiddelbart følger af CRR/CRD IV helt frem til og med 2019, hvis gulvet videreføres efter 2017. Gulvet blev indført ved introduktion af IRB-metoderne i 2007/2008 (Basel II), for at sætte en grænse for det fald i kapitalkravene, som fulgte med overgang til IRB-modellerne<sup>68</sup>.

#### **3.10.2.1 Kapitalkravsprocent**

219. CRD IV/CRR indeholder en række kapitalkravselementer, som allerede er fuldt ud indført, som er konstante over tid, og som gælder for alle institutter. Derudover er der krav, som kan variere over tid (den såkaldte kontracykliske kapitalbuffer), og et såkaldt SIFI-krav til store institutter, som varierer efter hvor betydende det enkelte institut vurderes at være i forhold til systemisk risiko.
220. Hertil kommer supplerende krav fra Finanstilsynet efter individuelle vurderinger (individuelle solvensbehov – også kaldet ”søjle II-krav”). Søjle II-krav kan også variere over tid.
221. De nævnte krav er ikke alle fastsat i loven – nogle af kravene fastsættes således af erhvervs- og vækstministeren (kontracykliske kapitalbuffer) eller Finanstilsynet (søjle II-krav).
222. Af tabel 3.10.1 nedenfor fremgår en oversigt over de enkelte kapitalkrav, hvad der gælder for Nykredit, og hvilken type kapital kravet kan dækkes med.

---

<sup>67</sup> Se fx ”Rapport fra ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet”, september 2016, side 52.

<sup>68</sup> Institutternes anvendelsen af egne IRB-modeller (Internal Rating Based approach) er ensbetydende med, at kreditinstitutter har mulighed for at anvende interne metoder til at estimere risikovægte, hvilket indgår i beregningen af deres kapitalkrav. Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Nykredit og Jyske Bank og deres respektive realkreditinstitutter anvender alle interne modeller.

**Tabel 3.10.1: Kapitalkrav i 2017 og 2019 – af risikovægtede eksponeringer**

Navn	Beskrivelse	Kapitalkrav (2019)	Kvalitet af kapitalen	Gælder for Nykredit	
				2019	2017
Søjle I-krav (Common Equity Tier I)	Grundlæggende krav til kernekapitalen	4,5 pct. - konstant krav	Egentlig kernekapital (egenkapital)	4,5 pct.	4,5 pct.
Kapitalbevaringsbuffer	Supplerende fast bufferkrav, hvor maksimum niveau indføres gradvist frem mod 2019	2,5 pct. – konstant krav ved fuld indfasning i 2019	Egentlig kernekapital (egenkapital)	2,5 pct.	1,25 pct.
SIFI-buffer (systemisk risiko buffer)	Fastlægges af landene selv ud fra det enkelte instituts "systemiskhed". Vil kunne ændres løbende.	0-5 pct. – varierer fra institut til institut og kan ændres løbende	Egentlig kernekapital (egenkapital)	2 pct.	1,2 pct.
Kontracyklisk kapitalbuffer	Fastlægges af landene selv. Den er høj i perioder med høj vækst, mens der slækkes ved lav vækst. Det Systemiske Risikoråd kommer med henstillinger, som ministeren tager stilling til efter "følg-eller-forklar" princippet. Der tages stilling til bufferen hvert kvartal.	0-2,5 pct. – kan variere over tid (er p.t. 0)	Egentlig kernekapital (egenkapital)	Maks. 2,5 pct. - satsen er dog p.t. 0 pct.	Maks. 1,5 pct. - satsen er dog p.t. 0 pct.
Søjle II-krav	Individuelt solvensbehov, som fastlægges af Finanstilsynet for det enkelte institut	Individuelt krav som kan variere over tid	56 pct. af kravet skal opfyldes af egentlig kernekapital – resten kan være med supplerende kapital	Nykredit har anført et langsigtet Søjle II-krav på 3 pct. – dvs. et Søjle II egenkapitalkrav på ca. 1,5 pct.	Nykredit har anført et langsigtet Søjle II-krav på 3 pct. – dvs. et Søjle II egenkapitalkrav på ca. 1,5 pct.
Hybrid kernekapital (AT1)	Krav til mængde af hybrid kernekapital	1,5 pct. – konstant krav	Hybrid kernekapital	1,5 pct.	1,5 pct.
Supplerende kapital (Tier 2)	Krav til supplerende kapital	2 pct. – konstant krav	Supplerende kapital	2 pct.	2 pct.
<i>I alt i pct. af risikovægtede aktiver</i>				<i>18 pct.</i>	<i>14,95 pct.</i>
<i>I alt i pct. af balance (med Nykredits risikovægt på 16,5 pct.)</i>				<i>2,97 pct.</i>	<i>2,47 pct.</i>

**Kilde:** Nykredit og Ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet

223. Summeres kravene i tabel 3.10.1 vil Nykredit i 2019 have et samlet krav til egentlig kernekapital (CET1) på **13 pct.** (de fire øverste plus 1,5 pct. søjle II egenkapitalkrav). Dertil kommer hybrid kernekapital og supplerende kapital på sammenlagt **5 pct.** (de to nederste plus 1,5 pct. fra søjle II). Det samlede kapitalkrav er således **18 pct.** af de risikovægtede eksponeringer. Da Nykredits gennemsnitlige risikovægt for lån til ejerboliger og fritidshuse er [...] pct., svarer det til et kapitalkrav på [...] pct. af balancen (for denne lånetype).
224. Det bemærkes dog, at den kontracykliske kapitalbuffer p.t. er fastsat til 0 pct., dvs. at kravet dermed aktuelt er 15,5 pct. Det maksimale niveau, som denne buffer kan sættes til (2,5 pct.), indføres frem mod 2019.

225. Det er erhvervsministeren, der fastsætter den kontracykliske kapitalbuffer inden for grænsen på de 2,5 pct.,<sup>69</sup> på baggrund af henstilling fra Det Systemiske Risikoråd. Rådet kommer med en henstilling hvert kvartal, som ministeren skal følge eller forklare, hvorfor den ikke bliver fulgt.
226. Efter § 125f, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed skal erhvervsministeren udover fastlæggelse af buffersatsen også træffe beslutning om, fra hvilken dato de finansielle virksomheder skal anvende den kontracykliske buffersats. Det følger af lovbemærkningerne, at når erhvervsministeren for første gang fastsætter en kontracyklisk buffersats på over nul, eller når erhvervsministeren forhøjer en kontracyklisk buffersats, vil buffersatsen som udgangspunkt finde anvendelse fra 12 måneder efter tidspunktet for Finanstilsynets offentliggjorte meddelelse herom. På grundlag af ekstraordinære omstændigheder kan der imidlertid fastsættes en kortere frist end 12 måneder for anvendelse af buffersatsen.<sup>70</sup>
227. Nykredit har valgt at medregne den kontracykliske buffer som et gældende krav på 2,5 pct. - dvs. det maksimale niveau. Det skal ses i sammenhæng med, at satsen for nuværende er sat til nul, og at den under alle omstændigheder må ventes nedsat til nul i perioder med svage konjunkturer.

### 3.10.2.2 Basel I-overgangsregel

228. Basel I-reglerne gjaldt fra 1990 til 2007 for så vidt angår kapitalkrav.<sup>71</sup> Implementeringen af Basel II-reglerne i 2007, hvorved institutterne fik mulighed for at anvende interne modeller til opgørelse af risikovægtene, og hvorved disse ville blive markant lavere end tidligere, blev dog ledsaget af en overgangsregel. Denne overgangsregel medførte, at det samlede kapitalkrav – på trods af nye lempeligere regler i Basel II – i en periode skulle udgøre mindst 80 pct. af værdien opgjort efter de gamle regler under Basel I-regimet (standardmetoden). Overgangsreglen reducerede således faldet i kapitalkravene til omkring 20 pct. Uden denne regel ville faldet i kapitalkravene have været meget større. Skærpelsen af kapitalkravene i medfør af CRR/CRD IV har dog taget afsæt i de – nu – meget lavere risikovægte.
229. Som følge af den finansielle krise blev Basel I-overgangsreglen ("gulvet") forlænget – som artikel 500 i CRR – og den gælder stadig – foreløbigt til og med 2017, selv om Basel II efterfølgende helt blev erstattet af Basel III-anbefalingerne og deres implementering i CRD IV/CRR.
230. Det er dog samtidigt vigtigt at nævne, at kravene til kvaliteten af kapitalen er skærpet væsentligt. Under de gamle Basel I-regler var kravene til kapitalkvaliteten lempeligere end de krav, som følger af CRD IV/CRR. Således skulle kun 2 pct.-point af den samlede kapitalkravsp procent på 8 være egentlig kernekapital under Basel I-reglerne.

<sup>69</sup> Jf. § 125f i lov om finansiel virksomhed.

<sup>70</sup> Dette følger af artikel 136, stk. 5 i CRD IV.

<sup>71</sup> Basel-komiteén består af repræsentanter fra nationalbanker og tilsynsmyndigheder fra en række lande. Komiteén kommer med forslag – standarder – til hvordan reguleringen bør se ud. De første anbefalinger – Basel I – blev fremsat i 1988, Basel II blev fremsat i 2004 og Basel III i 2010-2011. Standarderne indføres i EU-reguleringen ved, at Kommissionen fremsætter et lovgivningsforslag, der i større eller mindre grad kan være baseret på Basel-komiteéns anbefalinger. Når forslaget er fremsat af Kommissionen, skal det forhandles i den sædvanlige lovgivningsprocedure i såvel Rådet som Europa-Parlamentet. Fra Basel-komiteén kommer med en anbefaling, til den er endeligt indført i lovgivningen, kan der gå flere år. Således kom Basel III-anbefalingerne i 2010-2011, og de lå til grund for CRD IV/CRR, som blev vedtaget i 2012, og som nævnt er kravene heri først fuldt indfaset i 2019.

### **3.10.3 Muligt nyt gearingskrav**

231. Kommissionen har den 23. november 2016 fremsat forslag om en revision af CRD IV/CRR. Dette forslag indebærer bl.a. et gearingskrav.
232. Gearingskravet er et uvægtet kapitalkrav, hvor alle eksponeringer tildeles samme kapitalkrav, uanset hvor risikofyldte de er. Kravet er foranlediget af Basel III-anbefalingerne fra 2011.
233. Hvis gearingskravet bliver gennemført vil det være et supplement til de øvrige krav og lægge et gulv for, hvor lavt et kapitalniveau et institut kan have. Gearingskravet vil ifølge Kommissionens forslag være 3 pct. af de uvægtede eksponeringer.

### **3.10.4 Basel IV**

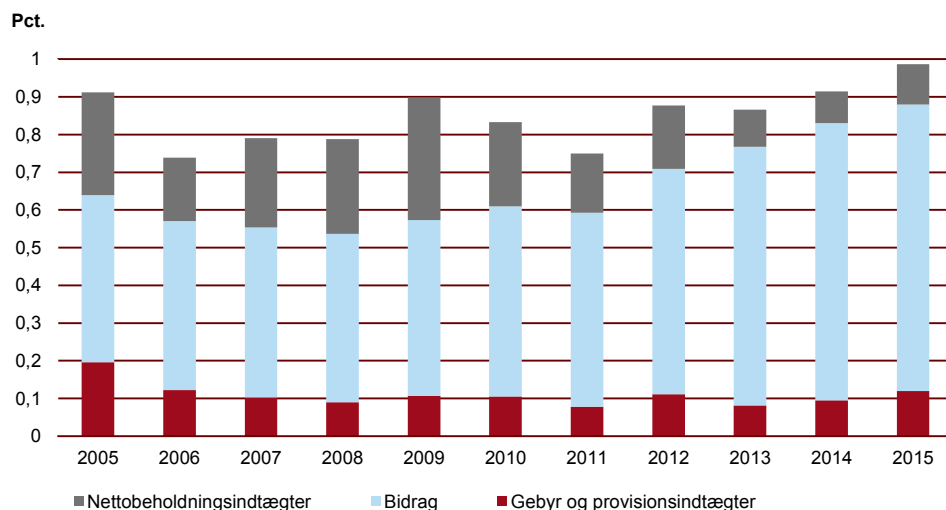
234. Det var forventet, at Basel-komiteen ville komme med sine endelige Basel IV-anbefalinger i slutningen af 2016. Dette er dog blevet udsat, og på nuværende tidspunkt vides det ikke, hvornår anbefalingerne vil komme, og indholdet er foreløbigt også usikkert.
235. De første udmeldinger fra Basel-komiteén, der kom i foråret 2016, tydede på, at komiteen bl.a. vil anbefale et gulv for, hvor lave risikovægtene kan blive for IRB-institutter.
236. Der blev talt om, at risikovægtene for et lån med pant i fast ejendom – hvor Nykredits risikovægt p.t. er [...] pct. – fremover vil blive minimum 60-90 pct. af vægten efter den nuværende standardmetode (hvor risikovægten er 35 pct.). Det vil sige, at de fremtidige risikovægte for Nykredit i så fald kan blive mellem 21 og 31,5 pct. Det ville potentielt kunne indebære en ret kraftig forhøjelse af kravet til kapital. Denne regel kan ses som en erstatning for det tidligere nævnte Basel I-gulv,
237. Det er dog som nævnt stadig usikkert, hvad de endelige Basel IV-anbefalinger vil gå på, og hvordan de endeligt vil blive implementeret i EU-lovgivningen.

## **3.11 ANDRE NØGLETAL**

238. Nykredit har i sin anmodning af 29. juni 2016 om revurdering af tilsagn (5a), bl.a. argumenteret for, at revurderingen skal tage afsæt i konjunkturmæssige ændringer i markedet. Med udgangspunkt heri, vil dette afsnit beskrive ændringer i en del af de parametre, der er konjunkturafhængige, og i den forbindelse påvirker udlån til private ejerboliger og fritidshuse.
239. Mere præcist har Nykredit i anmodningen anført, at realkreditmarkedet helt grundlæggende har ændret sig siden 2003. Nykredit har i den forbindelse peget på, at det ikke længere er muligt at opretholde samme indtjening på realkreditinstitutternes fondsbeholdninger som tidligere.
240. Styrelsen har i forbindelse med analysen af markedet for realkredit indhentet tal fra realkreditinstitutterne til beskrivelse af fordelingen mellem indtægter fra bidrag, gebyrer og provisioner samt fondsbeholdningen. Udviklingen i denne fordeling fremgår af figur 3.11.1



**Figur 3.11.1: Indtægter fra udlåns- og beholdningsforretning i pct. af udlånet**



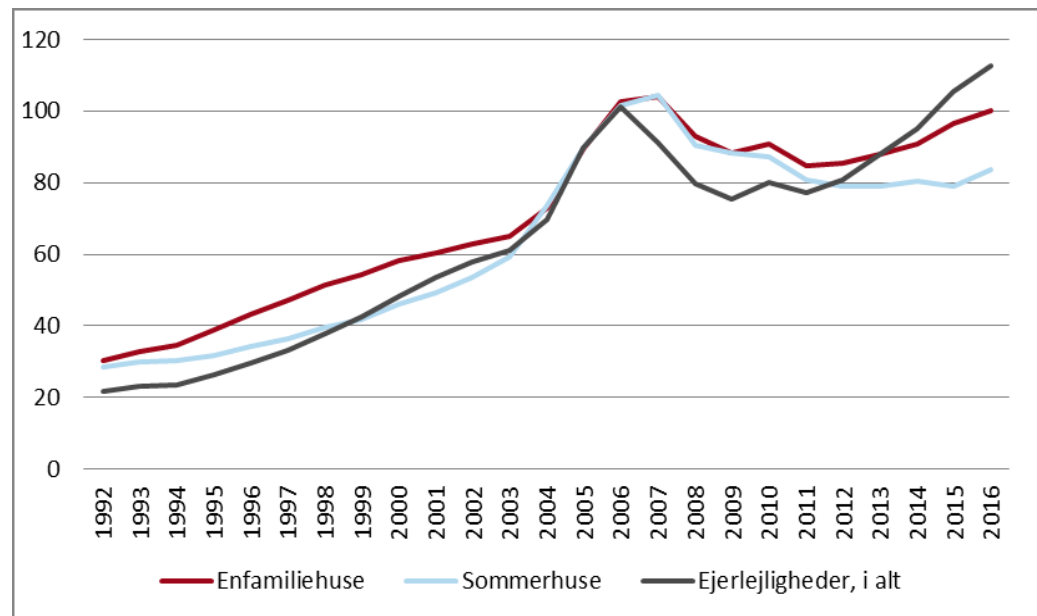
**Note:** De fleste institutter opgør indtægterne fra kurtage og kursskæring under regnskabsposten gebyrer- og provisionsindtægter. Et institut opgør indtægter fra kurtage og kursskæring som en beholdningsindtægt, mens et andet institut opgør indtægter fra kursskæring under kursregulering. I sidstnævnte tilfælde indgår indtægterne fra kursskæring ikke i figuren.

**Anm.:** Indtægterne fra udlån omfatter både udlån til personer og til erhverv i denne opgørelse. Det afspejler, at det har været vanskeligt at opdele omkostningerne på erhvervsudlån og udlån til private.

**Kilde:** Styrelsens egne beregninger på baggrund af data indhentet fra realkreditinstitutterne. Data blev indhentet til Konkurrencerådets analyse om markedet for realkredit.

241. Det fremgår af figur 3.11.1, at realkreditinstitutternes indtægter som andel af udlånet ligger højt i 2015 i forhold til de foregående 10 år, og har udviklet sig i en retning, hvor en større del af indtægterne stammer fra bidrag. I 2015 udgjorde institutternes indtægter fra bidrag 0,76 pct. af udlånene. Indtægter fra gebyr og provision udgjorde godt 0,12 pct. af udlånet, mens indtægter på fondsbeholdningen udgjorde 0,11 pct. af udlånet.
242. I nærværende sag er det relevant at se på udviklingen på boligmarkedet, hvor priserne faldt før og under den finansielle krise, efterfulgt af en stigning i de seneste år. Udover boligpriser er andre forhold som bl.a. renteutvikling af betydning for realkreditens tab, nedskrivninger og i sidste ende realkreditinstituttets resultat. I det følgende illustreres udviklingen i de ovenfor nævnte nøgletal.
243. Udviklingen i boligpriser for enfamiliehuse, sommerhuse og ejerlejligheder er illustreret i figur 3.11.2.

**Figur 3.11.2: Nominelle boligpriser på ejerboliger og fritidshuse**

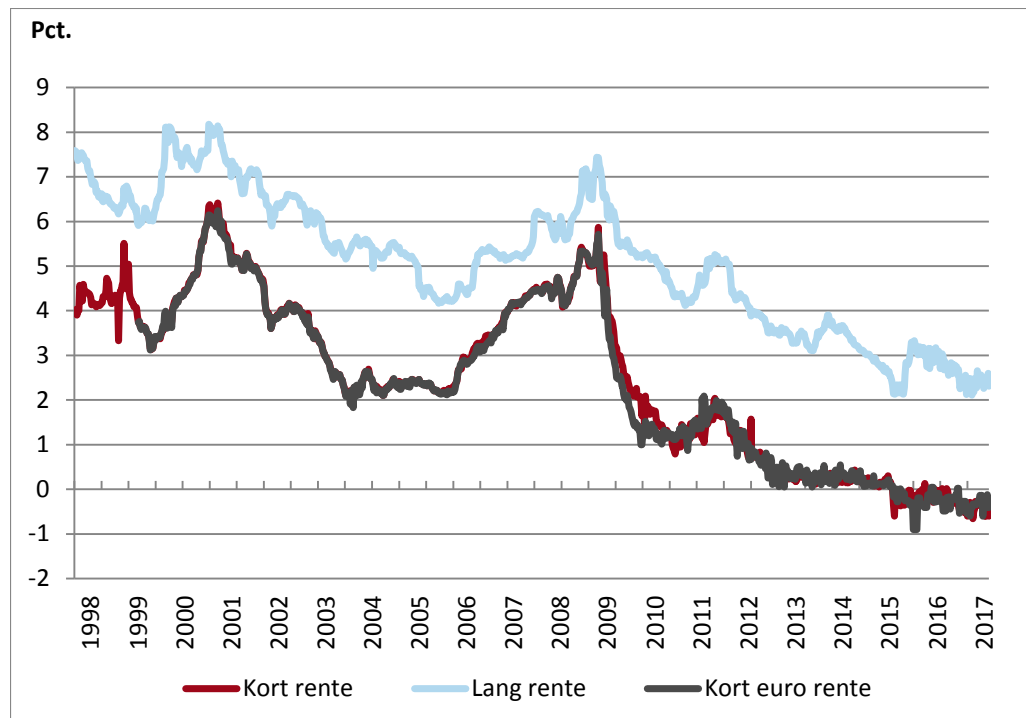


**Note:** Indeksår 2006=100

**Kilde:** Nationalbanken

244. Figur 3.11.2 viser den nominelle udvikling i boligpriser fra begyndelsen af 1990'erne og frem til 2016. Fra 1992 og frem mod 2006 er boligpriserne for alle tre kategorier steget kraftigt (også realt), hvorefter prisen på ejerlejligheder falder i 2006/2007 og sommerhuse og enfamiliehuse oplever et fald i 2008. Fra 2009 og frem til 2012 er udviklingen i alle tre kategorier nogenlunde stabil, hvorefter priserne stiger igen for enfamiliehuse og ejerlejligheder. For sommerhuse er der først en lille stigning i 2016.
245. En anden vigtig parameter er renteniveauet. Udviklingen i renteniveauet giver blandt andet et billede af bevægelserne i det risikofri afkast. Renteudviklingen er beskrevet i figur 3.11.3.

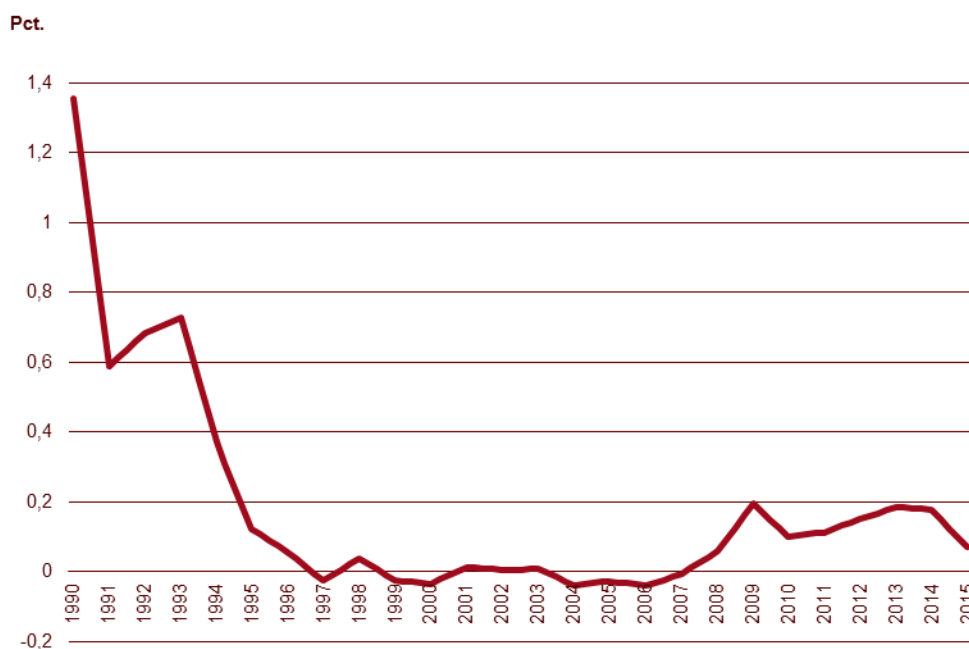
**Figur 3.11.3: Renteudvikling**



Kilde: Realkreditrådet.

246. Figur 3.11.3 viser udviklingen i den korte rente, den lange rente og den korte euro rente fra 1998-2017. Det fremgår, at renten er faldet kraftigt, og i de senere år befinder den sig på et, for perioden, historisk lavt niveau, hvor alle tre rentetyper primært tager en negativ værdi.
247. Figur 3.11.4 illustrerer udviklingen i realkreditinstitutternes nedskrivninger i pct. af udlån fra 1990-2015.

**Figur 3.11.4: Realkreditinstitutternes nedskrivninger i pct. af udlån**



**Kilde:** Nationalbanken/Realkreditanalysen, afsnit 3.6

Omfanget af nedskrivninger udgør i 2015 ca. 0,07 pct. af realkreditinstitutternes samlede udlån. I 2009 steg omfanget af nedskrivninger som følge af finanskrisen, og nedskrivningsprocenten nåede 0,2 pct. af det samlede realkreditudlån. Efterfølgende er nedskrivningerne reduceret, dog med en mindre stigning omkring 2013-2014.

### **3.12 NYKREDITS ANMODNING OG HØRINGSSVAR**

248. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen sendte et udkast til afgørelse i høring hos Nykredit den 5. maj 2017. Nykredits argumenter, dvs. både Nykredits anmodning om revidering af tilsagn (5) af 29. juni 2016 samt høringssvar af 16. juni 2017, gengives i dette afsnit. Styrelsens vurderinger i forhold til Nykredits argumenter er anført i afsnit 5. Dog er de overordnede elementer af Nykredits høringssvar af 16. juni 2017 adresseret i afsnit 3.12.2.

#### **3.12.1 Nykredits anmodning af 29. juni 2016**

249. Nykredit har den 29. juni 2016 anmodet om en ophævelse af tilsagn (5), alternativt en udfasning af tilsagnet. Nykredit har mere specifikt anmodet om følgende, i prioriteret rækkefølge:

*"1. Ophævelse af tilsagn 5*

*2. Udfasning af tilsagn 5 over en periode på tre-fem år, men i kombination med pkt. 3 nedenfor i udfasningsperioden.*

3. Et nyt tilsagn 5a, hvorefter Nykredit tillades at forhøje satserne i en ny femårig periode fra 1. april 2017 for lån i ejerboliger og fritidshuse.<sup>72</sup>

250. I dette afsnit beskrives Nykredits begrundelse for anmodningen yderligere. Der gengives afsnit og oplysninger fra:

- Nykredits brev af 29. juni 2016 med anmodning om revidering af tilsagn
- Nykredits mail af 17. juni 2016 med bilag til anmodningen
- Nykredits mail af 25. august 2016 med øvrig dokumentation
- Nykredits mail af 18. september 2016 med en række notater til besvarelse af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens spørgsmål
- Nykredits mail af 23. november 2016 med fremsendelse af Copenhagen Economics' præsentation "Effekten af Tilsagn 5" samt en sammenfatning af resultaterne af Copenhagen Economics' analyse.
- Nykredits mail af 15. marts 2017 med besvarelse af spørgsmål fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen samt plancher og notat fra Copenhagen Economics.

251. I det følgende angives indledningsvist de forhold, der ifølge Nykredit er ændret på en måde, så tilsagn (5) er overflødig. Dernæst angives Nykredits argumenter for, hvorfor tilsagn (5) ikke længere har en positiv effekt på konkurrencen. De forhold, som Nykredit har anført, indgår i styrelsens vurdering af grundlaget for en eventuel tilbagekaldelse eller ændring af tilsagn (5).

#### **3.12.1.1 Ændringer i retlige og faktiske forhold**

252. Nykredit har i brevet af 29. juni 2016 anført, at en række af de grundlæggende markedsforhold, som var gældende i 2003 på tidspunktet for Nykredits afgivelse af tilsagn 5, har ændret sig markant. Ifølge Nykredit er der sket væsentlige ændringer i aktørbilledet og produktudbudet på markedet for boligfinansiering til privatkunder, og pengeinstitutternes binding i samarbejdet med Totalkredit er ophørt. Hertil kommer ifølge Nykredit, at kapitalkravene til finansielle virksomheder er blevet væsentligt skærpet i kølvandet på den globale, finansielle krise som følge af krav fra både myndigheder og ratingbureauer.<sup>73</sup>

253. I det følgende afsnit fremgår Nykredits opfattelse af, hvordan de retlige og faktiske forhold har ændret sig.

##### **3.12.1.1.1 Grundlæggende markedsforhold**

254. Ifølge Nykredit har en række af de grundlæggende markedsforhold, som var gældende i 2003 på tidspunktet for Nykredits afgivelse af tilsagn (5), ændret sig markant. Disse ændringer relaterer sig både til vilkårene, hvorpå realkreditvirksomhed kan drives, aktørbilledet samt produktudbud:

*"Helt grundlæggende har realkreditmarkedet ændret sig i forhold til fusionstidspunktet i 2003. Tidligere kunne realkreditvirksomhed drives på vilkår, hvor resultatet af udlånsvirksomheden isoleret set ikke levede op til afkastkravet, da forrentningen af institutternes kapital skabte en tilstrækkelig modvægt og dermed en samlet tilfredsstillende rentabilitet. [...]"*

---

<sup>72</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 14.

<sup>73</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 3.

*Fusionen mellem Jyske Bank og BRF har betydet, at en ny stærk spiller har afløst en svag konkurrent på realkreditmarkedet. Samtidig har det betydet, at Totalkreditsamarbejdets største formidler, Jyske Bank, er trådt ud af samarbejdet og er gået i direkte konkurrence med Nykredit/Totalkredit. Dette ændrer konkurrencesituationen væsentligt og illustrerer, at det er muligt for pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet at afbryde samarbejdet og etablere nye konstellationer i markedet.*

*Endelig skal fremhæves, at der til stadighed sker ændringer i produktudbud, og at der er en stadigt stigende variation i udbud af lån til boligfinansiering: Siden 2007, hvor SDO-lovgivningen blev gennemført, har pengeinstitutterne i stigende grad udbudt produkter til boligfinansiering. Dette sker ikke blot som supplement til traditionel realkreditfinansiering, men også som egentligt alternativ, hvor privatkunders ejendoms køb finansieres fuldt ud med realkreditlignende banklån (prioritetslån).<sup>74</sup>*

255. Styrelsens vurdering af de anførte forhold om fondsbeholdninger fremgår af afsnit 5.5.1.1, mens forholdene omkring Jyske Bank/BRFkredit-fusionen og prioritetslån adresseres i afsnit 5.3.

#### **3.12.1.1.2 Pengeinstitutter er ikke længere bundet til Totalkredit**

256. Et andet ændret markedsforhold siden 2003 er ifølge Nykredit, at pengeinstitutterne ikke længere er bundet til Totalkredit. Da Nykredit fusionerede med Totalkredit, var 106 pengeinstitutter bundet til Totalkredit. Dette antal er i dag reduceret til 62. Ifølge Nykredit har pengeinstitutterne efter udløbet af bindingsperioden i 2010 haft mulighed for frit at samarbejde med andre realkreditinstitutter, hvilket Jyske Banks afbrydelse af samarbejdet med Totalkredit viser.<sup>75</sup>
257. Styrelsens vurdering af distributionsforholdene på markedet, herunder det anførte om Totalkreditpengeinstitutterne, fremgår af afsnit 5.3.1.4.

#### **3.12.1.1.3 Skærpede krav**

258. Et tredje ændret forhold siden 2003 er ifølge Nykredit, at instituttets samlede omkostninger på privatområdet er steget betydeligt gennem årene som følge af skærpede krav på en række områder. Nykredit angiver således, at Nykredits omkostninger er steget fra [...] pct. af Nykredits udestående lån i 2003 til [...] pct. i 2011 og til estimeret [...] pct. af Nykredits udestående lån i 2016 på trods af faldende driftsomkostninger (af Nykredit benævnt som "kapacitetsomkostninger") gennem perioden.
259. Om de øgede omkostninger har Nykredit bl.a. anført følgende:

*"Nykredits øgede omkostninger skyldes skærpede krav på en række områder, herunder særligt omkostninger til kapital og afviklingsfond:*

- *Kapitalomkostninger:*

---

<sup>74</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 3-4.

<sup>75</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 4.

*Øgede kapitalkrav (CRD IV) blev vedtaget som en reaktion på den finansielle krise i 2008-09 og er ved at blive implementeret. Desuden stiller ratingbureauet Standard & Poor's (S&P), som Nykredit samarbejder med, skærpede krav til Nykredit, hvis Nykredits obligationer skal forblive konkurrencedygtige. [...]*

• *Afviklingsfond:*

*Hele realkreditsektoren er blevet pålagt at betale til en fælles dansk afviklingsfond. Nykredits årlige omkostninger hertil forventes at ligge på ca. [...] kr. i otte år fra og med 2016, hvilket svarer til [...] basispoint af Nykredits udlån. Afviklingsfonden blev oprettet efter Konkurrencerådets revidering af tilsagnet i 2011.*

*Hertil kommer øgede omkostninger til nedskrivninger og tab, der på nuværende tidspunkt er sat til [...] basispoint, hvilket svarer til gennemsnittet i perioden 2004-2014.<sup>76</sup>*

260. Konsekvensen af disse skærpede krav er ifølge Nykredit, at virksomhedens omkostninger ikke bliver dækket af de indtægter, som Nykredit genererer. Nykredit skønner, at under tilsagn (5a) udgør underdækningen [...] basispoint af udlånet:

[...]

261. Når tilsagn (5a) udløber, vil underdækningen ifølge Nykredit være [...] basispoint.<sup>77</sup> Nykredit anvender i beregningen af tabellens resultater en række forudsætninger, for så vidt angår nedskrivninger og tab samt forskellige elementer, der har betydning for instituttets kapitalomkostninger – kapitalkrav, rating, egenkapitalforrentning. Disse gennemgås i de følgende afsnit.
262. Styrelsens vurdering af Nykredits kapitalforhold fremgår i sin helhed af afsnit 5.5.

### **3.12.1.1.3.1 Kapitalkrav**

263. For så vidt angår kapitalkrav har Nykredit indsendt supplerende bilag med argumentation. Nykredit har bl.a. anført følgende:

*"I forbindelse med drøftelserne med Konkurrencestyrelsen i 2011 forventede Nykredit et kapitalkrav under CRD IV/Basel III på 13% af de risikovægtede eksponeringer (REA). De endelige kapitaldækningsregler indebærer, at Nykredit stiler efter et kapitalniveau på 21,5% af REA. Nykredit planlægger at opfylde kravet med 17,5% egenkapital (CET1) og 4% efterstillet kapital. Der er altså tale om dels et CET1-mål på 17,5%, og et mål for den totale kapitalprocent på de 21,5%.*

*Kapitalmålet på 21,5% indeholder en kapitalbuffer på 3-4% af REA, som vurderes styrimsmæssigt nødvendigt [...].<sup>78</sup>*

<sup>76</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 4-5.

<sup>77</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 5

<sup>78</sup> Jf. Bilag 3 til Nykredits mail af 17. juni 2016, side 3.

264. Det fremgår heraf, at Nykredit har et mål for kapitalniveau, som ligger over de lovfastsatte kapitalkrav. Nykredit har anført, at disse lovfastsatte kapitalkrav er steget markant.
265. Nykredit har bl.a. anført følgende om det forhold, at virksomheden vælger at have et kapitalniveau over de lovfastsatte krav, hvilket giver højere kapitalomkostninger:

*"Markedet, forstået som investorer i kapital, gæld, realkreditobligationer mv., stiller en række krav til de danske realkreditinstitutters kapitalisering, udover de lovbestede krav mv."*<sup>79</sup>

og videre:

*"For et institut som Nykredit forventer investorerne et kapitalmål som minimum er på niveau med konkurrenternes – og højere, som følge af forretningsmodellen og det faktum at Nykredit ikke er børsnoteret. Et markedskrav til CET1 på 15% vurderes at være et minimumskrav for et børsnoteret Nykredit i en normal konjunktursituation, hvis Nykredit havde haft en markedskonform balancesammensætning med korte låneforpligtelser. Nykredit er imidlertid ikke børsnoteret og har primært en balance bestående af lange uopsigelige lån – og arbejder derfor med et bestyrelsesfastlagt mål for CET1 på 17,5% ud fra en samlet forretningsmæssig vurdering. Tillægget på 2,5%-point har som primært formål at sikre, at Nykredit kan leve op til lov- og ratingkrav i en hård lavkonjunktur, hvor REA vil stige betydeligt samtidig med, at indtjeningen vil falde. I en sådan situation kan Nykredit ikke hente kapital på aktiemarkedet, hvilket nødvendiggør en stærkere kapital situation i udgangspunktet. Den seneste stresstest i EBA-regi illustrerer denne sammenhæng, [...] Foruden 17,5% CET1 indeholder Nykredits kapitalmålsætning 4% efterstillet kapital fordelt på 1,5% hybrid kernekapital (AT1) og 2,5% supplerende kapital (Tier 2). I denne forbindelse er det vigtigt at understrege, at selv om lovkravene til CET1 indføres frem til 2019, er institutterne i praksis allerede nødt til at tilpasse sig de fuldt indfasede krav."*<sup>80</sup>

266. Styrelsens vurdering af, i hvilket omfang de kapitalkrav, som Nykredit står overfor, udgør et ændret markedsforhold, fremgår af afsnit 5.5.2.

### **3.12.1.1.3.2 Rating**

267. Ratingbureauers krav til Nykredit var en væsentlig del af 2011-afgørelsen. På det tidspunkt var det især ratingbureauet Moody's, som samarbejdede med Nykredit, og som havde skærpet sine krav over for instituttet siden finanskrisens start. Siden 2011-afgørelsen har Nykredit opsagt samarbejdet med Moody's, og i dag er det primært ratingbureauet Standard & Poor's (S&P), som samarbejder med Nykredit.
268. Nykredit har anført følgende om de ratingforhold, som instituttet på nuværende tidspunkt er omfattet af for så vidt angår ratingen fra S&P:

<sup>79</sup> Jf. Nykredits notat om "kapitalkrav til realkreditinstitutter" indsendt i mail af 18. september 2016, side 9.

<sup>80</sup> Jf. Nykredits notat om "kapitalkrav til realkreditinstitutter" indsendt i mail af 18. september 2016, side 9-10.



*"S&P opererer med et virksomhedskrav, som udregnes som 10% af S&P's definition af risikovægtede aktiver, hvor de benytter en risikovægt på 30% for realkreditlån til private. Det skal bemærkes, at der ikke er tale om et decideret krav, men om et niveau der skal opretholdes for, at S&P fortsat vurderer Nykredits kapitalisering som høj. Det er nødvendigt for at opretholde AAA-ratingen af Nykredits obligationer. [...]"*

*Som mulig hel eller delvis erstatning for SIFI-løft har S&P introduceret konceptet Additional Loss-Absorbing Capacity (ALAC). ALAC indebærer, at en bank ved hjælp af efterstillet gæld og/eller tabsabsorberende seniorgæld kan opnå et løft ift. stand-alone ratingen. Nykredit har forpligtet sig til at udstede kapital, der opfylder ALAC-kravene, svarende til 5% af risikoeksponeringen opgjort efter S&Ps metode. Kapitaludstedelsen skal være gennemført medio 2017. På baggrund af tilkendegivelsen fra Nykredit, har S&P kvitteret med et ratingløft på 1 trin allerede nu, således at Nykredits seniorrating aktuelt er A. S&P anser det for at være en stor opgave for Nykredit, at udstede de ca. 20 mia. kr. kapital der skal til, hvilket er en af de primære grunde til, at Nykredits rating er på negativt outlook.*

*Som nævnt har S&P desuden overkollateral-krav (OC-krav) til hvert enkelt kapitalcenter. S&P's OC-krav udgør i gennemsnit ca. 6% af udlånet for de relevante kapitalcentre."<sup>81</sup>*

269. Styrelsens vurdering af, i hvilket omfang ratingbureauet S&Ps krav til Nykredit udgør et ændret markedsforhold, fremgår af afsnit 5.5.3.1.

### **3.12.1.1.3.3 Forrentning af egenkapital**

270. Nykredit har endvidere beskrevet de mål, som instituttet opererer med, for så vidt angår forrentningen af instituttets egenkapital – også benævnt som afkastkrav på egenkapital. Nykredit har blandt andet anført følgende:

*"Nykredit har fastlagt en målsætning om afkast af egenkapitalen på [...]% før skat, svarende til [...]% efter skat. Dette er Nykredits langsigtede afkastmål, der forventes opfyldt i 2018. Afkastmålet er lavere end hvad fx Danske Bank har udmeldt eksternt. Forskellen skyldes Nykredits forretnings sammensætning med relativt lav risikoprofil grundet den store realkreditbalance.*

*Nykredits eksterne rådgiver ifm. børsnoteringen, Rothschild, har vurderet Nykredits cost of capital, hvilket skal forstås som investorernes krav til afkastet på aktieinvesteringen. Rothschild har anvendt tre forskellige metoder [...]"*

*Rothschild kommer frem til et afkastkrav i omegnen af [...]% efter skat ([...]% før skat). Nykredits udmeldte afkastkrav på [...]% efter skat ligger således i underkanten af Rothschilds vurdering af cost of capital for Nykredit. [...]"*

*En anden måde at vurdere rimeligheden i Nykredits afkastkrav er ved at sammenligne med faktiske omkostninger til øvrige kapitaltyper. [...]"*

---

<sup>81</sup> Jf. Bilag 3 til Nykredits mail af 17. juni 2016, side 3-4.

*Hybrid kernekapital koster [...] % p.a., og der skal være et betydeligt merafkast for egenkapitalen, givet at der er mere risiko forbundet med en aktieinvestering. Der er på samme måde en betydelig forskel på merafkastet for hybrid kernekapital sammenlignet med fx Tier 2-kapital. [...]*

*Samlet set mener vi at Nykredits eksternt udmeldte afkastkrav til egenkapitalen, der er anvendt i Nykredits beregninger af kapitalomkostninger, er retvisende og på ingen måde i den høje ende af markedet.*

*Afkastkravet for privatområdet er [...] % før skat, mens det for erhvervsområdet er [...] % før skat, hvilket samlet giver de [...] % for hele koncernen.”<sup>82</sup>*

271. Styrelsens vurdering af, i hvilket omfang forrentning af egenkapital udgør et ændret markedsforhold, fremgår af afsnit 5.5.3.2.

#### **3.12.1.1.3.4 Nedskrivninger/tab**

272. Nykredit har anført, at instituttet har øgede omkostninger til nedskrivninger og tab. Nykredit har i den anledning blandt andet anført følgende:

*”Nedskrivningerne på Nykredit Realkredit privatudlån er steget markant siden forhandlingsforløbet i 2011. I 2012, 2013 og 2014 var nedskrivningerne på hhv. 30, 37 og 12bp af udlånet mod 11bp i 2010. I beregningerne i dette notat anvendes et normaliseret nedskrivningsniveau. Hvor der tidligere blev regnet med en normaliseret nedskrivningsprocent på 0,09%, blev den i 2013 sat op til 0,15% på baggrund af en forventning om, at nedskrivningerne ville forblive på dette niveau en del år fremover. På nuværende tidspunkt forventes det gennemsnitlige fremtidige niveau at være på ca. 0,10%, hvilket svarer til det gennemsnitlige niveau set over de seneste 10 år (2004-2014).”<sup>83</sup>*

273. Styrelsens vurdering af, i hvilket omfang Nykredits øgede omkostninger til nedskrivninger og tab udgør et ændret markedsforhold, fremgår af afsnit 5.5.1.2.

#### **3.12.1.1.4 Kommende udvikling**

274. Nykredit angav yderligere i sit brev af 29. juni 2016, at den kommende udvikling i forhold til Basel-komiteéns<sup>84</sup> forslag til nye, skærpede kapitalkrav fra marts 2016 kan medføre et markant øget pres på Nykredits økonomi, hvilket nødvendiggør en forhøjelse af bidragene. Dette vil også kunne medføre, at ratingbureauet Standard & Poor's sænker sin rating af Nykredit fremadrettet. Nykredit angav mere specifikt:

*”Basel-komiteén (Basel Committee on Banking Supervision) udsendte i marts 2016 et konsultationspapir med forslag til nye, skærpede kapitalkrav, der vil hæve Nykredits kapitalomkostninger yderligere. Forslagene forventes at blive vedtaget inden for det kommende år.*

---

<sup>82</sup> Jf. Nykredits notat om ”kapitalkrav til realkreditinstitutter” indsendt i mail af 18. september 2016, side 13-14.

<sup>83</sup> Jf. Bilag 3 til Nykredits mail af 17. juni 2016, side 2.

<sup>84</sup> Basel Committee on Banking Supervision

*En foreløbig vurdering fra Nykredit er, at implementering af de seneste forslag fra Basel-komiteén vil hæve Nykredits kapitalomkostninger fra [...] basispoint til mellem [...] og [...] basispoint, afhængig af hvordan de endelige regler bliver udformet. Det vil i givet fald få en direkte effekt på Nykredits rentabilitet, der vil falde til mellem [...] og [...] basispoint.*

*Nykredit vil derfor opleve et markant øget pres på virksomhedens økonomi, hvilket nødvendiggør en forhøjelse af bidragene.”<sup>85</sup>*

275. Styrelsens vurdering af, i hvilket omfang Basel-komiteéns forventede Basel IV-anbefalinger udgør et ændret markedsforhold, fremgår af afsnit 5.5.2.1.1.

### **3.12.1.2 Tilsagnet har ikke længere en positiv effekt på konkurrencen**

276. Nykredit har desuden angivet, at tilsagn (5) ikke længere har en positiv effekt på konkurrencen, men at det tværtimod kan have skadet konkurrencen på flere områder. Nykredit fremhæver i den forbindelse fire grunde hertil, som gennemgås nedenfor.

#### **3.12.1.2.1 Incitamentet til kundemobilitet er forringet**

277. Ifølge Nykredit har tilsagn (5) medført, at incitamentet til kundemobilitet er forringet, hvilket ellers er en grundlæggende forudsætning for en velfungerende konkurrence. Nykredit har således forklaret følgende:

*”Tilsagnet lagde et loft over Nykredits bidragssatser på et uholdbart lavt niveau, hvilket medførte, at Nykredit var nødsaget til at stoppe for nyudlån i 2012. Da samtlige øvrige institutter, satte bidragssatserne betydeligt op i kølvandet på finanskrisen, stod de eksisterende kunder i Nykredit tilbage med lån med meget fordelagtige bidragssatser. Disse kunder mistede således i høj grad incitamentet til at være mobile og skifte realkreditinstitut [...]”<sup>86</sup>*

278. Dette medfører ifølge Nykredit, at en væsentlig del af realkreditkunderne på markedet – Nykredits kunder – reelt ikke indgår i konkurrencen, hvilket sænker incitamentet blandt de øvrige udbydere af realkreditlån til at tilbyde bedre produkter og lavere priser, fordi gevinsten i form af ekstra kunder bliver desto mindre.<sup>87</sup>
279. Det samlede udlån til kunderne, som ifølge Nykredit ikke indgår i konkurrencen, er medio 2017 på [...] mia. kr.<sup>88</sup> Nykredit har tidligere oplyst styrelsen, at udlånet til ejerboliger og fritidshuse i Nykredit Realkredit 2011 var på [...] mia. kr. Det vil sige at mængden af lån omfattet af tilsagnet er faldet med [...] pct. i perioden 2011-2017.
280. Styrelsens vurdering af tilsagnets effekt på Nykredits kunder behandles i afsnit 5.4.

---

<sup>85</sup> Jf. Nykredits brev ”Anmodning om revidering af tilsagn” af 29. juni 2016, side 6.

<sup>86</sup> Jf. Nykredits brev ”Anmodning om revidering af tilsagn” af 29. juni 2016, side 6.

<sup>87</sup> Jf. Nykredits brev ”Anmodning om revidering af tilsagn” af 29. juni 2016, side 7.

<sup>88</sup> Jf. Nykredit tilsagn af 25. september 2017.

### 3.12.1.2.2 Nykredit er ikke længere en konkurrent og Nykredit-koncernens markedsandel er faldet til [...]

281. Ifølge Nykredit har tilsagn (5) medført, at Nykredit i praksis har måtte ophøre med at konkurrere, og at der dermed er forsvundet et væsentligt konkurrencepres fra markedet:

*"Fra tilsagnet blev indført i 2003 og i perioden frem til i dag kunne Nykredit have udøvet et markant konkurrencepres på de øvrige udbydere af realkreditlån, hvis Nykredit havde accepteret nye kunder til de bidragssatser, som er reguleret af tilsagnet. Imidlertid tvang tilsagn 5 (og 5a) Nykredit til at lukke for tilgangen af nye kunder i 2012, da Nykredit på baggrund af tilsagnet var tvunget til at opretholde et kunstigt lavt og urentabelt niveau for deres bidragssatser. Dermed måtte Nykredit i praksis ophøre med at konkurrere, fordi tilsagnet fastholder et prisniveau som er så langt fra, hvad der er nødvendigt for at drive en rentabel realkreditvirksomhed. Nykredit var reelt blevet "kvalt".*

*På denne måde forsvandt det konkurrencepres, som Nykredit udøvede indtil 2003 og også i tiden frem til Nykredit fandt det nødvendigt at indstille nyudlån til private i 2012. Nykredit var en væsentlig udbyder af realkreditlån med et stærkt brand. Dermed var det et væsentligt konkurrencepres, som forsvandt fra de øvrige udbydere af realkreditlån, da Nykredit lukkede for nyudlån. Der var reelt tale om, at tilsagn 5 "kvalte" Nykredit fra det tidspunkt, hvor behovet for at gennemføre bidragsforhøjelser viste sig."<sup>89</sup>*

282. Copenhagen Economics (CE) har lavet en analyse for Nykredit, der ifølge CE viser, at en ophævelse af tilsagn (5) vil føre til øget konkurrence på markedet. CE finder, at hvis der igen udbydes lån i Nykredit Realkredit vil det lede til højere priskonkurrence, lavere priser for markedet som helhed og flere realkreditlån for kunderne at vælge imellem. I sin sammenfatning af analysen anfører CE blandt andet følgende:

*"Nykredit har bedt Copenhagen Economics undersøge effekten af at ophæve tilsagn 5. Vi konkluderer, at priskonkurrencen skærpes, hvis tilsagn 5 ophæves og Nykreditlån igen udbydes. Det vil betyde, at kunderne har flere realkreditlån at vælge imellem og faldende priser for markedet som helhed. Årsagen er, at markedsudviklingen har betydet, at tilsagn 5 er skiftet fra at begrænse Nykredits bidragssatser til at begrænse Nykredits tilstedeværelse på markedet. Derfor giver tilsagn 5 i dag bagslag for konkurrencen på markedet.*

*Vi har, for det første, undersøgt effekten af tilsagn 5, når vi tager højde for, at tilsagnet førte til, at Nykreditlån ikke udbydes længere fra april 2012. Vi konkluderer, at tilsagn 5 har ført til mindre priskonkurrence og højere priser, sammenlignet med en situation med fri prissætning. Derudover har tilsagn 5 ført til færre realkreditlån for kunderne at vælge imellem."*

og videre:

---

<sup>89</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 7.

*"Vi har, for det andet, undersøgt effekten af at ophæve tilsagn 5, i en situation hvor Nykreditlån igen udbydes. Vi konkluderer, at ophæves tilsagn 5 i dag, vil det lede til øget priskonkurrence og lavere priser for markedet som helhed.*

*Nykreditlån er fortsat et efterspurgt brand, og uden tilsagn 5 får Nykredit mulighed for at tilbyde kunder bedre valgmuligheder ved også at udstede Nykreditån. Hvis Nykredit igen udsteder Nykreditlån, vil det føre til øget konkurrencepres på de konkurrerende realkreditinstitutter. Konkurrenterne vil som konsekvens heraf sænke deres priser. Nykredit vil på den ene side kunne tage en højere pris fordi kunderne tilbydes et bedre udvalg, men Nykredit vil på den anden side også opleve et øget konkurrencepres, når konkurrenterne sænker prisen.*

*Vi har regnet på den samlede effekt af disse mekanisme og konkluderer, at den samlede priseffekt er lavere priser [...]"*

og endelig:

*"Vi har, for det tredje, undersøgt effekten af at Nykredit får mulighed for at hæve bidragssatserne på de tilbageværende kunder med Nykreditlån. Vi konkluderer, at tilsagn 5 især har to utilsigtede virkninger som betyder, at de eksisterende kunder med Nykreditlån ikke er på et marked med velfungerende konkurrence.*

*Den første effekt er, at loftet på bidragssatserne forvrider låntagernes incitament til at optimere deres lån. Realkreditinstitutterne har de senere år forhøjet bidragssatserne på korte tilpasningslån, fx F1, for bedre at afspejle omkostninger og risiko. Kunder hos Nykredit har ikke oplevet denne prisudvikling. Loftet på bidragssatserne på Nykreditlån giver derfor kunderne mindre incitament til at skifte fra F1 til F5 eller til fastforrentede lån. Konsekvensen er, at Nykredits kunder har en høj andel af lån med højrisikoprofil, hvilket er negativt for Nykredits kredit-rating og derved kan føre til højere renter for Nykredits øvrige kunder.*

*Den anden effekt er, at Nykredits kunder er mindre tilbøjelige til at skifte til konkurrenter, fordi loftet giver dem lavere bidragssatser, end de bidragssatser kunderne kan opnå hos konkurrenter. Det giver Nykredit en kunstig høj markedsandel. Hvis Nykredit hæver bidragssatserne på de nuværende lån, vil kunderne få et større incitament til at omlægge deres lån. En stor del af denne låneomlægning vil gå til andre realkreditinstitutter, fordi en del af kundernes banker vil henvise til andre realkreditinstitutter."<sup>90</sup>*

283. Ifølge Nykredit er Nykredit-koncernens markedsandel desuden faldet gennem de seneste år og falder stadig. Faldet skyldes bl.a. Jyske Banks overtagelse af BRFkredit og den udbredte brug af prioritetslån, en type lån som ifølge Nykredit bør indgå i det relevante marked. Nykredit har i den forbindelse anmodet Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen om at foretage en ny begning af markedsandele, hvor prioritetslån med SDO-finansiering inddrages. Denne bereg-

---

<sup>90</sup> Jf. Copenhagen Economics: "Sammenfatning: Effekten af tilsagn 5", indsendt af Nykredit i mail af 23. november 2016.

ning vil efter Nykredits opfattelse vise, at Nykredit-koncernens samlede markedsandel er [...] pct. på det samlede marked for boligfinansiering.<sup>91</sup>

284. Styrelsens vurdering af Nykredits position på markedet både med og uden inddragelse af prioritetslån fremgår af afsnit 5.3, mens tilsagnets effekt på konkurrencen behandles i afsnit 5.4.

### **3.12.1.2.3 Forventningen om yderligere priskrig har vist sig urealistisk**

285. Ifølge Nykredit synes forventningen ved indførslen af tilsagn (5) at have været, at tilsagnet ville stimulere en priskrig blandt udbydere af realkreditlån. En sådan priskrig kunne i praksis have materialiseret sig ved, at øvrige udbydere af realkreditlån havde valgt at sænke deres bidragssatser til et niveau, hvor de kunne tiltrække Nykredits kunder, som betalte den lave bidragssats hos Nykredit, der var dikteret af tilsagnet. En priskrig kunne endvidere have materialiseret sig ved, at de konkurrerende institutter sænkede priserne for at fastholde kunder, som ellers kunne overveje at skifte til Nykredit eller Totalkredit.<sup>92</sup>
286. Ifølge Nykredit tyder intet imidlertid på, at nogen af de øvrige udbydere af realkreditlån valgte en sådan strategi, og i stedet har Nykredits bidragssatser typisk afvejet fra de øvrige udbydere af realkreditlån siden 2003 – fra 2010 ganske markant.<sup>93</sup>
287. Det er på denne baggrund, at Nykredit mener, at instituttet har 'betalt' langt mere for tilsagn (5), end man havde kunne forudse i 2003.<sup>94</sup>
288. Styrelsens vurdering af dette argument fremgår af afsnit 5.4.2.

### **3.12.1.2.4 Gevinsten for Nykredits kunder er ikke en konkurrencegevinst**

289. Ifølge Nykredit har Nykredits kunder fået en direkte og betydelig gevinst som følge af tilsagn (5). Denne gevinst er ikke en konkurrencegevinst, men er tværtimod fremkommet ved, "at Nykredits bidragssatser gennem tilsagnet er sat kunstigt lavt". Nykredit fremhæver i den forbindelse, at dette har skadet konkurrencen, hvilket forventeligt har ført til tab for øvrige kunder med realkreditlån.<sup>95</sup>
290. Styrelsens vurdering af tilsagnets effekt på konkurrencen fremgår af afsnit 5.4.
291. Nykredits argumenter, som er gengivet i nærværende afsnit 3.12.1, vil indgå i styrelsens vurdering af grundlaget for en eventuel tilbagekaldelse eller ændring af tilsagn (5).

## **3.12.2 Nykredits høringssvar**

292. Styrelsen sendte den 5. maj 2017 et udkast til afgørelse i høring hos Nykredit. Dette udkast til afgørelse vedrørte udelukkende spørgsmålet om, hvorvidt tilsagn (5) kan ophæves i sin helhed. Afgørelses afsnit 5.6 indgik dermed ikke i denne høring. Nykredit fremsendte den 16. juni 2017 sit høringssvar på det udkast, som styrelsen sendte den 5. maj 2017.

---

<sup>91</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 8.

<sup>92</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 8.

<sup>93</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 8.

<sup>94</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 8.

<sup>95</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 8-9.

293. For så vidt angår afsnit 5.6 om vurdering af Nykredits nye tilsagn sendte styrelsen den 4. september 2017 et udkast til afsnit 5.6 i høring hos Nykredit. Hertil indsendte Nykredit den 11. september 2017 sit høringssvar.
294. Nykredit har i høringssvar af 16. juni 2017 overordnet bemærket, at styrelsens analyse ikke følger Højesterets dom af 3. juni 2014. Dette forhold uddybes og kommenteres i punkt 297-310 nedenfor. Derudover har Nykredit bemærket, at styrelsens betæneligheder ved konkurrencen, jf. afsnit 5.3 nedenfor, er af generel karakter med fokus på markedets grundlæggende strukturer, og betænelighederne er derfor – ifølge Nykredit – ikke fusionsspecifikke. Dette forhold uddybes og kommenteres i punkt 311-318.
295. Desuden har Nykredit i høringssvaret haft bemærkninger til forskellige elementer af styrelsens udkast af 5. maj 2017. Disse bemærkninger bliver beskrevet og kommenteret i afsnit 5 nedenfor. Nykredit har bl.a. anført en række bemærkninger vedrørende tilsagn (5)'s effekt på konkurrencen. Disse bemærkninger uddybes og kommenteres i afsnit 5.4.
296. Nykredit har i både høringssvar af 16. juni 2017 og 11. september 2017 afgivet en række specifikke bemærkninger til teksten i dels udkastet til afgørelse og dels afsnit 5.6. Disse bemærkninger har styrelsen inddraget i det omfang, at styrelsen er enig i bemærkningerne.

### 3.12.2.1 Højesterets dom af 3. juni 2014

297. Nykredit har angivet, at styrelsen ikke stiller de relevante spørgsmål til brug for: *"en korrekt konkurrence- og forvaltningsretlig analyse af Nykredits anmodning om ophævelse af Tilsagn 5"*. Nykredit henviser i den forbindelse til, at styrelsens analyse grundlæggende besvarer følgende spørgsmål:

*"om de betæneligheder, som lå til grund for vurderingen af fusionen i 2003 fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003, eller om markedssituationen har ændret sig i en sådan grad, at tilsagnet er blevet overflødig; og*

*om markedssituationen har ændret sig således, at tilsagnet ikke længere eller kun i mindre omfang imødekommer de konkurrencemæssige betæneligheder ved fusionen, idet dette forhold – i bekræftende fald – efter omstændighederne konkret kunne udgøre en saglig grund til at ophæve tilsagnet."*[fodnoter udeladt af citatet]

298. Nykredit angiver, at disse spørgsmål ikke er de relevante at stille, og at en vurdering baseret på disse forhold vil udgøre en *"retlig mangel ved afgørelsesgrundlaget"*. Det skyldes ifølge Nykredit, at mens afgørelsesudkastet baserer den grundlæggende analyse på betænelighederne og markedssituationen, så *"anfører Højesteret, at det er tilsagnet, der er det centrale for den relevante vurdering"*.<sup>96</sup>
299. Nykredit anfører i den forbindelse, at Højesterets dom angiver følgende to alternative eksempler på relevante begrundelser; *"(1) at tilsagnet "ikke er nødvendigt for at fjerne skadevirkninger af fusionen", eller (2) at tilsagnet er blevet "unødigt byrdefuldt"*.

<sup>96</sup> Nykredit henviser til følgende præmis i Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 34: *"Det følger endvidere af almindelige forvaltningsretlige regler om genoptagelse, at Konkurrencerådet kan tillade ophævelse eller ændringer af et tilsagn, f.eks. hvis forholdene findes at have ændret sig således, at et tilsagn, der er givet, ikke længere er nødvendigt for at fjerne skadevirkninger af fusionen eller er blevet unødigt byrdefuldt for virksomhederne."*

300. Nykredit angiver hertil, at styrelsen i udkastet til afgørelse helt har undladt at forholde sig til, om tilsagn (5) er i stand til at varetage et relevant reguleringshensyn efter konkurrenceloven. Ifølge Nykredit har styrelsen dermed foretaget en analyse, der ikke følger Højesterets dom.
301. Styrelsen bemærker indledningsvist, at styrelsen finder, at betingelserne i Højesterets dom af 3. juni 2014 skal lægges til grund. Det er således styrelsens vurdering, at styrelsen har foretaget en korrekt analyse i sagen, jf. uddybende nedenfor.
302. Styrelsen henviser for det første til, at vurderingen i denne sag grundlæggende følger samme fremgangsmåde som blev lagt til grund for 2011-afgørelsen, som var genstand for Højesterets dom i 2014. Højesteret anførte bl.a. i dommen, at:

*”Som det fremgår, bygger Konkurrencerådets afgørelse på en afvejning af hensynet til konkurrencen over for hensynet til Nykredit som følge af, at vilkåret om bidragets størrelse er blevet mere byrdefuldt. Rådet har vurderet, at de konkurrenceskadelige virkninger af fusionen fortsat består, og at tilsagn 5 fortsat har et reguleringsmæssigt formål med henblik på at modvirke disse forhold. Rådet har derfor fundet, at tilsagn 5 ikke kan ophæves. Samtidig har rådet vurderet, at tilsagnet er blevet så byrdefuldt for Nykredit, at vilkåret om bidragets størrelse bør lempes på en sådan måde, at både hensynet til konkurrencen og hensynet til Nykredit tilgodeses. Rådets vurderinger af disse spørgsmål bygger i det væsentlige på et konkurrencemæssigt skøn, og Højesteret finder, at der ikke foreligger det fornødne sikre grundlag for at tilsidesætte dette skøn. Der er heller ikke påvist faktuelle fejl eller retlige mangler ved afgørelsesgrundlaget, der kan føre til, at afgørelsen tilsidesættes.”[styrelsens understregning].<sup>97</sup>*

303. Det er på den baggrund styrelsens vurdering, at fremgangsmåden i nærværende sag er korrekt, idet den følger fremgangsmåden i 2011-afgørelsen – og dermed ikke er omfattet af ”retlige mangler ved afgørelsesgrundlagt”.
304. Styrelsen henviser for det andet til, at fremgangsmåden i nærværende sag hviler på de almindelige forvaltningsretlige principper om ændring af en afgørelse til fordel for adressaten. Det følger heraf, at en myndighed efter almindelige forvaltningsretlige regler som udgangspunkt er berettiget til at tilbagekalde en afgørelse til gunst for adressaten, såfremt i) der foreligger en saglig grund, ii) tilbagekaldelse ikke vil være i strid med lighedsgrundsætningen og iii) tilbagekaldelse ikke vil stride imod lov.
305. Det centrale for vurderingen er i denne sag, om der foreligger en ”saglig grund”. Styrelsen finder i den forbindelse – i overensstemmelse med tidligere praksis og i overensstemmelse med Højesterets dom – at det skal vurderes, om de ved fusionen skabte skadelige virkninger fortsat består, eller om markedsforholdene har ændret sig så væsentligt, at tilsagnet ikke længere er nødvendigt eller er blevet unødigt byrdefuldt, jf. afsnit 5.2 nedenfor.
306. Denne vurdering adskiller sig efter styrelsens vurdering ikke fra de af Højesteret nævnte mulige begrundelser om (1) at tilsagnet ”ikke er nødvendigt for at fjerne skadevirkninger af fusionen”, eller (2) at tilsagnet er blevet ”unødigt byrdefuldt”.
307. Styrelsen tager således i afsnit 5.3 og 5.4 stilling til, om tilsagnet er nødvendigt for at fjerne skadevirkningerne af fusionen. Det centrale i den forbindelse er for det første, om markeds-

<sup>97</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 36-37.



forholdene stadig er af en sådan karakter, at tilsagnet har et reguleringsmæssigt formål. Det vurderer styrelsen, at de er, jf. afsnit 5.3. Styrelsens analyse i dette afsnit viser således, at betænkkeligheden omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. Herefter skal det vurderes, om tilsagnet stadig har en effekt på konkurrencen, jf. afsnit 5.4. Vurderingen i afgørelsen omfatter således to led; en undersøgelse af, om skadevirkninger af fusionen stadig består – og en vurdering af, om tilsagnet stadig har effekt. Styrelsen har sammenfattet vurderet, at betingelserne er opfyldt.

308. For så vidt angår betingelsen om, at tilsagnet ikke skal være unødigt byrdefuldt, foretager styrelsen en vurdering heraf i afsnit 5.5. I afsnittet undersøges det, om en række markedsforhold af betydning for Nykredits indtjening og omkostninger har ændret sig så væsentligt siden fusionstidspunktet i 2003, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit. Det vurderer styrelsen ikke er tilfældet. Styrelsen har dog vurderet, at der er sket visse ændringer i markedsforholdene, og at der derfor er grundlag for at justere det tilsagn, som omfatter bi-dragssatser, jf. afsnit 5.6.
309. Styrelsen henviser for det tredje til følgende afsnit fra Højesterets dom af 3. juni 2014:

*”Det fremgår af forarbejderne til [konkurrencelovens § 12 e], at fusionskontrollen bygger på, at det er de deltagende virksomheder, der med tilsagn over for Konkurrencerådet selv skal fjerne de skadelige virkninger, som konkurrencemyndighederne har fastlagt ved deres undersøgelser, idet virksomhederne er nærmest til at vurdere, hvilke tilsagn de er parat til at give med henblik på at afværge konkurrenceproblemer og dermed få fusionen godkendt. Konkurrencerådet skal herefter vurdere tilsagnene i forbindelse med den samlede vurdering af, om fusionen kan godkendes. Højesteret finder, at der ved bedømmelsen af, hvordan et tilsagn afgivet over for Konkurrencerådet skal forstås, må lægges vægt på, at det er virksomhederne, der har formuleret tilsagnet, og at det er forudsat, at de herved har overvejet, hvor langt de ønsker at gå for at skabe grundlag for, at fusionen kan godkendes af Konkurrencerådet.”<sup>98</sup>*

310. Det fremgår af ovenstående, at fusionskontrollen bygger på, at det er fusionsparterne selv, der afgiver de nødvendige tilsagn for at fjerne de skadelige virkninger, som konkurrencemyndighederne har fastlagt ved deres undersøgelser. Det følger heraf, at styrelsens naturlige udgangspunkt er at konstatere, om de konkurrencemæssige betæneligheder ved fusionen fortsat er til stede. Hvis det er tilfældet – som det er i denne sag, jf. afsnit 5.3 – er det fusionsparterne, der har ansvar for at afgive et tilsagn, der kan fjerne disse skadelige virkninger.

### **3.12.2.2 Betæneligheder af generel/fusionsspecifik karakter**

311. Nykredit angiver følgende om styrelsens betæneligheder vedrørende konkurrencen:

*”I afgørelsesudkastet har styrelsen – med henvisning til visse oprindelige betæneligheder og markedssituationen – alene fokuseret på antagelser om fusionens nuværende virkning på konkurrencen. Dette udgør en alvorlig retlig mangel ved høringsudkastet. Problemet er, at styrelsens betæneligheder er af generel karakter og dermed ikke fusionsspecifikke.”*

---

<sup>98</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, *Konkurrencerådet mod Nykredit Realkredit A/S*, side 33-34.

312. Ifølge Nykredit har styrelsen således alene fokuseret på *antagelser* om fusionens nuværende virkning på konkurrencen. Styrelsens betænkeligheder er – ifølge Nykredit – ydermere af generel karakter og er dermed ikke fusionsspecifikke.
313. Styrelsen bemærker hertil, at styrelsens betænkeligheder i sagen *er* af fusionsspecifik karakter.
314. Styrelsens betænkeligheder ved fusionen relaterede sig i 2003 til følgende to forhold, som tilsagn (5) skulle tilgodese: det forhold at fusionen medførte en øget koncentration, samt det forhold at fusionen medførte en række bindinger af pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet.<sup>99</sup>
315. Styrelsens analyse i nærværende sag relaterer sig grundlæggende til en analyse af betænkeligheden vedrørende øget koncentration på markedet som følge af fjernelsen af Totalkredit som selvstændig aktør på markedet, herunder den dertilhørende risiko for koncentrationsbaserede prisstigninger. Denne analyse er foretaget i afsnit 5.3.1.2 og 5.3.1.3. Styrelsens oprindelige betænkelighed vedrørende juridiske bindinger af pengeinstitutterne er dog ikke længere til stede, idet bindingerne af pengeinstitutterne er udløbet, jf. afsnit 5.3.1.4 – om end de økonomiske bindinger af institutterne ikke er mindre end ventet i 2003.
316. Det skal i den forbindelse bemærkes, at hvis et tilsagn på samme tid adresserer to forskellige forhold, bliver tilsagnet ikke nødvendigvis unødvendigt, selv om det ene af de to forhold ikke længere udgør et problem, når det er dokumenteret, at det andet problem fortsat består.
317. Styrelsen har i denne sag foretaget en helhedsvurdering af forhold som distributionsforhold, ekspansionsbarrierer, købermagt og etableringsbarrierer, for at afdække, om betænkelighederne ved fusionen vurderet i den rette kontekst stadig er til stede. Når styrelsen i denne sag inddrager disse forhold, er det således for at undersøge, om der er en velfungerende konkurrence på markedet, til trods for markedets høje koncentrationsgrad. Det kan fx være tilfældet, hvis der er lave ekspansionsbarrierer, lave etableringsbarrierer og/eller høj købermagt. Styrelsen inddrager således disse forhold for at undersøge, om der er et konkurrencepres på Nykredit, der kan opveje betænkelighederne ved fusionen, herunder koncentrationsbaserede prisstigninger. Styrelsen vurderer dog i sagen, at disse forhold ikke er væsentligt ændrede på en måde, som kunne gøre Nykredits høje markedsandel og den høje koncentration mindre problematisk.
318. Styrelsen bemærker yderligere følgende til Nykredits bemærkning om, at styrelsen i afgørelsesudkastet "*alene [har] fokuseret på antagelser om fusionens nuværende virkning på konkurrencen*": Afgørelsen er baseret på en reel analyse af markedet, herunder realkreditinstitutternes markedsandele og koncentration, frem for blot antagelser. Dette fremgår af afsnit 5.3, hvor styrelsen blandt andet vurderer, at Nykredits markedsandel er mindst lige så høj i 2016 som på fusionstidspunktet, og at den aktuelle koncentration endvidere er på et meget højt niveau. For det andet er afgørelsen baseret på en konkret vurdering af konkurrencesituationen i dag, herunder om de konkurrencemæssige betænkeligheder, der lå til grund for tilsagn (5), stadig vurderes at være til stede.

---

<sup>99</sup> Jf. blandt andet 2003-afgørelsens afsnit 1.

## 4. MARKEDSUNDERSØGELSE

319. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har i forbindelse med denne sag gennemført en markedsundersøgelse blandt 58 pengeinstitutter. Markedsundersøgelsen bestod af et spørgeskema med 41 spørgsmål, og blev gennemført i perioden 30. september – 30. oktober 2016. 52 ud af 58 respondenter afgav svar. Markedsundersøgelsen indeholdt spørgsmål vedrørende distributionsforhold, provision til realkreditinstitutterne, udvikling i omfang og karakteristika for prioritetslån, omfang af realkreditlån, etc.
320. [...].
321. [...].
322. Formålet med markedsundersøgelsen har været todelt. Styrelsen har dels ønsket at afdække distributionsforholdene for realkreditlån til privatkunder, da det var en væsentlig del af fusionsafgørelsen i 2003, dels at afdække omfanget af pengeinstitutters prioritetslån til ejerbolig og fritidshuse, da det kan overvejes om udlån via prioritetslån bør inkluderes i det relevante marked.
323. Distributionskanaler er vigtige for et realkreditinstitut, fordi låntagere ofte får formidlet deres realkreditlån gennem øvrige rådgivere, herunder især bankrådgivere. Nykredit har primært distributionskanaler via Nykredit Bank og Totalkreditsamarbejdet.
324. De bindinger mellem pengeinstitutterne og Totalkredit ('Totalkreditsamarbejdet'), som indgik i Nykredits tilsagnsaftale, ophørte per 1. april 2010.
325. Siden markedsundersøgelsen i 2011 er Jyske Bank fusioneret med BRFKredit. Denne fusion har formentlig haft en effekt på distributionsmulighederne. Det skyldes, at samtlige aktører på markedet (Nykredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFKredit) derved er koncernforbundet med – og dermed ikke uafhængig af – et pengeinstitut. På denne måde er der risiko for, at distributionen af realkreditlån er mere fastlåst på nuværende tidspunkt end i 2011.
326. Det har derfor været et formål med markedsundersøgelsen at klarlægge, hvordan distributionsforholdene på realkreditmarkedet er i dag, herunder om pengeinstitutterne finder, at der er alternative udbydere af realkredit, end deres nuværende udbyder, og om de finder der er barrierer i forhold til skifte af realkreditleverandør.
327. Endelig har styrelsen med markedsundersøgelsen opnået et estimat på pengeinstitutternes samlede udbud af prioritetslån til ejerbolig og fritidshuse, herunder både fælles *fundede* prioritetslån og prioritetslån *fundet* på egen balance. Forskellen på typer af prioritetslån er beskrevet i afsnit 3.2.2.

## 5. VURDERING

### 5.1 MARKEDSAFGRÆNSNING

328. Det er i denne sag relevant at definere det relevante marked, da en bedømmelse af Nykredits nuværende markedsstyrke og konkurrencen hænger sammen med en sådan definition.
329. Det relevante marked består af det relevante produktmarked og det relevante geografiske marked. Formålet med at afgrænse et marked både som produktmarked og som geografisk marked er at konstatere hvilke aktuelle konkurrenter, der er i stand til at begrænse de involverede virksomheders adfærd og forhindre dem i at handle uafhængigt af et effektivt konkurrencemæssigt pres.<sup>100</sup>
330. Udgangspunktet for markedsafgrænsningen er en analyse af efterspørgsels- og udbudssubstitution. I de følgende afsnit vil det relevante produktmarked og geografiske marked blive undersøgt.

#### 5.1.1 Det relevante produktmarked

331. Ved det relevante produktmarked forstås markedet for de produkter eller tjenesteydelser, som forbrugerne anser for indbyrdes substituerbare på grund af deres egenskaber, pris og anvendelsesformål.<sup>101</sup> Ved afgrænsningen af det relevante produktmarked tages udgangspunkt i de produkter eller tjenesteydelser, som den pågældende adfærd vedrører. Dernæst afgrænses hvilke øvrige produkter eller tjenesteydelser, der er substituerbare hermed.
332. I 2003-afgørelsen blev det relevante produktmarked vurderet til at være markedet for realkreditlån til private:

*"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."<sup>102</sup>*

333. I 2011-afgørelsen blev det fortsat lagt til grund, at det relevante produktmarked var markedet for realkreditlån til private. Det blev dog ladet åbent, om markedet skulle udvides til også at inkludere pengeinstitutternes prioritetslån, da det ikke havde afgørende betydning for konkurrencevurderingen:

*"I Afgørelsen fra 2003 blev det relevante produktmarked vurderet til at være markedet for realkreditlån til private. Denne produktmarkedsafgrænsning lægges fortsat til*

---

<sup>100</sup> Kommissionens meddelelse af 9. december 1997 om afgrænsning af det relevante marked (1997/C 372/03) ("markedsafgrænsningsmeddelelsen"), punkt 2.

<sup>101</sup> Jf. markedsafgrænsningsmeddelelsen, punkt 7.

<sup>102</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 92.

*grund. Det lades stå åbent, om det i Afgørelsen fra 2003 relevante produktmarked – markedet for realkreditlån til private – skal udvides til også at inkludere pengeinstitutternes prioritetslån.”<sup>103</sup>*

334. Det fremgår af ovenstående, at det i 2011-afgørelsen var genstand for overvejelse, hvorvidt det relevante produktmarked skulle afgrænses bredere til tillige at omfatte pengeinstitutters prioritetslån.
335. Nykredit har i brev af 29. juni 2016, opfordret Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen til at undersøge Nykredit/Totalkredits samlede markedsandel med inddragelse af prioritetslån med SDO-finansiering. Nykredit vurderer, at koncernens samlede markedsandel er [...] pct., hvis prioritetslån inddrages, jf. punkt 283.
336. På baggrund af ovenstående er det således fortsat relevant at overveje, hvorvidt pengeinstitutternes prioritetslån bør inkluderes i det relevante marked, og dermed om produktmarkedet bør afgrænses bredere end i 2003-afgørelsen.<sup>104</sup> Af de følgende afsnit fremgår derfor styrelsens vurdering af efterspørgsels- og udbudssubstitution mellem realkreditlån og prioritetslån.

#### **5.1.1.1 Efterspørgselssubstitution**

337. For så vidt angår efterspørgselssubstitution kræves det, at kunderne som reaktion på små varige ændringer i de relative priser vil skifte til et andet produkt. Spørgsmålet er således, om låntagerne i noget særligt omfang vil skifte til prioritetslån, hvis bidragsatsen på realkreditlån stiger lidt, men varigt.
338. Prioritetslån er en bred betegnelse for boligkreditter, der oftest har en mere fleksibel karakter end et realkreditlån, jf. afsnit 3.2.2. Som det fremgår af styrelsens markedsundersøgelser, ligner realkreditlån og prioritetslån dog hinanden på en række parametre. Når produkters karakteristika ligner hinanden, betyder det samtidig, at sandsynligheden for at produkterne kan substituere hinanden stiger.<sup>105</sup> De senere års kraftige stigninger i bidrag på realkreditlån kan samtidig have forøget prioritetslånenes konkurrencedygtighed. Spørgsmålet er derfor – som også omtalt i 2011-afgørelsen – om der er en tilstrækkelig grad af efterspørgselssubstitution mellem de to produkter.
339. I et efterspørgselsperspektiv taler det fx *imod*, at prioritetslån er omfattet af det relevante marked, at kunderne synes at opfatte realkreditlån og prioritetslån som noget forskelligt. Kun seks pct. af de adspurgte låntagere med et realkreditlån siger, at de vil overveje at optage et

---

<sup>103</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 331.

<sup>104</sup> Det er ikke relevant at undersøge eventuel substitution mellem realkreditlån og øvrige låntyper, såsom billån, forbrugslån mv. Dette skyldes, at realkreditlån er en låntype, der er så meget billigere og sikrere end fx billån og forbrugslån, hvorfor der næppe kan være substitution mellem realkreditlån og disse låntyper.

<sup>105</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 315 og markedsafgrænsningsmeddelelsen, punkt 7.

prioritetslån, hvis de ikke kunne have deres nuværende lån.<sup>106</sup> Desuden er det samlet set relativt få, som anvender prioritetslån, og da ofte som en mindre del af finansieringen.<sup>107</sup>

340. Omvendt taler i hvert fald visse dele af produktets egenskaber *for*, at prioritetslån er en del af det relevante marked. Lånene udstedes således bl.a. til samme formål – dvs. lån til ejerbolig og/eller fritidshus. Dernæst kan prioritetslån optages med lige så lang løbetid som realkreditlån – dvs. op til 30 år. Endelig er der også nogle låntagere, som bruger prioritetslån til den fulde finansiering af ejendommen.
341. På baggrund af styrelsens markedsundersøgelser er det derfor ikke entydigt, om det relevante produktmarked – set fra et efterspørgselsperspektiv - skal udvides til at inkludere prioritetslån.

#### **5.1.1.2 Udbudssubstitution**

342. For så vidt angår udbudssubstitution kræves det, at virksomheder som reaktion på små varige stigninger i de relative priser omgående kan omstille deres produktion til de relevante produkter og markedsføre dem på kort sigt, uden at det medfører betydelige omkostninger eller risici.
343. Spørgsmålet er derfor, om udbydere af prioritetslån vil begynde at producere realkreditlån, hvis der sker en lille varig stigning i prisen på realkreditlån.
344. Styrelsens spørgeskemaundersøgelse blandt pengeinstitutter fra efteråret 2016 kan til en vis grad belyse dette forhold.
345. I spørgeskemaundersøgelsen blev det således spurgt til, hvilke af en række muligheder det pågældende pengeinstitut i praksis ville have, hvis det ikke længere var muligt at formidle realkreditlån for deres nuværende samarbejdspartner. Hertil svarede 11 pct. af de adspurgte pengeinstitutter, at de ville oprette et nyt realkreditinstitut, mens 64 pct. svarede at de ville udbyde deres egne prioritetslån.
346. Dette kan pege i retning af en vis grad af udbudssubstitution mellem udbydere af realkreditlån og prioritetslån, om end antallet af pengeinstitutter, der vil oprette et helt nyt realkreditinstitut, er ganske lavt. Det forhold, at opstarten af produktion af realkreditlån skal kunne ske på kort sigt og uden, at det medfører betydelige omkostninger eller risici, udfordres bl.a. af, at der er betydelige opstarts-omkostninger og krav til kapital for at udbyde realkreditlån<sup>108</sup>.

---

<sup>106</sup> Jf. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens Wilke-undersøgelse, medio 2016. Det skal desuden tilføjes, at 59 pct. af de adspurgte forbrugere ikke ved, hvor de ville optage deres boliglån, hvis de ikke længere kunne have det hos deres nuværende udbyder af realkreditlån. Hvis man korrigerer for dette - dvs. at de adspurgte forbrugere, der svarede 'Ved ikke', ikke indgår i opgørelsen - er det 14,7 pct. pct. af låntagerne med et realkreditlån, der vil overveje at optage et prioritetslån, hvis de ikke kunne have deres nuværende lån.

<sup>107</sup> Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens undersøgelse blandt pengeinstitutter fra efteråret 2016 viser, at ved belåning af ejerbolig i intervallet 0-80 pct. er det gennemsnitligt 8,26 pct. af pengeinstitutternes kunder, der alene benytter prioritetslån og ved belåning af fritidshuse er den gennemsnitlige andel 8,75 pct. Undersøgelsen viser desuden, at den gennemsnitlige belåningsgrad for prioritetslån er henholdsvis 40,32 pct. for ejerboliger og 35,07 pct. for fritidshuse.

<sup>108</sup> Adgangsbarriererne på markedet uddybes i afsnit 5.3.2.2.

### 5.1.1.3 Konklusion på det relevante produktmarked

347. Ovenstående tyder på, at der er elementer, som peger i retning af, at det relevante produktmarked også omfatter prioritetslån, men billedet er ikke entydigt. For så vidt angår efterspørgselssubstitutionen er der visse forhold, fx nogle af lånetypernes karakteristika, der peger i retning af et bredt marked (realkreditlån og prioritetslån til private), mens andre forhold, herunder forbrugerpræferencer og anvendelsesmønstre, nærmere peger i retning af et smalt marked (realkreditlån til private). For så vidt angår udbudssubstitution kan det dog ikke udelukkes, at der foreligger en vis grad af udbudssubstitution, om end det er tvivlsomt om dette kan gennemføres på kort sigt, uden at det medfører betydelige omkostninger eller risici.
348. En endelig afgrænsning af produktmarkedet er dog ikke nødvendig i denne sag. Det skyldes, at spørgsmålet om hvorvidt prioritetslån inkluderes i det relevante marked ikke har betydning for vurderingen af, om de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen fortsat er til stede i dag, herunder om Nykredits markedsposition har ændret sig i forhold til situationen på fusionstidspunktet, jf. afsnit 5.3.
349. Styrelsen vurderer på den baggrund, at der i denne sag ikke er behov for at foretage en nærmere vurdering af, om det relevante produktmarked i forhold til 2003-afgørelsen og 2011-afgørelsen skal udvides til også at inkludere pengeinstitutternes prioritetslån ydet til private.
350. Styrelsen lader det derfor stå åbent, om det i 2003-afgørelsen og 2011-afgørelsen relevante produktmarked – markedet for realkreditlån til private – skal udvides til også at inkludere pengeinstitutternes prioritetslån.

### 5.1.2 Det relevante geografiske marked

351. Ved det relevante geografiske marked forstås det geografiske område, hvor de involverede virksomheder udbyder produkter eller tjenesteydelser, som har tilstrækkelig ensartede konkurrencevilkår, og som kan skelnes fra de tilstødende områder, fordi konkurrencevilkårene dér er meget anderledes.<sup>109</sup>
352. I både 2003-afgørelsen<sup>110</sup> og 2011-afgørelsen<sup>111</sup> blev det geografiske marked afgrænset til Danmark. Af 2003-afgørelsen fremgår således følgende om 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 realkreditlån-givning til danske boligejere.*

*Potentiel konkurrence*

---

<sup>109</sup> Jf. markedsafgrænsningsmeddelelsen, punkt 8.

<sup>110</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 95.

<sup>111</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 332.

*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 det meste af 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 ejendomsmæglere 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.”<sup>112</sup>*

353. Konkurrencerådet vurderede som anført også ved 2011-afgørelsen, at det relevante geografiske marked var Danmark. Af 2011-afgørelsen fremgår således følgende om det geografiske marked:

*”Som ved Afgørelsen i 2003 udbydes realkreditlån i dag af finansielle virksomheder, der er godkendt af Finanstilsynet til at drive realkreditvirksomhed. Udenlandske aktører vil i princippet kunne udbyde tilsvarende ydelser gennem datterselskaber eller via filialer, der etableres i Danmark eller via grænseoverskridende aktivitet.*

*Det vurderes, at aktiviteten fra udlandet – udover den aktivitet, der hele tiden har været via Nordea Kredit – er yderst begrænset. Det danske realkreditsystem er unikt i forhold til andre landes systemer til boligfinansiering, og det medfører, at udenlandske aktører nu og fremover vil have svært ved at trænge ind på det danske marked. I og med at de udenlandske produkter ikke ligner de danske realkreditprodukter, vil det kræve en meget stor markedsføringsindsats at få afsat produkterne til danske boligejere. Dertil kommer, at det danske marked ikke er særlig stort, og at de eksisterende realkreditinstitutter i Danmark i høj grad allerede sidder på adgangen til de mest relevante distributionskanaler – pengeinstitutter og ejendomsmæglere. Det vil derfor kræve en betydelig indsats at komme ind på det danske marked som ny aktør.*

*Styrelsen finder i denne sag ikke anledning til at fravige praksis fra Afgørelsen i 2003, og det lægges derfor til grund, at det geografiske marked kan afgrænses til Danmark.”<sup>113</sup>*

354. Det er således relevant at vurdere, hvorvidt det geografiske marked fortsat kan afgrænses til Danmark. I de følgende afsnit fremgår styrelsens vurdering af efterspørgsels- og udbudssubstitution.

#### **5.1.2.1 Efterspørgselssubstitution**

355. For så vidt angår efterspørgselssubstitution vil en udvidelse af det geografiske marked kræve, at kunderne, dvs. låntagerne, som reaktion på små varige ændringer i de relative priser for realkreditlån i Danmark vil skifte til leverandører i udlandet.

---

<sup>112</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 95.

<sup>113</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 328-330.



356. Det er styrelsens vurdering, at der ikke umiddelbart er forhold, der indikerer, at låntagerne efterspørger realkreditlån fra udbydere i udlandet.
357. Over de sidste fem år er der således gennemført væsentlige stigninger i realkreditinstitutternes bidragssatser, uden at forbrugerne har skiftet til udbydere af realkreditlån som sælges af aktører placeret i udlandet. Dette understøtter, at der ikke er en efterspørgsel efter realkreditlån fra udbydere i udlandet.
358. Det er styrelsens umiddelbare vurdering, at det samme gør sig gældende for prioritetslån. Der er således ikke indikationer i markedet på, at låntagerne efterspørger prioritetslån fra udbydere i udlandet.
359. Ovenstående peger således i retning af, at det relevante geografiske marked skal afgrænses til Danmark.

#### **5.1.2.2 Udbudssubstitution**

360. For så vidt angår udbudssubstitution kræves, at udenlandske virksomheder som reaktion på små varige stigninger i de relative priser på realkreditlån i Danmark omgående vil udbyde realkreditlån i Danmark på kort sigt, uden at det medfører betydelige omkostninger eller risici.
361. Realkreditlån udbydes – som ved 2003-afgørelsen og 2011-afgørelsen - af finansielle virksomheder, der er godkendt af Finanstilsynet til at drive realkreditvirksomhed. Udenlandske aktører vil i princippet kunne udbyde tilsvarende ydelser gennem datterselskaber eller via filialer, der etableres i Danmark eller via grænseoverskridende aktivitet.
362. Det er dog fortsat styrelsens vurdering, at aktiviteten fra udlandet – udover den aktivitet, der hele tiden har været via Nordea Kredit – også i dag er relativt begrænset. Det danske realkreditsystem er underlagt særlig regulering og er anderledes end andre landes systemer til boligfinansiering, ligesom det kræver distributionskanaler for at få markedsandele i noget særligt omfang. Det bidrager til, at udenlandske aktører vil have svært ved at trænge ind på det danske marked. De udenlandske produkter adskiller sig fra de danske realkreditprodukter, og det vil derfor kræve en stor markedsføringsindsats at få afsat produkterne til danske boligejere. Dertil kommer, at antallet af potentielle kunder kan fremstå begrænset på det danske marked. De eksisterende realkreditinstitutter i Danmark kontrollerer i høj grad adgangen til de mest relevante distributionskanaler – pengeinstitutter og ejendomsmæglere. Det vil derfor kræve en betydelig indsats at komme ind på det danske marked som ny aktør. Det vurderes således at kræve fysisk tilstedeværelse i Danmark for at være en konkurrencedygtig aktør, idet låntagerne ikke optager realkreditlån over internettet men derimod typisk ved fysisk tilstedeværelse i den lokale bankfilial, og at udlån samtidig forudsætter kreditvurdering og vurdering af pantet.
363. Siden 2003 har det svenske pengeinstitut Handelsbanken øget sin aktivitet på det danske marked ved at tilbyde prioritetslån. Handelsbanken har fået adgang til de danske privatkunder gennem opkøb af allerede eksisterende filialer fra mindre, danske pengeinstitutter (Midtbank og Lokalbanken i Nordsjælland). Den gæld til køb af bolig og/eller fritidshus som private kunder stifter i Handelsbanken, er stiftet i Danmark via Handelsbankens danske filialer. Dette understøtter, at det er nødvendigt med fysisk tilstedeværelse, for at vinde markedsandele i noget særligt omfang.

### **5.1.2.3 Det relevante geografiske marked er Danmark**

364. Det er styrelsens vurdering, at forholdene omkring efterspørgsels- og udbudssubstitutionen understøtter, at det relevante geografiske marked er Danmark. Styrelsen finder således ikke anledning til at fravige praksis fra 2003-afgørelsen og 2011-afgørelsen, hvor det også blev lagt til grund, at det geografiske marked kan afgrænses til Danmark.

### **5.1.3 Konklusion vedrørende markedsafgrænsning**

365. Det relevante produktmarked afgrænses i denne sag til markedet for realkreditlån til private. Det relevante geografiske marked afgrænses i denne sag til Danmark.
366. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen har ladet det stå åbent, om det relevante produktmarked skal afgrænses bredere, således at det også omfatter pengeinstitutternes prioritetslån. Det skyldes, at det ikke har betydning for vurderingen i sagen, om markedet afgrænses bredere til også at omfatte prioritetslån.

## **5.2 LOVGRUNDLAG FOR OPHÆVELSE OG ÆNDRING AF TILSAGN**

367. I dette afsnit beskrives regelgrundlaget for en eventuel ophævelse eller ændring af et tilsagn, der er gjort til vilkår for godkendelse af en fusion.
368. En ophævelse af et vilkår for godkendelsen af en fusion, vil være en tilbagekaldelse af en gyldig forvaltningsakt til gunst for parten. Det skyldes, at en fusionsparts afgivelse af et tilsagn, som gøres til vilkår for godkendelsen af en fusion, i udgangspunktet og isoleret set er til ugunst for parten, hvorved en ophævelse af det pågældende vilkår vil være til gunst for parten.

### **5.2.1 Almindelige forvaltningsretlige grundsætninger om tilbagekaldelse**

369. En myndighed er efter almindelige forvaltningsretlige regler som udgangspunkt berettiget til at tilbagekalde en afgørelse til gunst for adressaten, såfremt i) der foreligger en saglig grund, ii) tilbagekaldelse ikke vil være i strid med lighedsgrundsætningen og iii) tilbagekaldelse ikke vil stride imod lov.<sup>114</sup>
370. En tilbagekaldelse til gunst for adressaten kan indebære negative virkninger for andre end sagens egentlige parter. Hensynet til sådanne interessenter skal efter omstændighederne inddrages i vurderingen af, om en tilbagekaldelse til gunst for adressaten bør gennemføres. Det vil bero på en konkret vurdering, om hensynet til sådanne interesser er så stærkt, at det kan tillægges afgørende betydning.<sup>115</sup>

---

<sup>114</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 335, Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*, punkt 298. samt Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, punkt 56.

<sup>115</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 337, og Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*, punkt 299.

371. En myndighed, der kan tilbagekalde en afgørelse, skal have en saglig begrundelse for at udnytte denne ret. Myndigheden skal også kunne anføre en saglig begrundelse for ikke at udnytte en sådan ret, hvis situationen er til, at retten kan anvendes.<sup>116</sup>
372. Adgangen til at ændre en afgørelse vil i al væsentlighed skulle vurderes efter tilsvarende retningslinjer, men proportionalitetsprincippet kan efter omstændighederne have en anden vægt ved ændringer af en afgørelse end i tilbagekaldelsessituationen.<sup>117</sup>

## 5.2.2 Ophævelse eller ændring af et tilsagn, der er gjort til vilkår for en fusionsgodkendelse

373. Konkurrenceloven indeholder ikke regler om ophævelse eller ændring af tilsagn, der er gjort til vilkår for en fusionsgodkendelse. De almindelige forvaltningsretlige regler om ophævelse og ændring finder derfor anvendelse, selv om konkurrenceloven ikke indeholder en udtrykkelig bestemmelse herom.<sup>118</sup>
374. Vurderingen af om der kan ske ophævelse eller ændring i sager efter konkurrenceloven, må tage behørigt hensyn til reglerne i og formålet med konkurrenceloven.<sup>119</sup>
375. Hvad der udgør en saglig begrundelse for at ophæve et tilsagn eller omvendt at nægte dette, afhænger af sagens konkrete omstændigheder. Begrundelsen skal dog ses i sammenhæng med det reguleringsformål, som ligger bag konkurrenceloven.<sup>120</sup>
376. Det følger af konkurrencelovens § 12 c, stk. 2, at *"En fusion, der hæmmer den effektive konkurrence betydeligt, navnlig som følge af skabelsen eller styrkelsen af en dominerende stilling, skal forbydes."*
377. Af den tilsvarende bestemmelse (§ 12 c, stk. 2), som fandt anvendelse på tidspunktet for fusionen mellem Nykredit og Totalkredit i 2003,<sup>121</sup> fremgår: *"En fusion, hvorved en eller flere virksomheder ikke skaber eller styrker en dominerende stilling, der bevirker, at den effektive konkurrence hæmmes betydeligt, skal godkendes."*
378. Af den gældende formulering af konkurrencelovens § 12c, stk. 2 (i punkt 376) følger det, at skabelsen eller styrkelsen af en dominerende stilling ikke længere er den eneste måde, hvorpå

---

<sup>116</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 338, Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*, punkt 301, og Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, punkt 57.

<sup>117</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 339, samt Karsten Revsbech m.fl., *Forvaltningsret Almindelige emner*, (6. udgave 2016), side 546, hvoraf det fremgår, at reglerne om henholdsvis tilbagekaldelse og ændring af afgørelser i udgangspunktet er det samme, dog med mindre nuanceforskelle.

<sup>118</sup> Jf. eksempelvis Konkurrenceankenævnets kendelse af 1. november 2006, *Elsam*, Højesterets dom af 29. april 2008, refereret i Ugeskrift for Retsvæsen 2008, side 1686, samt 2011-afgørelsen.

<sup>119</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 341, Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*, punkt 303, og Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, punkt 58.

<sup>120</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 342, Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*, punkt 304, og Konkurrencerådets afgørelse af 21. december 2016, *Midlertidig forlængelse af Nykredits tilsagn (5a) om bidragssats*, punkt 59.

<sup>121</sup> Bestemmelsen blev ved lov nr. 1461 af 22. december 2004 ophævet og erstattet af den gældende bestemmelse i konkurrencelovens § 12 c, stk. 2, som er citeret i punkt 376. Ved lovændringen blev fusionskriteriet ændret fra at være en dominantest til den såkaldte 'Significant Impediment of Effective Competition'-test (SIEC-test). Fusionskriteriet blev dermed ændret således, at konkurrencemyndighederne fik bedre muligheder for at stille krav til fusioner, der truer med at skade den effektive konkurrence, selv om fusionen ikke involverer en dominerende virksomhed på markedet.

den effektive konkurrence kan hæmmes betydeligt af en fusion, jf. ordet 'navnlig'. Dette følger også af forarbejderne<sup>122</sup> til bestemmelsen: *"For indgriben over for en fusions konkurrenceskadelige virkninger efter SIEC-testen er det alene afgørende, om fusionen hæmmer den effektive konkurrence betydeligt – det er ikke et krav, at fusionen skaber eller styrker en dominerende stilling, men det er et eksempel på, hvornår der kan gribes ind."*

379. Konkurrencereglerne har generelt til hensigt *"at fremme en effektiv samfundsmæssig ressourceanvendelse gennem virksom konkurrence til gavn for virksomheder og forbrugere"*, jf. konkurrencelovens § 1.
380. Det helt centrale beskyttelseshensyn bag konkurrencelovens fusionsregler er således at sikre den effektive konkurrence. Hensynet til beskyttelsen af den effektive konkurrence er derfor centralt ved afvejningen af, om et tilsagn kan ophæves.
381. I den forbindelse indgår også hensynet til forbrugere og virksomheder, selv om sådanne interessenter typisk ikke vil kunne anses for parter i en sag efter konkurrenceloven.
382. Særligt om tilsagn i fusionsager bemærkes, at godkendelse af en fusion med tilsagn forudsætter at Konkurrencerådet vurderer, at de tilbudte tilsagn samlet set kan fjerne de skadelige virkninger af fusionen. Af lovbemærkningerne<sup>123</sup> til § 12 e, stk. 2 følger således, at: *"Vilkår eller påbud fastsættes ud fra en konkret vurdering af den enkelte fusion"*. De oprindeligt tilbudte tilsagn udgør således en del af en samlet løsning af de konstaterede konkurrenceproblemer, og virkningen af en ophævelse eller ændring af et enkelt tilsagn kan ikke bedømmes isoleret fra eventuelle øvrige tilsagn afgivet i forbindelse med godkendelsen af fusionen.
383. Fusionskontrollen er baseret på en vurdering af de konkurrencemæssige konsekvenser af en fusion, før fusionen gennemføres, jf. konkurrencelovens § 12 b, stk. 1. Hensynet bag dette er, at når fusionen først er gennemført, vil det være vanskeligt at føre situationen tilbage til tilstanden før fusionen. Godkendelse af en fusion på vilkår, der svarer til parternes tilsagn, er således baseret på et skøn over, hvordan konkurrencen forventes at udvikle sig fremadrettet.
384. Ved vurderingen af, om det er sagligt begrundet at ændre et fusionstilsagn kan der herudover tages hensyn til, om et eventuel nyt tilsagn fjerner de skadelige virkninger af fusionen på en sådan måde, at et tilsvarende tilsagn skulle have været accepteret ved den oprindelige godkendelse af fusionen, såfremt Konkurrencerådet havde kendt de omstændigheder, der foreligger i dag.
385. Et yderligere bidrag til belysning af, hvornår Konkurrencerådet kan tilbagekalde et tilsagn, findes i konkurrencelovens § 12f.
386. Konkurrencerådet har i medfør af konkurrencelovens § 12f under visse omstændigheder ret til at tilbagekalde godkendelsen af en fusion, herunder hvis de deltagende virksomheder undlader at efterkomme et vilkår eller påbud om rettidig og korrekt opfyldelse af afgivne tilsagn.

---

<sup>122</sup> Jf. lovforslag nr. L 63 af 27. oktober 2004 om ændring af konkurrenceloven, FT 2004-05, Tillæg A, side 1647, v. sp.

<sup>123</sup> Jf. lovforslag nr. L 242 af 30. marts 2000 om ændring af konkurrenceloven, FT 1999-2000, Tillæg A, side 6828, h. sp.

387. I forarbejderne<sup>124</sup> til bestemmelsen er det om den situation, hvor parterne ikke efterlever afgivne tilsagn, der er gjort til vilkår for godkendelsen, anført, at: *"Såfremt de deltagende virksomheder efterfølgende godtgør, at det ikke længere er muligt eller nødvendigt at opfylde de til godkendelsen knyttede vilkår eller udstedte påbud, kan dette bevirke, at Konkurrencerådet ikke vil tilbagekalde godkendelsen. Dette kan navnlig forekomme, når markedsforholdene har ændret sig væsentligt i forhold til de på tidspunktet for godkendelsen herskende markedsforhold"*.
388. Hvis Konkurrencerådet i en sådan situation undlader at håndhæve vilkåret eller påbuddet, er virkningen heraf i al væsentlighed den samme som hvis tilsagnet var ophævet. Forskellen er dog, at idet tilsagnet ikke ophæves formelt, vil det efter omstændighederne kunne håndhæves igen, hvis markedsforholdene på et senere tidspunkt ændrer sig således, at den fortsatte håndhævelse af tilsagnene er nødvendig.
389. Efter forarbejderne til bestemmelsen er Konkurrencerådet således tillagt et skøn ved afgørelsen af, om rådet vil tilbagekalde en godkendelse. Dette skøn skal udøves i lyset af formålet med konkurrencereglerne og i øvrigt under overholdelse af almindelige forvaltningsretlige regler.
390. Forarbejderne til § 12f må også anses for at være relevante for vurderingen af, hvad der kan udgøre en saglig begrundelse for at ophæve eller ændre fusionstilsagn.
391. Sammenfattende indgår hensynet til konkurrencesituationen på markedet, herunder hensynet til forbrugerne og konkurrenterne, således som et helt centralt element ved vurderingen af, om et fusionstilsagn kan ophæves eller ændres. Et fusionstilsagn kan som udgangspunkt ikke ophæves eller ændres, hvis dette ville være i strid med reguleringsformålet i konkurrenceloven; beskyttelsen af den effektive konkurrence.

#### **Ændrede markedsforhold**

392. Om der kan ske ophævelse eller ændring af et tilsagn afhænger derfor i første række af, om de ved fusionen skabte skadelige virkninger fortsat består, dvs. om markedsforholdene har ændret sig så væsentligt, at tilsagnet ikke længere er nødvendigt. Herefter kan det vurderes, om tilstagnet stadig er effektivt. De retlige eller faktiske forhold kan endvidere have ændret sig således, at tilsagnet er blevet unødigt byrdefuldt. Er dette tilfældet må det overvejes, hvordan hensynet til konkurrencen og hensynet til den fusionerede virksomhed varetages bedst muligt på samme tid.
393. Det er formålet med tilsagn at fjerne skadelige virkninger af en fusion, hvorfor det som udgangspunkt vil stride mod hensynet til konkurrencen at ophæve et tilsagn på et tidspunkt, hvor disse skadelige virkninger fortsat består.
394. Det vil efter omstændighederne på baggrund af en henvendelse fra de deltagende virksomheder være muligt at ændre et tilsagn i denne situation, hvis det ændrede tilsagn kan modvirke de skadelige virkninger af fusionen.
395. I vurderingen af, om et tilsagn kan ændres, kan bl.a. inddrages, om der foreligger sådanne ændringer i faktiske eller retlige forhold mv., at det kan begrunde en ændring af tilsagnet, herunder om tilsagnet er blevet unødigt byrdefuldt, og om det oprindelige tilsagn kan modifi-

---

<sup>124</sup> Jf. lovforslag nr. L 242 af 30. marts 2000 om ændring af konkurrenceloven, FT 1999-2000, Tillæg A, side 6829, h. sp.

ceres med et andet og mere passende tilsagn set i lyset af de ændrede retlige og faktiske forhold.

396. Hvor de skadelige virkninger omvendt ikke længere består, vil det være foreneligt med konkurrenceloven at ophæve tilsagnet.<sup>125</sup>
397. Hvor de ved fusionen skabte konkurrenceproblemer fortsat er til stede men i et mindre omfang end tidligere, vil det efter omstændighederne være foreneligt med konkurrenceloven at ophæve eller ændre tilsagnet i en lempeligere retning, så det tilpasses de ændrede markedsforhold.
398. Kriterierne for at ophæve eller ændre et tilsagn skal endvidere ses i lyset af, at fusionskontrollen er baseret på en fremadrettet vurdering af fusionens skadelige virkninger, forud for fusionens gennemførelse, jf. ovenfor, og at det er de deltagende virksomheder, der tilbyder tilsagn og dermed har muligheden for at indsætte tidsbegrænsninger og revisionsklausuler i de afgivne tilsagn.

### **Proportionalitet**

399. Det er fusionsparternes ansvar at forfatte de konkrete tilsagn, mens det er styrelsens ansvar at sikre, at tilsagnene imødekommer de identificerede betænkeligheder, herunder at tilsagnene ikke er åbenlyst uproportionale.
400. For konkurrencemyndigheden vil der selvsagt være en risiko for, at de tilsagn, som ligger til grund for en fusions godkendelse, viser sig ikke at virke efter hensigten, og tilsvarende løber fusionsparterne en risiko for, at et tilsagn viser sig at være mere ufordelagtig end først antaget. Ligesom konkurrencemyndigheden ikke kan vende tilbage med nye vilkår, må udgangspunktet derfor også være, at tilsagnene afgivet af fusionsparterne ligger fast, og at der kun er pligt for myndigheden til at ophæve eller ændre tilsagnet, hvis der er væsentlige grunde hertil.

### **Baggrund for vurderingen af Nykredits tilsagn i denne sag**

401. I denne sag har styrelsen *konkret* lagt afgørende vægt på, om der er sket ændringer i konkurrencesituationen, herunder om der er ændrede retlige forhold. Denne vurdering omfatter bl.a. en vurdering af, om tilsagnet set i lyset af de konkrete markedsforhold fortsat er egnet til at afhjælpe de pågældende konkurrencemæssige betænkeligheder. Det skyldes, at der ikke ses at være andre saglige hensyn, som konkret og særligt for denne sag kan medføre, at tilsagnene bør ophæves.
402. For så vidt angår betingelsen om, at en eventuel tilbagekaldelse af tilsagn (5) ikke må stride med lighedsgrundsætningen, er det styrelsens vurdering, at det ikke er relevant at foretage en særskilt vurdering heraf i denne sag.
403. Konkurrencerådet har i den forbindelse taget stilling til spørgsmålet om ophævelse af tilsagn i tre sager: Ditas-sagen<sup>126</sup>, 2011-afgørelsen og Dong Energy-sagen<sup>127</sup>. Som det fremgår af afsnit 5.3-5.5, adskiller denne sag vedrørende Nykredit sig på de fleste – og afgørende – punkter fra

---

<sup>125</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 361 og Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*, punkt 324.

<sup>126</sup> Konkurrencerådets afgørelse af 24. september 2008, *Anmodning fra Ditas om ophævelse af tilsagn*.

<sup>127</sup> Konkurrencerådets afgørelse af 28. maj 2014, *Dong Energys anmodning om ophævelse af VPP-tilsagn*.

Konkurrencerådets afgørelser i Ditas-sagen og i Dong Energy-sagen. Der er derimod – i sagens natur – lighedspunkter mellem den nærværende sag vedrørende Nykredit og 2011-afgørelsen i samme sag.

404. For så vidt angår betingelsen om, at en eventuel tilbagekaldelse ikke vil stride imod lov, er det styrelsens vurdering, at analysen heraf i hovedsagen er sammenfaldende med analysen af, om tilbagekaldelsen vil stride mod hensynene i konkurrenceloven.
405. De følgende afsnit vil derfor i al væsentlighed omhandle, hvorvidt markedsforholdene er ændret i en sådan grad, at der foreligger en saglig grund til at ophæve eller ændre tilsagn (5).

### 5.3 KONKURRENCESITUATIONEN

406. I dette afsnit vurderer styrelsen, hvordan konkurrencesituationen er på nuværende tidspunkt sammenlignet med på fusionstidspunktet. I den forbindelse undersøges henholdsvis den *faktiske* konkurrence med udgangspunkt i aktørernes markedsandele, markedets koncentrationsgrad, distributionsforhold, ekspansionsbarrierer og købermagt, samt den *potentielle* konkurrence, dvs. potentielle nye udbydere af realkreditlån.
407. Som det fremgår af afsnit 5.2 afhænger spørgsmålet om, hvorvidt et tilsagn kan ophæves eller ændres i første række af, om de ved fusionen skabte skadelige virkninger fortsat består, eller om markedsforholdene har ændret sig så væsentligt, at tilsagnet ikke længere er nødvendigt. Hensynet til effektiv konkurrence, herunder hensynet til forbrugere og konkurrenter, indgår som et helt centralt element i vurderingen.<sup>128</sup>
408. 2003-afgørelsen omfatter en konkurrencemæssig vurdering af fusionens virkninger. Det er således først og fremmest vigtigt at få fastlagt, om der er væsentligt ændrede markedsforhold for så vidt angår konkurrencesituationen i forhold til situationen i 2003, og om de konkurrencemæssige betæneligheder ved fusionen fortsat består.
409. Vurderingen i denne sag tager således udgangspunkt i de konkurrencemæssige betæneligheder, der lå til grund for vilkåret om tilsagn (5), og om disse betæneligheder stadig vurderes at være til stede.
410. Tilsagn (5) ved fusionen i 2003 knytter sig til to forskellige forhold: det forhold at fusionen medførte en øget koncentration, samt det forhold at fusionen medførte en række bindinger af pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet, herunder økonomiske sanktioner hvis pengeinstitutterne trådte ud af samarbejdet med Totalkredit,. Dette fremgår af Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010:

*"I forlængelse heraf er det styrelsens vurdering, at tilsagn (5) knytter sig både til bindingerne af pengeinstitutterne og det forhold, at fusionen medførte en øget koncentration i markedet."<sup>129</sup>*

411. Sammenfattende skulle tilsagnet beskytte kunderne mod prisstigninger som følge af Nykredits køb af Totalkredit samt sikre kunderne en rimelig andel af fordelene ved fusionen. Dette fremgår af 2003-afgørelsen:

---

<sup>128</sup> Samme tilgang blev anvendt i 2011-afgørelsen, jf. 2011-afgørelsen, punkt 368.

<sup>129</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010, *Nykredits annoncerede forhøjelse af privatkunders administrationsbidrag*, punkt 153. Jf. yderligere 2011-afgørelsen, punkt 397.

*"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 mio. kr. 288 kr. årligt.<sup>68</sup> 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."<sup>130</sup>*

412. Hvis et tilsagn på samme tid adresserer to forskellige forhold, bliver tilsagnet ikke unødvendigt, selv om det ene af de to forhold ikke længere udgør et problem, når det ikke er dokumenteret, at det andet problem ikke fortsat består.<sup>131</sup>
413. Styrelsens analyse i nærværende sag relaterer sig derfor grundlæggende til en analyse af betænkkeligheden vedrørende øget koncentration på markedet som følge af fjernelsen af Totalkredit som selvstændig aktør på markedet, herunder den dertilhørende risiko for koncentrationsbaserede prisstigninger.
414. Når styrelsen i denne sag derudover inddrager forhold som distributionsforhold, ekspansionsbarrierer, købermagt og etableringsbarrierer, er det for at undersøge, om der er en velfungerende konkurrence på markedet, til trods for en eventuel høj koncentrationsgrad. Det kan fx være tilfældet, hvis der er lave ekspansionsbarrierer, lave etableringsbarrierer og/eller høj købermagt. Styrelsen inddrager således disse forhold for at undersøge, om der er et konkurrencepres på Nykredit, der kan opveje betænkkelighederne ved fusionen, herunder koncentrationsbaserede prisstigninger.
415. I det følgende behandles indledningsvist den faktiske konkurrence på nuværende tidspunkt i forhold til 2003, jf. afsnit 5.3.1, og dernæst vil den potentielle konkurrence blive vurderet, jf. afsnit 5.3.2.

### **5.3.1 Faktisk konkurrence**

416. I det følgende gengives indledningsvist de betænkkeligheder, som fusionen i 2003 gav anledning til. Dernæst foretages en vurdering af aktørernes markedsandele og koncentrationsgraden på markedet, henholdsvis uden og med inddragelse af prioritetslån. Derefter foretager styrelsen en vurdering af distributionsforholdene på markedet, efterfulgt af en analyse af graden af ekspansionsbarrierer og købermagt på markedet.
417. Det følger sammenfattende af denne analyse, at betænkkelighederne ved fusionen i 2003 fortsat er til stede på markedet i dag. Dette gælder uanset om prioritetslån er en del af det relevante marked eller ej.

---

<sup>130</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 145-146.

<sup>131</sup> Jf. Konkurrencerådets afgørelse af 23. juni 2010, Nykredits annoncerede forhøjelse af privatkunders administrationsbidrag, punkt 154, samt 2011-afgørelsen, punkt 397.



### 5.3.1.1 Betænkeligheder ved fusionen i 2003

418. Konkurrencerådets overvejelser og vurderinger i 2003-afgørelsen er nærmere beskrevet i afsnit 3.3. Det fremgår sammenfattende, at Nykredit ved fusionen fik en dominerede stilling på markedet, at der med fusionen forsvandt en konkurrent der havde haft en betydelig stigning i udlånet til private i årene forud for fusionen, at koncentrationen på markedet steg markant som følge af fusionen, samt at stivhederne i distributionssystemet som følge af de daværende formidlingsforhold blev forstærket af fusionen. De øvrige aktørers muligheder for vækst ville således være begrænsede, idet kun en mindre andel af pengeinstitutterne på detailbankmarkedet ville være tilgængelig for de øvrige aktører efter fusionen.

### 5.3.1.2 Markedsandele og koncentrationsgrad (eksklusive prioritetslån)

419. I det følgende afsnit beskrives aktørernes markedsandele og markedets koncentration eksklusive prioritetslån. Det vil sige en beregning af markedsandele for de fire hovedaktører på det danske realkreditmarked ved udlån til ejerboliger og fritidshuse. Nykredit har anført, at fusionen mellem Jyske Bank og BRFKredit i 2014 har givet en helt ny markedssituation. Derudover har Nykredit pointeret, at Nykredit Realkredit A/S ikke siden 2012 har udstedt nye realkreditlån – disse udstedes nu udelukkende via Totalkredit. Det har ifølge Nykredit haft den effekt, at Nykredit Realkredit A/S ikke længere er en aktør på markedet, som kan lægge pres på Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFKredit.
420. Hertil skal styrelsens indledningsvist bemærke, at Nykredit Realkredit og Totalkredit er én samlet aktør. At Nykredit har valgt at ophøre med at udstede nye lån i brandet Nykredit Realkredit, har således ikke fjernet en aktør i markedet. Der er alene tale om, at Nykredit har valgt at køre videre med ét brand i stedet for to.
421. I 2003-afgørelsen blev det ved vurderingen lagt til grund, at Nykredit og Totalkredit efter fusionen ville have en samlet markedsandel på 41,9 pct. målt ud fra bruttoudlån. Målt på udlånet (obligationsrestgælden) ved udgangen af 2002 var fusionsparternes samlede markedsandel **40,2 pct.**
422. Ved udgangen af 1. halvår 2016 har Nykredit en markedsandel på **[40-50] pct.** målt på *udlån*, hvis man ser på realkreditudlån til private, jf. tabel 3.8.4 i afsnit 3.8.<sup>132</sup> Nykredits markedsandel er således steget med [...] pct.-point siden 2003, hvis man alene ser på realkreditlån.
423. Billedet ændrer sig ikke nævneværdigt, hvis man i stedet anvender *bruttoudlån* (dvs. nyudlån gennem det seneste kvartal) til at beregne markedsandele. I så fald ligger Nykredits markedsandel ved udgangen af 2016 på [40-50] pct., jf. figur 3.8.2 i afsnit 3.8, og den har de sidste godt to år ligget [...] pct. Som nævnt i afsnit 3.8 giver bruttoudlån et mere aktuelt billede af et realkreditinstituts markedsandel, og hvis markedsandelen beregnet med brutto(ny)udlån lå markant lavere end beregnet med udlån/obligationsrestgæld, kunne der være grund til at genoverveje vurderingen, da det så kunne være et udtryk for, at virksomhedens markedsandel målt på udlån/obligationsrestgæld alligevel var markant på vej nedad. Det er imidlertid ikke tilfældet idet Nykredits bruttoudlån-markedsandel ligger tæt på andelen målt på udlån/obligationsrestgæld. Det understøtter desuden, at udlån kan anvendes til at belyse Nykredits markedsstyrke.

---

<sup>132</sup> Til sammenligning var Nykredits markedsandel lidt højere ved udgangen af 2010, hvis der alene beregnes ud fra realkreditlån (46,1 pct.).

424. Ud fra oplysningerne fra udgangen af 1. halvår 2016 kan HHI beregnes til **3.216** i relation til realkreditlån, og der er dermed tale om et koncentreret marked.<sup>133</sup> De tre største aktører (Nykredit, Realkredit Danmark og Nordea Kredit) på markedet har således en markedsandel på 90,4 pct., målt på realkreditudlån, jf. tabel 3.8.4.
425. Til sammenligning var HHI **3.291** på fusionstidspunktet og de tre største aktører havde en samlet markedsandel på godt 90 pct. i 2003. I 2010 var HHI 3.346 (målt ud fra realkreditlån), og de tre største aktører havde en samlet markedsandel på ca. 92 pct. i 2011.
426. Figur 3.8.1 i afsnit 3.8 viser udviklingen i markedsandele for realkreditinstitutterns realkreditudlån til private. Nykredits markedsandel stiger fra fusionstidspunktet i 2003 frem til 2013, hvorefter andelen har været faldende. Nykredits markedsandel i dag er [...]. Nykredits markedsandel er samlet set højere i 2016 end i 2003 for realkreditlån til private.
427. Den væsentligste ændring i markedsstrukturen siden 2011-afgørelsen har været fusionen mellem Jyske Bank og BRFKredit i 2014. Fusionen har blandt andet haft den effekt, at BRFKredit har øget sin markedsandel gennem adgangen til Jyske Banks filialer, jf. figur 3.8.1.
428. [...] BRF har imidlertid vundet markedsandele siden fusionen, jf. figur 3.8.1. Det tyder på, at fusionen mellem BRFKredit og Jyske Bank har bevirket en styrket position for BRFKredit.
429. Styrkelsen af BRFs markedsandel skal bl.a. ses i lyset af, at en del af de Totalkredit-kunder, som Nykredit tidligere har fået via Jyske Bank, er gået til BRFKredit. Hvis det lykkes for Jyske Bank at flytte alle kunder med et Totalkredit-lån over til BRFKredit, vil BRFKredit alt andet lige kunne opnå en markedsandel på [...] pct. mod [5-15] pct. i dag. De betydelige skifteomkostninger herunder i kraft af kurstab betyder dog, at nogle kunder ikke vil have incitament til at flytte, jf. også ekspansionsbarrierer beskrevet i afsnit 5.3.1.5.
430. Nykredit har en markedsandel på [40-50] pct., hvilket [...] end ved 2011-afgørelsen, hvor Nykredit i 2010 havde en markedsandel på 46,1 pct. målt på udlån. Billedet er det samme, hvis brutto(ny)udlån anvendes til at regne markedsandele. I så fald ligger Nykredits markedsandel p.t. på [40-50] pct. Nykredit har således over en længere årrække haft en høj markedsandel, der er noget større end i 2003. Samtidig kan det anføres, at BRFKredit til trods for styrkelsen via Jyske Banks opkøb stadig er det mindste realkreditinstitut (med de udfordringer det kan give, jf. ekspansionsbarriererne beskrevet i afsnit 5.3.1.5) [...].

### **5.3.1.3 Markedsandele og koncentrationsgrad (inklusive prioritetslån)**

431. Som omtalt i 2011-afgørelsen er en del pengeinstitutter siden 2003 begyndt at udbyde prioritetslån. Prioritetslån kan især ses som et alternativ til den del af et realkreditlån, der ligger tæt på lånegrænsen, fx 60-80 pct. (for ejerboliger)<sup>134</sup>. De senere år er flere banker dog begyndt at tilbyde prioritetslån for en større andel af ejendommens værdi. Det skal blandt andet ses i lyset af de kraftige stigninger i bidragene på realkreditlån med variabel rente, jf. afsnit 3.7. Dette indikerer en øget mulighed for konkurrence mellem realkreditlån og prioritetslån.

<sup>133</sup> Et marked kan karakteriseres som koncentreret, hvis HHI > 2000 (se note 59).

<sup>134</sup> 77 pct. af respondenterne anser realkreditlån som den bærende del af et boliglån og prioritetslån som et supplement hertil.

432. Nykredit har i den forbindelse tillige anført, at Nykredit-koncernens markedsandel er [...] pct., hvis prioritetslån med SDO-finansiering inddrages i opgørelsen.<sup>135</sup> I det følgende beskrives derfor aktørernes markedsandele og markedets koncentration i den situation, hvor prioritetslån inkluderes i det relevante marked.
433. På baggrund af markedsundersøgelsen er styrelsens beregning af omfanget af pengeinstitutters prioritetslån ved udgangen af 1. halvår 2016 ca. 211 mia. kr., hvoraf ca. **161,5 mia. kr.** er *fundet* via pengeinstituttets egen balance eller via pengeinstituttets egne udstedte SDO'er. Prioritetslån *fundet* via SDO'er udstedt af et realkreditinstitut (fælles *fundede* prioritetslån) indgår derimod i realkreditinstituttets balance, og indgår dermed også i opgørelsen af realkreditinstitutternes markedsandele. [...].
434. Stigningen i omfanget af pengeinstitutternes prioritetslån via egen balance eller med egne SDO'er er begrænset i perioden 2011 – 2. kvartal 2016. Mængden af lån er samlet set steget med lidt over 4 mia. kr. i de fem år. Der er en stigning i omfanget af prioritetslån fra 2013 til 2014 [...].
435. [...]
436. [...]
437. [...]
438. [...]
439. [...]
440. Det kan derfor konkluderes, at fremgangen i prioritetslån primært skyldes [...], og det er formentlig prioritetslån fra primært disse [...] institutter, som ser ud til at lægge et vist konkurrencepres på realkreditinstitutterne – herunder ikke mindst Nykredit.
441. [...]
442. [...]
443. Det forhold, at [...] er de institutter, der primært driver prioritetslån-segmentet frem i Danmark understøttes af, at disse institutters prioritetslån i gennemsnit er relativt store:
- I 2015 og 2016 var det gennemsnitlige realkreditlån på 1,24 og 1,28 mio. kr., mens det gennemsnitlige prioritetslån var på 0,69 og 0,72 mio. kr. [...] gennemsnitlige prioritetslån var i 2015 og 2016 henholdsvis [...] mio. kr. og [...] mio. kr., mens [...] gennemsnitlige prioritetslån var på henholdsvis [...] og [...] mio. kr. for samme år. Disse [...] aktørers gennemsnitlige prioritetslån er således væsentligt større end det gennemsnitlige prioritetslån på markedet – og tilmed også større end det gennemsnitlige realkreditlån på markedet. Det peger i retning af, at disse [...] pengeinstitutter anvender prioritetslån som substitut til realkreditlån – i det mindste for nogle kunder. Tallene understøtter endvidere, at prioritetslån for de øvrige pengeinstitutter mere bruges som tillæg til realkreditlån eller i situationer, hvor kunden kun har behov for at lånefinansiere en mindre del af boligen.

---

<sup>135</sup> Jf. Nykredits brev "Anmodning om revidering af tilsagn" af 29. juni 2016, side 7-8.

444. Selvom [...] er de primære aktører for så vidt angår prioritetslån-segmentet i Danmark, skal det tilføjes, at overordnet set er mængden af prioritetslån finansieret via egen balance eller via pengeinstitutternes egne SDO'er ved udgangen af 1. halvår 2016 stort set på samme niveau som i 2011. Stigningen i prioritetslån siden 2011 skyldes derfor primært prioritetslån, der er *fundet* via realkreditinstitutternes SDO'er (fælles *fundede* prioritetslån).
445. Hvis det lægges til grund, at prioritetslån til private til ejerboliger/fritidshuse indgår i det relevante marked, vil Nykredit-koncernen have en samlet markedsandel på **[40-50] pct.**, målt på udlån. Dette fremgår af nedenstående tabel 5.3.1, der viser markedsandele for markedets koncerner, realkreditinstituttet DLR og øvrige pengeinstitutter ved udgangen af 1. halvår 2016, når prioritetslån inkluderes i opgørelsen:

**Tabel 5.3.1: Markedsandele 2. kvartal 2016 - inklusive prioritetslån**

Institut	Prioritetslån udlån (mio. kr.)	Udlån total (mio. kr.) – realkreditlån og prioritetslån	Markedsandel (pct.)	HHI
Nykredit-koncernen	[...]	[...]	[40-50]	[...]
Danske Bank koncernen	[...]	[...]	[25-35]	[...]
Nordea koncernen	[...]	[...]	[15-25]	[...]
Jyske Bank koncernen	[...]	[...]	[5-15]	[...]
DLR	[...]	[...]	[0-5]	[...]
<b>I alt</b>	<b>104.175</b>	<b>1.602.818</b>		
Øvrige pengeinstitutter	57.377 <sup>1</sup>	57.377	3,46	0 <sup>3</sup>
<b>Alle pengeinstitutter (prioritetslån)</b>	<b>161.552</b>			
<b>Alle institutter (realkreditlån<sup>2</sup> og prioritetslån)</b>		<b>1.660.195</b>		<b>2884,70</b>

**Note 1:** I denne beregning indgår der estimerede værdier for enkelte, relativt små pengeinstitutter. Estimerne er udregnet på baggrund af omfanget af prioritetslån, målt som pct. af instituttets balance, hos sammenlignelige pengeinstitutter. Estimerne på bag disse værdier er dermed relativt sikre.

**Note 2:** De enkelte institutters realkreditudlån fremgår af tabel 3.8.4 i afsnit 3.8.

**Note 3:** Der er en række pengeinstitutter, der bidrager til en samlet markedsandel på 3,46 pct. De enkelte pengeinstitutter har hver for sig ikke store markedsandele, hvorfor HHI bidraget sættes til nul.

**Anm.:** Omfanget af prioritetslån omfatter prioritetslån *fundet* via pengeinstitutternes egen balance og prioritetslån *fundet* via pengeinstituttets egne udstedte SDO'er. I opgørelsen af Udlån total indgår også volumen af de prioritetslån, der er *fundet* via SDO'er udstedt af et realkreditinstitut, idet denne volumen indgår i opgørelsen af realkreditudlån.

**Anm.:** Beregningen er foretaget på baggrund af realkreditinstitutternes udlån til ejerboliger og fritidshuse ved udgangen af 1. halvår 2016 (jf. tal indhentet fra Realkreditrådet (nu FinansDanmark), samt styrelsens beregning af det samlede omfang af pengeinstitutternes prioritetsudlån på samme tidspunkt. I beregningen bliver pengeinstitutter og realkreditinstitutter inden for samme koncern betragtet som én enhed, dvs. Danske Bank og Realkredit Danmark bliver regnet som én aktør, og det samme gør sig gældende for Nordea Bank Danmark/Nordea Kredit og Nykredit Bank/Nykredit Realkredit (inkl. Totalkredit) samt Jyske Bank/BRFkredit.

**Kilde:** Realkreditrådet samt Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens markedsundersøgelse 2016

446. Nykredit-koncernens samlede markedsandel er således [...] pct.-point højere end fusionsparternes samlede markedsandel på det relevante marked for realkreditudlån til private på fusions tidspunktet. Dermed har Nykredit en højere markedsandel i dag end i 2003, selv hvis prioritetslån betragtes som en del af det relevante marked.<sup>136</sup> Det bemærkes i den forbindelse også, at langt de fleste kunder har valgt et realkreditlån som den primære finansiering af deres ejendom – det drejer sig om ca. 9 ud af 10. Dette tal bekræftes af styrelsens undersøgelse blandt pengeinstitutter.

<sup>136</sup> Til sammenligning var Nykredits markedsandel lidt lavere ved udgangen af 2010, hvis prioritetslån også inkluderes i opgørelsen (40,9 pct.), målt på udlån.

447. Desuden er markedet også koncentreret, selvom prioritetslån indgår i det relevante marked. Ud fra oplysningerne fra udgangen af 1. halvår 2016 kan HHI beregnes til 2.885<sup>137</sup>, jf. ovenstående tabel 5.3.1.<sup>138</sup>
448. Nykredit har haft en høj markedsandel over de sidste 5 år, selv hvis prioritetslån inddrages i opgørelsen. Der er således ikke tegn på at Nykredit skulle være ved at miste markedsandele i noget særligt omfang, når prioritetslån medtages i opgørelsen. .
449. Som det fremgik af afsnit 5.3.1.2 ovenfor var Nykredits markedsandel en anelse lavere målt på *brutto(ny)udlån* end målt på *udlån*. Det kunne derfor være relevant at beregne andelen også inklusive prioritetslån fundet på egen balance eller via egne SDO'er ved hjælp af bruttoudlånet. Der foreligger dog ikke tal for bruttoudlån for prioritetslånenes vedkommende, og denne beregning er derfor ikke umiddelbart mulig.
450. Det er dog vurderingen, at denne tilgang ikke ville ændre væsentligt på Nykredits markedsandel. Dertil ligger Nykredits bruttoudlån-markedsandel eksklusive prioritetslån for højt – aktuelt [40-50] pct. Desuden er mængden af prioritetsudlån for pengeinstitutternes egen regning eller egne SDO'er kun steget med ca. 4 mia. kr. (fra ca. 157,3 mia. til ca. 161,5 mia.) fra 2011 til medio 2016. De 4 mia. kr. svarer til ca. 0,3 pct. af det samlede realkreditudlån til ejerboliger og fritidshuse i 2016.
451. Samlet vurderes det, at de betænkeligheder omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, som ligger til grund for vurderingen af fusionen i 2003 – og for vilkåret om afgivelse af tilsagn (5) – fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. Det gælder uanset om prioritetslån inkluderes i det relevante marked eller ej.

#### 5.3.1.4 Distributionsforhold

452. Et andet afgørende punkt ved 2003-afgørelsen var den fastlåsning af distributionsforholdene, som fusionen og de tilhørende samarbejdsaftaler mellem Nykredit/Totalkredit og pengeinstitutterne resulterede i.
453. En del af tilsagnsaftalen gik således ud på at begrænse længden af den periode, hvor Nykredit/Totalkredit og pengeinstitutterne var bundet til hinanden som følge af sanktionsbestemmelser. Samarbejdsaftalernes tidsfrister blev forkortet, således at de mest konkurrencebegrænsende bestemmelser maksimalt måtte løbe frem til 1. april 2008, mens de øvrige bestemmelser maksimalt måtte løbe frem til 1. april 2010.
454. Det skal understreges, at det – med indgåelse af tilsagnsaftalens del omkring bindinger af pengeinstitutterne – var forudsat i 2003-afgørelsen, at pengeinstitutterne pr. 1. april 2010 ville være frit stillet. Dette fremgår blandt andet af følgende citat fra 2003-afgørelsen:

*”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.”*<sup>139</sup>

<sup>137</sup> Til sammenligning var HHI 2.958 i 2010, hvis prioritetslån blev inkluderet i opgørelsen.

<sup>138</sup> Et marked kan karakteriseres som koncentreret, hvis HHI > 2000 (se note 59).

<sup>139</sup> 2003-afgørelsen, side 26.

455. For overhovedet at kunne indgå i vurderingen, skal distributionsforholdene derfor være væsentligt ændrede i forhold til det, der blev forudsat i 2003-afgørelsen om situationen fra 2010 og frem. Distributionsforholdene skal således være så væsentligt ændrede, at de opvejer den øgede koncentration i markedet, som var en følge af fusionen.
456. Det fremgår af 2011-afgørelsen, at distributionsforholdene ikke var ændret således, at de skadelige virkninger af fusionen var blevet fjernet.<sup>140</sup> De pengeinstitutter, som havde solgt Totalkredit til Nykredit, havde stadig aftale med og solgte næsten udelukkende realkreditlån for Totalkredit. Dette hænger dog formentlig sammen med, at 2011-afgørelsen kun kom 1½ år efter, at sanktionerne ved et pengeinstituts udtræden af samarbejdet med Totalkredit formelt var ophørt.
457. Det skal herefter vurderes, om distributionsforholdene på markedet på nuværende tidspunkt er væsentligt ændrede i forhold til situationen i 2003, jf. i det følgende.
458. Af styrelsens markedsundersøgelse blandt pengeinstitutter fra efteråret 2016 kan det udledes, at:
- 94 pct. af de responderende pengeinstitutter har en formidlingsaftale med Totalkredit.<sup>141</sup>
  - Blot 5 ud af 47 pengeinstitutter, dvs. 10,6 pct., har formidlingsaftaler med flere realkreditinstitutter.<sup>142</sup> Heraf har 4 ud af 5 formidlingsaftale med Totalkredit og DLR, mens 1 ud af de 5 har med Totalkredit og BRF Kredit. DLR er dog ikke umiddelbart en relevant aktør i denne sammenhæng, idet DLR's overordnede forretning er lån til landbrug. Der er således kun et enkelt pengeinstitut (ud af de 47), der anvender mere end et af de fire største realkreditinstitutter, som leverandør af realkreditlån til private. Pengeinstitutternes formidling af realkreditlån for andre realkreditinstitutter end den primære samarbejdspartner er beskeden, og pengeinstitutterne "shopper ikke rundt" efter realkreditleverandør.
  - 44 af de 58 adspurgte pengeinstitutter har angivet, at de får provision fra realkreditinstitutter for de realkreditlån de har formidlet til private kunder. Heraf har 38,6 pct. angivet, at de 'i meget høj grad' eller 'i høj grad' anser et eventuelt tab af løbende provision for allerede formidlede lån som en barriere for at skifte til et andet realkreditinstitut, som den primære udbyder af realkreditlån. Herudover har 29,5 pct. svaret 'i nogen grad', mens 22,8 pct. har svaret 'i mindre grad' eller 'slet ikke'. 9,1 pct. har svaret 'ved ikke'.
  - Af de responderende pengeinstitutter nævner 32 pct. BRFkredit som en alternativ mulighed til den nuværende distributionsaftale. 9 pct. nævner Realkredit Danmark som en mulighed, mens 7 pct. peger på Nordea Kredit. Derudover har 55 pct. svaret, at de ville kunne formidle realkreditlån for et andet realkreditinstitut, hvis det ikke længere er muligt at formidle lån til ejerbolig og fritidshuse gennem deres nuværende samarbejdspartner – dette kan både dække over, at de ville vælge DLR, eller at de ville vælge et andet realkreditinstitut, end de har i forvejen, fx Realkredit Danmark som ellers er en separat svarkategori.<sup>143</sup>

---

<sup>140</sup> 2011-afgørelsen, punkt 400-401.

<sup>141</sup> Til sammenligning havde 78 pct. af pengeinstitutternes en formidlingsaftale med Totalkredit i 2011.

<sup>142</sup> Til sammenligning havde 47 pct. af de responderende pengeinstitutter i 2011 1 distributionsaftale, 33 pct. havde 2 aftaler, 13 pct. havde 3 aftaler, 3 pct. havde 4 aftaler og 3 pct. havde 5 distributionsaftaler. En del af disse distributionsaftaler var gennem ejendomsmæglere mv.

<sup>143</sup> Fordelingen blandt Totalkreditpengeinstitutterne afviger kun marginalt fra denne fordeling blandt samtlige pengeinstitutter.

459. Som angivet ovenfor får 44 af de 58 adspurgte pengeinstitutter provision fra det realkreditinstitut, som de samarbejder med, for formidling af realkreditlån til private kunder. Pengeinstitutterne får denne provision for at stille garanti for en del af lånet. Som nævnt ovenfor vurderer en del af de pågældende pengeinstitutter, at et eventuelt tab af løbende provision for allerede formidlede lån vil være en barriere for at skifte til et andet realkreditinstitut.
460. Dette gælder også de pengeinstitutter, der samarbejder med Totalkredit. Hvis et pengeinstitut træder ud af samarbejdet med Totalkredit, vil instituttet ikke længere skulle stille garanti for de lån, der allerede er ydet, men samtidig mister virksomheden den løbende provision for de pågældende tildelte lån. Dette kan være et væsentligt tab af indtægt for pengeinstituttet.<sup>144</sup> Hvis pengeinstituttet skal oppebære samme provisionsniveau som tidligere, vil det kræve at alle kunder skifter realkreditinstitut til pengeinstituttets nye samarbejdspartner. Med låneaftalernes lange løbetid vil det vare flere år inden det eventuelt vil kunne ske.
461. Pengeinstitutterne har således stadig et tilsyneladende ret stærkt økonomisk incitament til at blive hos Nykredit/Totalkredit gennem samarbejdsaftalen, hvor pengeinstitutterne påtager sig noget af risikoen ved lånet gennem sikkerhedsstillelse mod en økonomisk kompensation fra Nykredit. Som det fremgår af undersøgelsens resultater har godt 2 ud af 3 pengeinstitutter svaret, at de "i nogen grad", "i høj grad" eller "i meget høj grad" betragter tabet af provision som en barriere for at skifte til et andet realkreditinstitut. Dette gælder altså også selv om sanktionsbestemmelserne i samarbejdsaftalen formelt ophørte i 2010.

#### *Nykredits hørings svar*

462. Nykredit har heroverfor i virksomhedens hørings svar af 16. juni 2017 anført, at styrelsens fremstilling af Totalkredits samarbejde med pengeinstitutterne er misvisende. Nykredit angiver i den forbindelse, at pengeinstitutterne i relation til provisionen alene kompenseres for ydelser, som de løbende leverer til Totalkredit. Den løbende honorering er således udtryk for løbende betaling for udførte ydelser, og er derimod ikke udtryk for udskudt betaling for formidlingen af lånet. Ifølge Nykredit begrænser det ikke konkurrencen, at pengeinstitutterne ved frivillig udtræden af samarbejdet kan miste indtægter, fordi de ikke længere leverer ydelser til Totalkredit og Totalkredits låntagere. Dette understøttes ifølge Nykredit i praksis af, at Jyske Bank udtrådte af samarbejdet i 2014.
463. Nykredit angiver yderligere, at den konkurrencemæssige vurdering bør tage hensyn til, hvor stor en del af det enkelte pengeinstituts indtægter, der stammer fra samarbejdet. Nykredit estimerer dette til at udgøre i omegnen af 10 pct. for det enkelte institut.

#### *Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens bemærkninger*

464. Styrelsen er opmærksom på, at den løbende honorering alene udgør løbende betaling for udførte ydelser. Styrelsen vurderer dog fortsat, at et tab af løbende provisionsindtægter på eksisterende lån stadig kan udgøre en barriere for pengeinstitutterne for at skifte samarbejdspartner (realkreditinstitut). Denne vurdering er bl.a. støttet af resultaterne fra styrelsens markedsundersøgelse, jf. punkt 458. Det forhold, at Jyske Bank har skiftet samarbejdspartner, udelukker ikke, at de løbende betalinger kan udgøre et incitament for pengeinstitutterne til at undlade at skifte væk fra Nykredit. Jyske Banks skifte kan dog understøtte, at et skifte af realkreditinstitut ikke er umuliggjort af provisionerne. Det skal dog hertil bemærkes, at Jyske Banks skifte af samarbejdspartner formentlig i højere grad skyldtes Jyske Banks interesse i at

<sup>144</sup> [...]



eje deres eget realkreditinstitut, og dermed opnå adgang til realkreditfunding mv. Denne mulighed foreligger ikke længere for de øvrige pengeinstitutter i Totalkreditsamarbejdet.

465. Styrelsen bemærker yderligere, at det forhold at provisionsindtægterne – som anført af Nykredit – udgør 10 pct. af det enkelte pengeinstituts indtægter, heller ikke ændrer ved, at pengeinstitutterne kan betragte tabet af provisionsindtægter som en barriere for at skifte samarbejdspartner. Det skal i den forbindelse bemærkes, at 10 pct. af et pengeinstituts indtægt forholdsmæssigt set er betydeligt større, end de justeringer af tilsagn (5), som nærværende afgørelse vedrører.
466. Styrelsen vurderer endvidere, at pengeinstitutterne kan være tilbageholdende med at skifte udbyder, da pengeinstitutterne selv har en gevinst forbundet med en bidragsstigning. Pengeinstitutterne får således halvdelen af provenuet fra stigningen i bidragssatzen som formidlingsprovision. Denne økonomiske fordel for pengeinstitutterne understøttes yderligere af, at ingen af de pengeinstitutter, der på nuværende tidspunkt udbyder realkreditlån fra Totalkredit, har skiftet til BRFkredit i forbindelse med stigningerne i bidragssatser i 2016, hvor alle realkreditudbydere, herunder Totalkredit, forhøjede deres bidragssatser med undtagelse af BRFkredit.
467. Markedsundersøgelsen peger samlet på, at distributionsforholdene på markedet er relativt fastlåst. Langt de fleste pengeinstitutter har således en formidlingsaftale med Totalkredit, og det er kun ganske få af disse pengeinstitutter, der har samarbejdsaftale med et andet realkreditinstitut udover Totalkredit. Der er således kun ét af Totalkredit-pengeinstitutterne, der også har en aftale med BRFkredit – ingen har med Realkredit Danmark eller Nordea Kredit. De tre sidstnævnte realkreditinstitutter er derfor primært henvist til deres egne koncernforbundne banker (Danske Bank, Nordea, Jyske Bank) for at sælge realkreditlån.
468. Pengeinstitutternes tilbageholdenhed med at skifte realkreditudbyder skal desuden ses i lyset af, at deres reelle mulighed for at skifte udbyder er begrænset.
469. Det skyldes primært, at de tre øvrige udbydere af realkreditlån til private (Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit) er ejet af de tre største konkurrerende pengeinstitutter (Danske Bank, Nordea og Jyske Bank). Der vil således være en naturlig tilbageholdenhed for Totalkredit-pengeinstitutterne med at indgå aftale med et realkreditinstitut, som er ejet af en af de største konkurrenter på bankmarkedet. Når pengeinstitutter i dag samarbejder med Totalkredit/Nykredit, så er det trods alt med den realkredit-koncern, der på bankmarkedet er den mindste konkurrent.
470. Distributionsforholdene er muligvis mere fastlåste end ved 2011-afgørelsen som følge af fusionen mellem Jyske Bank og BRFkredit i 2014. Det er således nu alle de tre øvrige udbydere af realkreditlån til private – fremfor to ved 2011-afgørelsen – der er ejet af konkurrerende pengeinstitutter. Dette understøttes af styrelsens markedsundersøgelse, der viser, at færre pengeinstitutter betragter BRFkredit som et alternativ, sammenlignet med 2011.<sup>145</sup>
471. [...].<sup>146</sup>

---

<sup>145</sup> I 2011 vurderede 73 pct. af totalkreditpengeinstitutterne BRFkredit som et alternativ, mens det i 2016 kun gælder for 33 pct.

<sup>146</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 405.

472. Det er på baggrund af ovenstående styrelsens vurdering, at der ikke er sket ændringer som medfører, at distributionsforholdene kan siges at have udviklet sig i en mere gunstig retning end, hvad der allerede var påregnet i 2003-afgørelsen. Ophøret af bindinger af pengeinstitutterne i 2010 har således fortsat ikke været tilstrækkeligt til at skabe en markedsdynamik, hvor pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet kan udøve et så tilstrækkeligt pres på Nykredit-koncernen, at det fjerner eller kompenserer for fusionens skadelige virkninger ved den øgede koncentration, som var resultatet af fusionen i 2003. Det skyldes blandt andet, at pengeinstitutterne stadig er økonomisk bundet til Totalkredit, da de vil miste provisionsindtægter på eksisterende lån, hvis de skifter til et andet realkreditinstitut. Desuden er distributionsforholdene muligvis mere fastlåste end ved 2011-afgørelsen grundet Jyske Bank/BRFkreditfusionen. Fusionen har dog samtidig styrket en mindre aktør på markedet og derigennem forbedret konkurrencen.

### **5.3.1.5 Ekspansionsbarrierer**

473. Koncentrationen på markedet for realkreditlån til private er blandt andet forårsaget af og bliver fortsat forstærket af, at markedet er præget af ekspansionsbarrierer. Der vurderes at være ekspansionsbarrierer både på udbudssiden, på efterspørgselssiden og som følge af regulering.
474. En central ekspansionsbarriere på markedet er den måde, hvorpå realkredit- og pengeinstitutterne primært formidler sine lån på. Institutterne udbyder således primært lån gennem egne filialer eller egne koncernforbundne selskaber.
475. Den måde, som formidlingen af lånene sker på, hænger sammen med låntagernes måde at vælge lån på. Af Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens forbrugerundersøgelse (foretaget af Wilke) fra 2016 fremgår det således, at de vigtigste grunde til forbrugerens seneste valg af udbyder af boliglån var 'Anbefaling fra min bankrådgiver' (36,5 pct.) og 'Samling af mine bankforretninger ét sted' (37 pct.). Til sammenligning var fx 'Anbefaling fra ejendomsmægler' kun en af de vigtigste grunde for 4 pct. af de adspurgte forbrugere.
476. Bankernes afgørende betydning for låntagernes valg af realkreditinstitut og dermed valg af realkreditlån understøttes yderligere af, at det i gennemsnit er 85 pct. af de danske realkreditkunder, der har bank i samme koncern eller samarbejde.<sup>147</sup>
477. Når [...], sætter det en naturlig øvre grænse for antallet af udbudte realkreditlån. På denne måde har [...] sværere ved at ekspandere, end hvis de også tilbød realkreditlån gennem andre kanaler. [...].<sup>148</sup> Problemstillingen gør sig også gældende for [...].
478. Markedsstrukturen kan således fungere som en ekspansionsbarriere, idet det vil være vanskeligt for et realkreditinstitut at ekspandere, når det har nået sin detailbanks markedsandel, idet bankens mulighed for at vinde yderligere markedsandele dog selvsagt afhænger af prisen på realkreditlånet for forbrugerne.
479. Hertil kommer imidlertid, at forbrugermobiliteten på realkreditmarkedet er relativt begrænset. Mobiliteten på realkreditmarkedet er således lavere end på andre komplekse markeder

---

<sup>147</sup> Jf. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens Realkreditanalyse, afsnit 1.5. Realkreditinstitutterne har oplyst, hvor stor en andel af deres kunder, der også er kunde i den koncernforbundne eller formidlende bank, og dette er vægtet med institutternes samlede udlån til private.

<sup>148</sup> Jf. Figur 3.8.1.

som bank og forsikring. Fx er der i styrelsens undersøgelse om forbrugeradfærd fra 2015 ca. 19 pct. der har skiftet indboforsikring, ca. 11 pct. der har skiftet bank og ca. 5 pct. der har skiftet realkreditinstitut inden for de seneste to år.<sup>149</sup> Forskellene afspejler udover markedskaraktieristika også produkternes forskellige karakterer.

480. De forbrugere, som skifter realkreditinstitut, gør det primært i forbindelse med en låneomlægning, eller som konsekvens af stigende bidragssats og utilfredshed med service hos deres tidligere udbyder. Årsager til lav mobilitet er blandt andet 1) skifteomkostninger, hvor det samlede beløb afhænger af omstændighederne, men et skifte for et lån på én mio. kr. mindst koster 10.000 kr. i omkostninger til realkreditinstitut og bank, og dertil vil ofte være kurstab på typisk 10.000-30.000 kr.<sup>150</sup>, 2) realkreditlån er komplekse produkter, hvor forbrugeren kan have vanskeligt ved at gennemskue, hvilke produkter der bedst opfylder behovet og risikoen herved, og 3) valget af bank er afgørende for valg af realkreditinstitut – forbrugeren bindes således i en vis grad til udbyderen, idet forbrugeren ofte kan få en række kundefordele på grund af bundling mellem bank- og realkreditprodukter.<sup>151</sup>
481. Den måde, som formidlingen på markedet foregår på, herunder at det er dyrt og kompliceret at etablere eller udvide distributionsnettet kombineret med den begrænsede forbrugermobilitet, gør det svært for særligt mindre aktører at vinde frem eller komme ind på markedet, og at de store aktører forbliver store. Samlet set er det udtryk for en begrænset konkurrence i markedet.
482. Reguleringen af realkreditlån kan også i nogen henseender udgøre en ekspansionsbarriere. Visse dele af reguleringen bidrager således til, at det er svært for mindre aktører at vokse sig rigtigt store, ligesom reguleringen kan begrænse konkurrencen mellem de eksisterende aktører. Et eksempel herpå er, at realkreditinstitutterne som følge af Finanstilsynets tilsynsdiamant er underlagt begrænsning på, hvor meget udlån de må have i relation til de forskellige lånetyper.
483. Denne problemstilling betyder eksempelvis, at når BRFkredit har ramt sit maksimum for udbud af fx rentetilpasningslån, vil instituttet være afskåret fra at lokke kunder til med denne type lån.
484. Et tredje forhold på markedet, der kan udgøre en ekspansionsbarriere, er, at markedet er præget af skalafordele. Dette er ensbetydende med, at en virksomheds gennemsnitlige omkostninger falder, når produktionen øges, og dermed at en stor aktør kan producere med en bedre økonomi end de mindre aktører. Større aktører kan dermed give lavere priser til forbrugerne, og er alt andet lige stillet bedre i konkurrencen alene på grund af deres størrelse.
485. Skalafordelene består dels i fordelingen af administrationsomkostninger, fx omkostninger til husleje, IT, ledelse, stabsfunktioner og låneadministration, hvoraf en del af disse kun i mindre grad afhænger af størrelsen af instituttets udlån og antallet af produkter de udbyder. Derfor vil realkreditinstitutternes produktion være forbundet med stordrifts- og samproduktionsfordele.

---

<sup>149</sup> Jf. styrelsens undersøgelse om forbrugeradfærd på 13 markeder, juli 2015.

<sup>150</sup> Styrelsens egne beregninger foretaget på baggrund af data indhentet fra realkreditinstitutterne. Se fx også ekspertudvalgets rapport om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet afsnit 7.2

<sup>151</sup> Disse forhold er behandlet nærmere i Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens Realkreditanalyse, afsnit 1.5. 2017.

486. Samproduktionsfordelene opstår desuden særligt, når de koncernforbundne detailbanker udbyder realkreditlån som en del af deres portefølje af forskellige andre finansielle produkter som fx forsikring, forbrugslån og prioritetslån. Herved vil arbejdstiden for personalet i filialerne kunne udnyttes bedre, og der vil ligeledes være flere produkter til at dække de faste omkostninger. Institutterne opnår fordel af samproduktionen gennem den afregning de har med den koncernforbundne detailbank.
487. De nævnte skalafordele betyder, at det kan være til gavn for kunderne, at der er relativt få aktører, hvis ellers konkurrencen mellem disse er tilpas hård på markedet. Men det betyder også, at det kan være vanskeligt for nye realkreditinstitutter at komme ind på markedet, da det tager lang tid til at opbygge en kundemasse og produktudbud der giver et omkostningsniveau, der er konkurrencedygtigt.
488. Skalafordelene består desuden også i behovet for tilstrækkeligt store obligationsserier, hvilket kræver en udlånsvolumen af en vis størrelse, for at kunne opnå den lavest mulige rente. Generelt bliver store og likvide serier blive bedre prissat end små serier. Det forstærkes imidlertid af reguleringen, i og med at det kun er obligationsserier over en vis størrelse (500 mio. euro) som kan indgå med fuld vægt, når det vurderes om pengeinstitutter, der ejer disse obligationer, lever op til det såkaldte LCR-krav. Obligationer udstedt i serier på mere end 500 mio. euro har således den laveste rente.<sup>152</sup> Det betyder, at de største realkreditinstitutter kan udstede lån til en lavere rente til forbrugerne, end de små aktører kan tilbyde. Grundet stordriftsfordele er store aktører således bedre stillet i konkurrencen alene på grund af deres størrelse, og det kan dermed være svært for mindre aktører at vinde kunder fra de store aktører på markedet.
489. Samlet set er der således en række forhold på markedet (formidlingsstrukturen på markedet, begrænset forbrugermobilitet, dele af realkreditreguleringen, samt det forhold, at markedet er præget af skalafordele), der gør det svært for mindre aktører at ekspandere på markedet, og samtidig understøtter at store aktører forbliver store. Dette medvirker til en begrænset konkurrence i markedet.

### **5.3.1.6 Købermagt**

490. Købermagt kan potentielt bidrage til bedre konkurrence på et marked, såfremt denne fx bidrager med et incitament for aktørerne til at konkurrere på pris.
491. Købermagt<sup>153</sup> kan skyldes kundernes størrelse eller deres kommercielle betydning for den dominerende virksomhed og deres evne til hurtigt at skifte leverandør, at fremme tilgang af nye virksomheder eller at foretage vertikal integration samt at fremsætte overbevisende trusler derom.
492. For så vidt angår kunderne (låntagere) på markedet, vurderer styrelsen, at der er begrænset købermagt på dette marked. Det skyldes en kombination af følgende faktorer:

<sup>152</sup> Jf. Erhvervs- og Vækstministeriets rapport: "Barrierer for forbrugernes mobilitet på det danske realkreditmarked", juni 2014, side 12.

<sup>153</sup> For yderligere om købermagt kan der bl.a. henvises til Kommissionens vejledning af 24. februar 2009 om Kommissionens prioritering af håndhævelsen i forbindelse med anvendelsen af EF-traktatens artikel 82 på virksomheders misbrug af dominerende stilling gennem ekskluderende adfærd (2009/C 45/02), punkt 18.

- Enkeltpersoners lån udgør en meget lille del af de samlede lån, som realkreditinstitutterne udbyder. For den enkelte kunde er lånet af stor betydning for deres privatøkonomi, men den enkelte kunde er derimod ikke af stor betydning realkreditinstituttet.
  - Der er betydelige skifteomkostninger ved at skifte lån og institut for forbrugeren, hvorfor et skift ikke altid er en troværdig trussel i forhandlingen med realkreditinstituttet om bedre priser.
  - Bidragsatsen på realkredit fastsættes ikke individuelt for den enkelte kunde, så der kan ikke forhandles om pris. Et realkreditlån er organiseret på den måde, at når kunden først er godkendt til at kunne få et lån, så er det samme pris for alle. Den eneste måde en kunde måske kan påvirke bidragsatsen på, er ved at presse realkreditinstituttet på kreditvurderingen og dermed belåningsgraden. Det er ikke nogen særlig stærk forhandlingsposition for kunden at stå i, da der i sagens natur er grænser for, hvor meget instituttet kan justere på vurderingen. Kunder vil kunne forhandle sig til nedslag på andre gebyrer, men i forhold til den samlede betaling til realkreditinstituttet udgør disse gebyrer en relativt lille del i forhold til bidragsbetalingerne.<sup>154</sup>
493. Der vil være en gensidig afhængighed mellem Totalkreditpengeinstitutterne og Nykredit. Nykredit er afhængig af, at pengeinstitutterne formidler deres realkreditlån, lige så vel som at pengeinstitutterne til dels er afhængige af, at kunne formidle realkreditlån.
494. Af realkreditinstitutterne har Totalkredit de højeste omkostninger til salg og distribution målt i procent af udlån.<sup>155</sup> Dette kan ses som et udtryk for, at Totalkreditpengeinstitutterne har en vis grad af forhandlingsstyrke overfor Nykredit. Grundet de relativt svære vilkår for konkurrencen – blandt andet som følge af den lave forbrugermobilitet – vil Totalkreditpengeinstitutternes købermagt mest sandsynligt ikke lede til lavere priser for forbrugeren.
495. Købermagt er således ikke en faktor, der bidrager til at forbedre konkurrencen på markedet for realkreditlån til private.

### **5.3.2 Potentiel konkurrence**

496. I nærværende afsnit foretager styrelsen en vurdering af, hvordan den potentielle konkurrence på markedet er sammenlignet med situationen i 2003.
497. I det følgende opridses indledningsvist de betæneligheder, som fusionen i 2003 gav anledning til i relation til den potentielle konkurrence, og dernæst foretages en vurdering af den potentielle konkurrence fra nye realkreditudbydere.
498. Det følger sammenfattende af denne analyse, at den potentielle konkurrence ikke har ændret sig væsentligt i en sådan retning, at den fjerner eller reducerer de skadelige virkninger af fusionen.

#### **5.3.2.1 Betæneligheder ved fusionen i 2003**

499. Den potentielle konkurrence blev ligeledes vurderet i 2003-afgørelsen. Om potentiel konkurrence blev følgende konkluderet i 2003-afgørelsen:

---

<sup>154</sup> Alt efter lånets forhold vil selve bidragsbetalinger udgøre op mod 80-90 pct. af den samlede betaling til realkreditinstituttet.

<sup>155</sup> Styrelsens egne beregninger på baggrund af data indberettet af institutterne samt årsregnskaber, jf. Konkurrencerådets rapport "Konkurrencen på realkreditmarkedet", side 69-70.

*"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."*<sup>156</sup>

500. Spørgsmålet er, om den potentielle konkurrence siden 2003 har udviklet sig væsentligt i en sådan retning, at den fjerner eller reducerer de skadelige virkninger af fusionen. Testen er, om den potentielle konkurrence er så tilstrækkelig, at den kan disciplinere de nuværende markedsaktører<sup>157</sup> – i dette tilfælde Nykredit.

### **5.3.2.2 Nye udbydere**

501. Realkreditlån udbydes af finansielle virksomheder, der er godkendt af Finanstilsynet til at drive realkreditvirksomhed. Siden 2003 er der ikke opstået nye realkreditinstitutter, der tilbyder realkreditlån til private. Det vurderes heller ikke sandsynligt i nærmeste fremtid, at der vil opstå nye danske realkreditinstitutter som kan udøve et større konkurrencemæssigt pres. Dette skyldes, at det er et marked præget af høje adgangsbarrierer, der gør det svært for nye udbydere at træde ind på markedet og være konkurrencedygtigt.
502. De primære adgangsbarrierer på dette marked vurderes at være følgende:
503. Skalafordele: Markedet er som angivet præget af skalafordele for så vidt angår blandt andet administrationsomkostninger, men også behovet for tilstrækkeligt store obligationsserier, hvilket kræver en udlånsvolumen af en vis størrelse. Skalafordelene virker som en adgangsbarriere, fordi nye virksomheder vil have vanskeligt ved at etablere sig på markedet, hvis de ikke relativt hurtigt kan opnå en tilstrækkelig produktionsvolumen og opnå et konkurrencedygtigt omkostningsniveau. Markedet er ligeledes kendetegnet ved, at produktudbud og den innovation, som kan ligge heri, er en væsentlig konkurrenceparameter. Det vil dermed stille de eventuelt indtrædende realkreditinstitutter ringere i konkurrencen med de store, veletablerede realkreditinstitutter, hvis de bliver nødt til at gå på kompromis med deres produktudbud for at sikre tilstrækkeligt store seriestørrelser for at kunne tilbyde kunderne en konkurrencedygtig pris.
504. I relation til skalafordele kan der opstå samproduktionsfordele, der gør sig gældende når de koncernforbundne detailbanker udbyder realkreditlån som en del af deres portefølje af forskellige andre finansielle produkter som fx forsikring, forbrugslån og prioritetslån. Herved vil fx administrationen kunne udnyttes bedre, og der vil være flere produkter til at dække samme mængde faste omkostninger.
505. Distributionsaftaler: For en indtrædende aktør er det et problem, når stort set alle nuværende og kommende låntagere i et vist omfang er tilknyttet et givent realkreditinstitut via deres

---

<sup>156</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 128-129.

<sup>157</sup> Se i den forbindelse Kommissionens vejledning af 24. februar 2009 om Kommissionens prioritering af håndhævelsen i forbindelse med anvendelsen af EF-traktatens artikel 82 på virksomheders misbrug af dominerende stilling gennem ekskluderende adfærd (2009/C 45/02), punkt 16: "For at ekspansion eller markedstilgang kan betragtes som rettidig, skal den ske tilstrækkelig hurtigt til at afskrække virksomheden fra eller forhindre den i at udnytte sin betydelige markedsstyrke. For at ekspansion eller markedstilgang kan betragtes som tilstrækkelig, må den ikke kun være af beskedent omfang, for eksempel adgang til en niche på markedet, men skal være af en sådan størrelsesorden, at den kan afskrække ethvert forsøg fra den angiveligt dominerende virksomheds side på at forhøje priserne på det relevante marked."

bank. Det mindsker sandsynligheden for, at der er tilstrækkeligt frie kunder at konkurrere om, til at det kan være rentabelt at træde ind alene med et realkreditinstitut i åben konkurrence med de eksisterende koncerner. Det er således meget vanskeligt for en ny aktør at vinde større markedsandele, uden også at have en effektiv distributionskanal.

506. Handelsbanken har fx i sin indtræden på det danske marked måtte opkøbe to danske pengeinstitutter, for derigennem at få adgang til de danske kunder gennem allerede eksisterende filialer. Andre indtrædende aktører på det danske marked vil formentlig også på samme måde skulle købe sig til et filialnet for at kunne få en tilstrækkelig effektiv distributionskanal.
507. Lav forbrugermobilitet: Den lave forbrugermobilitet på markedet, jf. 5.3.1.5, gør det svært for nye virksomheder på markedet at tiltrække kunder, hvilket kan afholde virksomheder fra at træde ind på markedet.
508. Regulering: Den komplekse og omfangsrige regulering af realkreditområdet kan i sig selv være en adgangsbarriere for indtræden på markedet. Et eksempel herpå er kapitalkravsreguleringen, hvor nye realkreditinstitutter ikke vil have adgang til at anvende egne IRB-modeller de første tre år. Det betyder at de således vil skulle udregne deres kapitalkrav ud fra en højere base end de eksisterende realkreditinstitutter. En del af den relevante regulering er samtidig særegen, hvilket – sammen med den relativt begrænsede kundebase – kan reducere udenlandske aktørers lyst til at træde ind på markedet. Det er unikt at realkreditinstitutter i Danmark kun må foretage sig én ting, nemlig at udbyde realkreditlån, samt at den danske realkreditmodel er karakteriseret ved det såkaldte balanceprincip<sup>158</sup>. Den særlige regulering, der blandt andet bidrager til at gøre det danske realkreditmarked specielt, bidrager således også til, at potentielle indenlandske – og i særdeleshed udenlandske - aktører muligvis afholder sig fra at indtræde på det danske marked.
509. Det er styrelsens vurdering, at det fortsat – ligesom i 2011 - kun vil være pengeinstitutter, der reelt vil have en chance for at indtræde på markedet som nye udbydere af realkreditlån til private, når man tager de høje adgangsbarrierer, som fx høje opstarts-omkostninger og skalafordele, i betragtning.
510. Potentielt kan der stadig være den mulighed, at pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet vælger at gå sammen om at etablere et nyt realkreditinstitut – som de gjorde med Totalkredit i 1990 - eller alternativt at lade DLR Kredit bevæge sig ind på markedet for lån til private til ejerboliger og fritidshuse. Som anført vurderes det dog at være forbundet med betydelige omkostninger at bygge et realkreditinstitut op fra bunden eller at udvikle DLR Kredit til at kunne matche de øvrige store realkreditinstitutter på lån til ejerboliger og fritidshuse. For så vidt angår Fair Realkredits/Boligejernes Realkredits forsøg på at indtræde på markedet er det styrelsens opfattelse, at det vil være et godt stykke tid, førend de eventuelt vil kunne udgøre et konkurrencepres på de øvrige aktører på markedet. Det skyldes, at selv hvis Fair Realkredit/Boligejernes Realkredit eventuelt indgiver ansøgning til Finanstilsynet om etablering af et nyt realkreditinstitut inden udgangen af 2017, vil der stadig være udfordringer forbundet med bl.a. at skaffe tilstrækkelig kapital til at drive instituttet.
511. Det er derfor styrelsens vurdering, at det ikke er sandsynligt, at der i den nærmeste fremtid vil opstå nye danske realkreditinstitutter, som ville kunne disciplinere de nuværende aktører, herunder Nykredit.

---

<sup>158</sup> Se omtalen af balanceprincippet i afsnit 3.2.

512. For så vidt angår muligheden for at udbyde prioritetslån, vil en række af de ovenfor nævnte forhold også gøre sig gældende. Der vil således også for prioritetslån være stordriftsfordele, som fx robusthed og mængde af kapital, uanset om det gælder et allerede etableret pengeinstitut eller en ny aktør. Hertil kommer den manglende mobilitet blandt de nuværende private kunder med boliglån, der ligeledes udgør barrierer. For så vidt angår en nyetableret udbyder af prioritetslån vil denne sandsynligvis også opleve fx etablering af distributionskanaler og manglende mobilitet blandt de nuværende private kunder med boliglån som mulige etableringsbarrierer. For så vidt angår eventuelle udenlandske aktører, vil de i princippet kunne udbyde realkreditlån gennem datterselskaber eller via filialer, der etableres i Danmark eller via grænseoverskridende aktivitet.
513. Det er styrelsens vurdering, at aktiviteten fra udlandet – udover den aktivitet, der er via Nordea Kredit og til dels Handelsbanken – ligesom i 2011 er yderst begrænset. Dette skyldes formentligt, at det danske marked er svært at trænge ind på for udenlandske aktører – i særdeleshed fordi det danske realkreditsystem er unikt, at Danmark ikke er et stort marked relativt set, og at de eksisterende realkreditinstitutter i Danmark i høj grad allerede kontrollerer adgangen til de mest relevante distributionskanaler – pengeinstitutterne og ejendomsmæglerne. Det vil derfor kræve en betydelig indsats at komme ind på det danske marked som udenlandsk aktør.
514. Styrelsen vurderer derfor, at heller ikke potentiel konkurrence fra udenlandske aktører, der aktuelt kan disciplinere de nuværende aktører, er sandsynligt i den nærmeste fremtid.

### **5.3.3 Samlet vurdering af konkurrencesituationen**

515. Samlet vurderes det, at de betænkeligheder omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, som lå til grund for vurderingen af fusionen i 2003 – og for vilkåret om afgivelse af tilsagn (5), som var en væsentlig forudsætning for Konkurrencerådets godkendelse af fusionen – fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. Det gælder uanset om prioritetslån inkluderes i det relevante marked eller ej.
516. Nykredits markedsandel vil således - uanset om prioritetslån inkluderes i det relevante marked eller ej - i 2016 være mindst lige så høj som på fusionstidspunktet i 2003 og næsten lige så høj som i 2010. Den aktuelle koncentration – målt ved HHI – er endvidere på et meget højt niveau.
517. Beregnet alene ud fra realkreditlån er Nykredits markedsandel ved lån til ejerboliger og fritidshuse [40-50] pct. ved udgangen af 1. halvår 2016. I 2002 var Nykredits markedsandel 40,2 pct., mens den var 46,1 pct. i 2010. Hvis Nykredits markedsandel opgøres på baggrund af bruttoudlån, er den på [40-50] pct. ved udgangen af 2016 til sammenligning med 41,9 pct. i 2003. Nykredits markedsandel er således steget siden fusionstidspunktet, uanset om opgørelsen sker på baggrund af udlån eller bruttoudlån. HHI kan aktuelt beregnes til 3.216, hvilket er udtryk for et meget koncentreret marked. I 2002 var HHI 3.291, mens den var 3.346 i 2010.
518. Hvis prioritetslån regnes med i det relevante marked kan Nykredits aktuelle markedsandel beregnes til [40-50] pct. I 2010 var Nykredits markedsandel 40,9 pct. Prioritetslån var derimod ikke introduceret af pengeinstitutterne på fusionstidspunktet i 2003. HHI kan aktuelt beregnes til 2.885, hvis prioritetslån inkluderes i det relevante marked, mens HHI i 2010 var 2.958.
519. Selv om der er indikationer på øget produktkonkurrence mellem realkreditlån og prioritetslån, er det samtidig styrelsens vurdering, at omfanget af prioritetslån og lånenes position på markedet på nuværende tidspunkt ikke udgør et væsentligt konkurrencepres på realkreditlån.



Dette skal ses i lyset af i) at prioritetslånene i alt udgør en begrænset andel af det samlede udlån til ejerboliger og fritidshuse, ii) at stigningen i prioritetslån siden vurderingen i 2011 primært er forårsaget af prioritetslån *fundet* via SDO'er fra realkreditinstitutterne (dvs. fælles *fundede* prioritetslån), som dermed også indgår på realkreditinstitutternes balance samt iii) at prioritetslån og realkreditlån adskiller sig fra hinanden på en række karakteristika. Det bemærkes i den forbindelse, at kun 6 pct.<sup>159</sup> af forbrugere med et realkreditlån i henhold til markedsundersøgelsen vil vælge et prioritetslån, hvis de ikke havde deres nuværende lån.

520. Det er endvidere styrelsens vurdering, at der ikke er sket ændringer som medfører, at distributionsforholdene kan siges at have udviklet sig i en mere gunstig retning end, hvad der allerede var påregnet i 2003-afgørelsen. I den forbindelse vurderer styrelsen, at selv om pengeinstitutterne i dag er fri for de juridiske bindinger i samarbejdsaftalen med Totalkredit, som fremgik af Nykredits tilsagnsaftale fra 2003, så er pengeinstitutterne stadig i nogen grad økonomisk bundet til Totalkredit, da de vil miste provisionsindtægter på eksisterende udlån, hvis de skifter til et andet realkreditinstitut.
521. Der er sket ændringer på markedet siden 2011-afgørelsen, idet Jyske Bank – den største distributør af Totalkreditlån – i 2014 brød med Nykredit/Totalkredit og i stedet fusionerede med BRFkredit. Effekten af denne fusion er dog tvetydig, idet fusionen på den ene side har styrket BRFkredit som konkurrent på markedet, men samtidig har medført at distributionsforholdene på markedet er mere fastlåst end i 2011. Det er derfor styrelsens vurdering, at fusionen mellem BRFkredit og Jyske bank ikke har medført ændrede markedsforhold af en sådan karakter, at det opvejer de betænkeligheder som var til stede ved fusionen i 2003. Nykredit har således stadig en høj markedsandel, og koncentrationen er ligeledes stadig meget høj.
522. Samtidig vurderer styrelsen, at der fortsat eksisterer ekspansions- og adgangsbarrierer på markedet, der gør det svært for mindre aktører at ekspandere og nye aktører at træde ind på markedet. Hertil kommer, at markedet fortsat er præget af begrænset købermagt. Der er således ikke tegn på væsentlige ændringer af disse forhold, som kunne gøre Nykredits høje markedsandel og den høje koncentration mindre problematiske.
523. Den faktiske eller potentielle konkurrence i relation til realkreditlån til private er således ikke ændret på en måde, der har været tilstrækkeligt til at fjerne eller kompensere for fusionens skadelige virkninger.

#### *Nykredits høringssvar om fusionens påvirkning af konkurrencen*

524. Nykredit har i virksomhedens høringssvar af 16. juni 2017 anført, at virksomheden er uenig i, at konkurrenceforholdene på markedet er blevet forværret som følge af fusionen. Nykredit angiver i den forbindelse følgende: *"Fusionen var således god – ikke blot for Nykredit og Totalkredit – men for konkurrencen på markedet som helhed, fordi den fusionerede enhed blev i stand til at deltage i konkurrencen med større styrke end henholdsvis Nykredit og Totalkredit havde kunnet på egen hånd."* Nykredit har i forlængelse heraf angivet, at styrelsens 'generelle antagelse' om, at konkurrenceforholdene blev forværret af fusionen, er i direkte modstrid med 2003-afgørelsen, hvor der omtales fusionens synergier mv.

---

<sup>159</sup> Jf. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens Wilke-undersøgelse, medio 2016. Dette tal er i stedet 14,66 pct. af låntagerne med et realkreditlån, hvis der korrigeres for, at 59 pct. af de adspurgte forbrugere ikke ved, hvor de ville placere deres boliglån, hvis de ikke længere kunne have det hos deres nuværende udbyder af realkreditlån.

525. Nykredit har yderligere angivet, at navnlig efter Nykredits indstilling af udlån til private i 2012 findes der intet grundlag for at hævde, at konkurrenceforholdene på markedet er blevet forværret. Nykredit angiver i den forbindelse desuden: *"Fra det tidspunkt skyldes skadelige effekter på konkurrencen opretholdelsen af tilsagn (5), hvorimod de underliggende markedsforhold og udviklingen på markedet ikke var til skade for konkurrencen. Fra 2012 mistedes ikke blot konkurrencepresset mellem Nykredit og Totalkredit, der henvistes til i 2003-afgørelsen, men som følge af tilsagn (5) mistedes ligeledes konkurrencepresset fra Nykredit til markeds øvrige aktører: Realkredit Danmark, Nordea Realkredit og BRF. Samtidig stækkede tilsagn (5) fra 2012 noget af det ekstra konkurrencepres, som Nykredit kunne udøve ved at råde over to brands efter fusionen i 2003."*

*Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens bemærkninger*

526. Styrelsen bemærker hertil, at fusionen i udgangspunktet var skadelig for konkurrencen. Det fremgår af 2003-afgørelsens afsnit 8.4. En vigtig faktor var i den forbindelse ændringen i Nykredits markedsandel fra 19,3 pct. til 41,9 pct. (målt på bruttoudlån) på et oligopolistisk marked. Styrelsen havde således en række betænkeligheder ved fusionen, som nødvendiggjorde afgivelsen af en række tilsagn fra Nykredits side, jf. 2003-afgørelsens afsnit 1.2.3.
527. Fusionen gav dog ligeledes anledning til synergieffekter på markedet, som kunne styrke Nykredits og Totalkredits samlede konkurrencepres på de andre aktører. Synergiene var en forudsætning for, at fusionen kunne godkendes, men var imidlertid ikke i sig selv tilstrækkelig til at opveje de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen. Det var på den baggrund, at Nykredit måtte afgive tilsagn i sagen.
528. Det er styrelsens vurdering, at styrelsen har dokumenteret, at konkurrenceforholdene på markedet er – om end ikke forværret – så uændrede siden 2003, jf. analyserne ovenfor i nærværende afsnit.
529. Styrelsen er ikke enig i Nykredits anbringende om, at eventuelle skadelige effekter på konkurrencen efter 2012, hvor Nykredit Realkredit stoppede nyudlån, skulle være forårsaget af opretholdelsen af tilsagn (5). Det er således styrelsens vurdering, at der også efter 2012 er væsentlige betænkeligheder forbundet med fusionen, og at de kraftige stigninger i bidragene i denne periode bl.a. skal ses i sammenhæng med konkurrencesituationen, herunder at Nykredit har foretaget nyudlån via Totalkredit og har sat bidragene mv. på disse lån markant op. Det er endvidere Nykredit selv, der har valgt at stoppe udlån i Nykredit Realkredit. Se også i forlængelse heraf styrelsens vurdering af konkurrenceeffekten ved, at Nykredit kan anvende to brands i afsnit 5.4.1. Styrelsens undersøgelser viser, at Nykredit-brandets ophør på markedet ikke har nogen nævneværdig negativ effekt på konkurrencen.

*Nykredits høringssvar om konkurrencen på markedet*

530. Nykredit har derudover i høringssvaret af 16. juni 2017 anført, at konkurrencen på det danske marked for realkreditlån er velfungerende, når man sammenligner indtjeningen blandt nordiske udbydere af boliglån, som efter Nykredits vurdering viser en forholdsvis lav indtjening på det danske marked: *"Den velfungerende konkurrence på det danske realkreditmarked illustreres desuden ved at sammenligne med vores nabolande. Svenske banker har fx en væsentligt højere indtjeningsmarginal på deres boliglån i Sverige, end de vil kunne hente ved at drive realkreditforrentning i Danmark."*

*Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens bemærkninger*

531. Styrelsen bemærker, at analysen i sagen viser, at konkurrencen på markedet er begrænset, jf. nærværende afsnit 5.3. Det bemærkes desuden, at der er omfattende forskelle i realkreditmarkedernes vilkår på tværs af lande, og det er således meget vanskeligt at opstille sammenlignelige mål for indtjeningen i Danmark og andre lande. Således påpeger også Ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet, at en sammenligning af renten på boliglån på tværs af landegrænser vanskeliggøres af store forskelle i finansieringen af boliglån.<sup>160</sup>
532. Styrelsen bemærker endvidere, at selv hvis det i øvrigt antages, at konkurrencen måtte være bedre i Danmark end i andre lande, så er dette forhold ikke ensbetydende med, at konkurrencen er velfungerende i Danmark. Dette forhold er således ikke relevant i forhold til vurderingen af, om der er grundlag for at ophæve tilsagn (5), som skal fjerne de negative virkninger på konkurrencen fra fusionen.

#### *Nykredits hørings svar om koncentration og stordriftsfordele*

533. Til styrelsens analyser af konkurrencen har Nykredit i hørings svar af 16. juni 2017 anført, at en vurdering af konkurrencen på markedet for realkreditlån ikke bør tage udgangspunkt i koncentrationen på markedet, når man tager hensyn til de omfattende stordriftsfordele der eksisterer hos realkreditinstitutterne: *"Det er vigtigt at være opmærksom på, at konkurrencen på realkreditmarkedet ikke kun opstår ved, at nye, små aktører træder ind på markedet. De faktiske forhold for boligfinansiering i Danmark viser, at det forholder sig anderledes. [...] Endelig bør det fremhæves, at koncentrationen eller antallet af udbydere i realkreditsektoren ikke i sig selv er et godt mål for, om markedet fungerer effektivt med lave priser for boligejerne. Det skyldes, at der er væsentlige stordriftsfordele på realkreditmarkedet, hvorfor store realkreditinstitutter har lavere enhedsomkostninger og kan tilbyde bedre priser til boligejerne."*

#### *Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens bemærkninger*

534. Styrelsen bemærker, at stordriftsfordele har betydning på markedet for realkreditlån. Samtidig er der imidlertid en række ekspansions- og adgangsbarrierer udover disse naturlige skalafordele, som svækker konkurrencen. Det skyldes bla. reguleringen på området (fx kapitalkrav og tilsynsdiamant), som giver konkurrencemæssige fordele ved at være et stort institut, uden at det nødvendigvis medfører, at effektivitetsfordelene kommer forbrugerne til gavn.
535. Styrelsen vurderer, at stordriftsfordele på markedet i sig selv ikke sikrer en mere velfungerende konkurrence. Styrelsens egen undersøgelse viser på dette punkt, at konkurrencen på markedet for realkreditlån i Danmark ikke er særlig velfungerende, bl.a. som følge af de nævnte adgangs- og ekspansionsbarrierer, jf. afsnit 5.3.1 og 5.3.2. Kombinationen af en høj koncentration på markedet og en svag konkurrence betyder, at der er risiko for, at de naturlige stordriftsfordele ikke i fuldt omfang kommer forbrugerne til gavn.
536. Samlet vurderer styrelsen, at de betænkeligheder, som ligger til grund for vurderingen af fusionen i 2003 fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. De ved fusionen skabte skadelige virkninger består således fortsat, og tilsagn (5) er derfor stadig nødvendig og tjener et reguleringsmæssigt formål.

---

<sup>160</sup> Jf. Rapport fra Ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet 2016, afsnit 2.3, side 12-13.

## 5.4 TILSAGNETS EFFEKT PÅ KONKURRENCEN

537. Det fremgår af det ovenstående afsnit, at de betænkeligheder, som ligger til grund for vurderingen af fusionen i 2003 fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. Markedssituationen har således ikke ændret sig i en sådan grad, at tilsagnet er blevet overflødigt. De ændrede markedsforhold udgør derfor som udgangspunkt ikke en saglig grund for at ophæve tilsagnet.
538. Det skal herefter undersøges, om markedssituationen har ændret sig således, at tilsagnet ikke længere eller kun i mindre omfang imødekommer de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen. Hvis det er tilfældet, vil dette forhold efter omstændighederne konkret kunne udgøre en saglig grund til at ophæve tilsagnet. I dette afsnit foretages derfor en vurdering af tilsagn (5)'s effekt på konkurrencen på markedet.
539. Nykredit varslede i 2011, at virksomheden ville ophøre med at udstede nyudlån i regi af Nykredit Realkredit A/S. Nykredit har i forlængelse heraf anført i hørings svar af 16. juni 2017, at "tilsagn (5) kan i dag ikke længere hævdes at være "nødvendigt", da tilsagn (5) ingen effekt har på de potentielle skadevirkninger af fusionen fra 2003 og dermed ikke opfylder noget reguleringsmæssigt formål". Nykredit har videre anført:
- "Den manglende effekt af tilsagnet skyldes, at Totalkredit, der ikke er omfattet af tilsagn (5), som følge af øgede omkostninger hævdede sine bidragssatser til markedsniveau i 2012. Samtidig anså Nykredit sig for nødsaget til at indstille ny-udlån til private på grund af forretningsområdets manglende lønsomhed. Dermed ophørte den stimulerende af priskonkurrencen, som var formålet med Nykredits prisnedsættelse til Totalkredits niveau ifølge tilsagn (5), og samtidig ophørte den mulige "anker-effekt" af tilsagn (5) for samtlige øvrige realkreditudbydere."*
540. Hertil bemærker styrelsen, at det fremgår af 2011-afgørelsen, at Nykredits fremgangsmåde med at lægge nyudlån over i Totalkredit ikke ville stride mod Nykredits tilsagn. Det fremgår imidlertid endvidere, at det forhold, at tilsagnet potentielt i et vist omfang kunne reduceres af Nykredit, ikke i sig selv kunne medføre, at tilsagnet var uegnet eller uproportionalt.<sup>161</sup>
541. Det er fortsat styrelsens vurdering, at det forhold, at Nykredit via fremgangsmåden med at udstede alle nye lån i regi af Totalkredit nu i større omfang *har* reduceret det oprindelige tilsagn (5)'s virkning, ikke i sig selv kan bevirke, at tilsagnet kan anses for uegnet eller uproportionalt. Tværtimod kan man argumentere for, at virkningen af tilsagnet er mindre, end det som oprindeligt var tiltænkt.
542. Tilsagn (5) regulerer Nykredits fastsættelse af bidragssats over for *alle* Nykredit Realkredits kunder, dvs. eksisterende og potentielle nye kunder. Tilsagn (5) skal tilgodese det reguleringsmæssige formål, som består i en beskyttelse af Nykredits låntagere mod koncentrationsbaserede prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen. Tilsagnet skal lægge et pres på Nykredit til at forny sig og effektivisere – et pres, som konkurrencen ellers skulle have lagt, men som blev mindsket af fusionen, jf. afsnit 5.3.

---

<sup>161</sup> Jf. 2011-afgørelsens punkt 221, hvor det er anført: "Det er naturligvis rigtigt, at hensynet til konkurrencen kunne tale for, at tilsagn (5) burde være mere vidtgående end tilfældet er og således også have omfattet Totalkredit, hvilket ville have forhindret, at det oprindelige tilsagns virkning kan udvandes ved den af Nykredit varslede fremgangsmåde. Men dette kan ikke i sig selv bevirke, at tilsagnet nu kan anses for uegnet eller uproportionalt." Se også 2011-afgørelsens punkt 254.

543. Styrelsen lægger således vægt på, at Nykredit fortsat har en markedsstyrke i dag, som gør, at der er behov for at beskytte Nykredits låntagere mod prisstigninger. Dette behov for beskyttelse gælder også potentielle nye kunder, dvs. nyudlån. Tilsagn (5) har i den forbindelse den konkrete effekt, at Nykredit ikke kan udstede nye lån – hverken nu eller senere – i Nykredit Realkredit til bidragssatser, der overstiger niveauet i tilsagn (5).
544. Hertil kommer, at en ophævelse af tilsagn (5) alene for nyudlån vil føre til, at Nykredit Realkredit A/S straks vil kunne genoptage udstedelsen af nye udlån, men i så fald vil tilsagn (5) ikke længere regulere bidragssatsen for sådanne udlån. Hermed vil Nykredit reelt have fået ophævet tilsagnet for nye udlån, selv om der fortsat er skadelige virkninger af fusionen, der imidlertid så ikke længere modvirkes af et tilsagn fra fusionsparterne.
545. Hensynet til konkurrencen kunne tale for, at tilsagn (5) burde være mere vidtgående end tilfældet er og således også have omfattet Totalkredit. Dette ville have forhindret, at det oprindelige tilsagns virkning kan reduceres ved Nykredits fremgangsmåde. Men dette kan ikke i sig selv bevirke, at tilsagnet nu kan anses for uegnet eller uproportionalt.
546. Der lægges i den forbindelse også vægt på, at Nykredit selv har afgivet tilsagnet for at imødegå de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen. En fuldstændig og ubetinget ophævelse for nyudlån er – som også nævnt i 2011-afgørelsen – efter styrelsens vurdering ikke en proportional løsning, der i tilstrækkelig grad tilgodeser det reguleringsmæssige formål, som stadig er til stede i kraft af, at de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig er til stede.
547. Herudover bemærker styrelsen, at det ikke fremgår af tilsagn (5), at Nykredit er tvunget til at ophøre med at udstede nye realkreditlån i Nykredit Realkredit. Det fremgår heller ikke af tilsagn (5), at Nykredit ikke kan have differentierede bidragssatser for lån i Totalkredit og Nykredit Realkredit. Det er således Nykredits eget valg, at Nykredit Realkredit som brand ikke længere udsteder nye lån. Som i 2011-afgørelsen<sup>162</sup> er det styrelsens vurdering, at beslutningen er Nykredits egen, og at det ikke er en beslutning, som Nykredit har været tvunget til at foretage som følge af tilsagn (5). At det aktuelt – set fra Nykredits synspunkt – ikke er hensigtsmæssigt at udstede nyudlån i Nykredit Realkredit, kan desuden ikke ses uafhængigt af de stigninger i bidragene som Nykredit siden 2011 har gennemført for udlån fra Totalkredit. Disse prisstigninger har således medvirket til at løfte markedspriserne til et niveau, der ligger højere end de tilsagn, som Nykredit har afgivet.
548. I relation til de kunder, som i dag har et lån i Nykredit Realkredit, og som derfor er omfattet af tilsagn (5), har Nykredit anført, at der ikke er noget konkurrenceretligt relevant reguleringshensyn. Nykredit angiver således følgende i høringsvar af 16. juni 2017:

*”Det er ikke korrekt, at priserne, såfremt Tilsagn 5 blev ophævet, ville stige mere end, hvad der kan begrundes med Nykredits omkostninger. Det er heller ikke korrekt, at der skulle bestå noget konkurrenceretligt relevant reguleringshensyn i forhold til Nykredits låntagere, som det anføres. Hvis styrelsen finder, at der – som følge af ”mangelende konkurrence i markedet som følge af fusionen” - fandtes et behov for at beskytte imod prisstigninger, ville det være markedet som helhed og ikke Nykredits låntagere isoleret, der skulle beskyttes.”*

---

<sup>162</sup> Jf. 2011-afgørelsens punkt 226.

549. Nykredit angiver, at der ville kunne eksistere et behov for at beskytte låntagerne i Nykredit Realkredit, hvis der var tale om *"misbrug af en mulig dominerende stilling i form af 'urimeligt høje priser" – hvad der som bekendt ikke er relevant"*. Ifølge Nykredit er det bortset fra sådan en situation konkurrencen, der skal beskyttes – markedet som helhed – og det hensyn varetages ifølge Nykredit ikke længere fra det tidspunkt, hvor det stod klart, at Totalkredit ikke er omfattet af tilsagnet.
550. Nykredit angiver yderligere, at der kan være et hensyn – dog ikke af konkurrenceretlig karakter – at tage til låntagerne i Nykredit Realkredit om at *"sikre en glidende overgang til markedskonforme bidragssatser, men dette kan til fulde tilgodeses gennem en gradvis udfasning af tilsagn (5), og det kan ikke begrunde en opretholdelse af tilsagnet"*.
551. Hertil skal indledningsvist bemærkes, at tilsagn (5) sammen med de øvrige tilsagn udgør en restriktion på Nykredits muligheder for at prissætte og i øvrigt handle kommercielt. Formålet med restriktionen er at udbedre virkningerne af den forringelse af konkurrencen, som fusionen giver anledning til.
552. Det er styrelsens vurdering, at hensynet til kunderne i Nykredit Realkredit er et konkurrenceretligt hensyn. Det reguleringsmæssige formål med tilsagnet er således bl.a. at beskytte låntagerne mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen. En situation, der netop skyldes Nykredits markedsandel og markedsstyrke, som følge af fusionen. Fusionen mellem Nykredit og Totalkredit skabte således et behov for at beskytte låntagerne.
553. Nykredits markedsposition er – som anført i afsnit 5.3.1.2-5.3.1.3 – ikke aftaget siden fusions-tidspunktet. Der er således i udgangspunktet stadig samme hensyn at tage til låntagerne i Nykredit Realkredit, dvs. både til Nykredits nuværende kunder og til potentielle nye låntagere.
554. Styrelsen bemærker yderligere til Nykredits indvending om, at det *"ville det være markedet som helhed og ikke Nykredits låntagere isoleret, der skulle beskyttes"*, at styrelsen – i sagens natur – kun kan have accepteret fusionstilsagn relateret til Nykredits, og derimod ikke andre aktørers, adfærd. Det skyldes, at Nykredit opnåede en øget markedsmagt ved fusionen, hvorfor det også primært vil være Nykredits kunder, som har skullet beskyttes mod prisstigninger.
555. Det forhold, at mængden af kunder i Nykredit Realkredit er faldet over årene som følge af Nykredits udstedelse af nye lån via Totalkredit, gør heller ikke, at hensynet til låntagerne ikke er til stede i dag. Nykredits fremgangsmåde bidrager ganske vist til, at virkningen af tilsagnet er mindre end oprindeligt tiltænkt (omfatter færre kunder), men det gør ikke, at hensynet til de resterende kunder er mindre relevant på nuværende tidspunkt.
556. Det er yderligere styrelsens vurdering, at hensynet ikke til fulde kan tilgodeses gennem en 'gradvis udfasning' af tilsagn (5), som i denne sammenhæng forstås som en 'glidende overgang til markedskonforme bidragssatser' efter Nykredits terminologi. Hensynet til kunderne, som tilsagn (5) tilgodeser, vil således ikke blive tilstrækkeligt varetaget, såfremt tilsagnet blev 'udfaset' på et tidspunkt, hvor betænkelighederne ved fusionen stadig er til stede og forventes at være til stede, jf. afsnit 5.3.
557. Samlet er det fortsat styrelsens vurdering, at tilsagnet ikke er uegnet eller uproportionalt – men dog har en mindre virkning end forventet, da Nykredit afgav tilsagnet i 2003.
558. Det er samtidig styrelsens vurdering, at hvis tilsagn (5) som påstået af Nykredit måtte have en decideret *negativ* indvirkning på konkurrencen generelt, kan det efter omstændighederne udgøre en saglig grund for at ophæve tilsagnet, selv om de konkurrencemæssige betænke-

ligheder ved fusionen mellem Nykredit og Totalkredit stadig består. Styrelsen vil derfor i det følgende foretage en vurdering af de forhold, som Nykredit og CE har anført.

#### **5.4.1 Mulig konkurrenceeffekt ved at Nykredit kan anvende to brands**

559. Nykredit har med bistand fra CE fremlagt beregninger og derigennem argumenteret for, at tilsagn (5) decideret har en negativ indvirkning på den generelle konkurrence – det vil sige for den del af markedet og kunderne, som ikke er omfattet af tilsagnet – idet tilsagnet – ifølge Nykredit – siden 2012 har afholdt instituttet fra at udstede nye lån i navnet/brandet Nykredit Realkredit, jf. afsnit 3.12.1.2.2 ovenfor.
560. Nykredit anfører sammenfattende, at såfremt tilsagnet ophæves, vil Nykredit dermed igen få mulighed for at udstede lån i Nykredit Realkredit som supplement til Totalkredit. Ifølge Nykredit vil de to brands og det deraf følgende større udbud af mulige lån for kunderne lægge et større pres på de øvrige aktører på markedet end Totalkredit gør i dag. CE har beregnet, at Nykredits priser i så fald vil stige, mens de øvrige aktørers priser vil falde som følge af de øgede pres fra de to brands i Nykredit-koncernen, således at den samlede effekt vil være marginalt faldende priser, jf. punkt 282 ovenfor.
561. For så vidt angår Nykredit Realkredits fravær på markedet som brand bemærker styrelsen *for det første*, at Nykredit Realkredits eventuelle genindtræden på markedet som brand *ikke* giver en ekstra aktør i konkurrencen. Der er fortsat kun en aktør, og der vil alene være tale om, at Nykredit som en eksisterende aktør genindfører et tidligere anvendt brand for eventuelle nye kunder. I konkurrencen – og i vurderingen af fusionen i 2003 – har Nykredit Realkredit og Totalkredit hele tiden skullet betragtes som én aktør.
562. I konkurrenceretlig forstand vil konkurrencemyndigheder betragte fusionsparterne som én aktør efter fusionen. Alene af den grund bør man efter styrelsens vurdering være tilbageholden med at lægge særlig stor vægt på en påstået øget konkurrence, som følge af et ekstra brand hos en allerede eksisterende aktør.
563. Nykredit har over for styrelsen oplyst, at der endnu ikke er taget stilling til, hvordan et Nykredit Realkredit-produkt vil blive distribueret. Nykredit har dog tilføjet, at Nykredit-lån tidligere blev distribueret igennem Nykredits egne centre, det centrale rådgivningscenter Nykredit Direkte og de samarbejdende ejendomsrådgiverkæder, Nybolig og Estate.
564. I forlængelse heraf bemærker styrelsen *for det andet*, at de af Nykredit nævnte mulige distributionskanaler i dag synes at være formidlere af Totalkredit-produkter. Det kan derfor anføres, at det i højere grad vil være sandsynligt, at efterspørgslen efter Nykredit Realkredit-produktet tages fra Totalkredit-produktet snarere end fra Nykredits konkurrenter. Det vurderes derfor umiddelbart, at en eventuel ophævelse af tilsagnet ikke nødvendigvis vil give anledning til, at Nykredit Realkredit kommer til at erhverve nye kunder, der ikke ellers ville have været Totalkredit-kunder, jf. også punkt 604-611 nedenfor.
565. Efter styrelsens vurdering er det af de nævnte grunde tvivlsomt, om en ophævelse af tilsagnet – og en deraf følgende genintroduktion af Nykredit Realkredit som brand – vil have den effekt, som Nykredit og CE har anført, herunder højere priser på Nykredits produkter.
566. Selv om man efter styrelsens vurdering i udgangspunkt bør være tilbageholden med at lægge vægt på effekten af et ekstra brand hos en eksisterende aktør, vil styrelsen ikke desto mindre undersøge i det følgende, om forudsætningerne for en potentiel effekt ved Nykredits to brands vil kunne holde.

567. Til analysen har CE anvendt den samme model, som Konkurrencestyrelsen udviklede under fusionen mellem Nykredit og Totalkredit i 2003. Modellen blev beskrevet i appendiks 2 til 2003-afgørelsen. Formålet med modellen var dengang at undersøge den mulige priseffekt ved fusionen. Konkurrencestyrelsens beregninger viste, jf. også punkt 115, at det mindskede konkurrencepres som følge af fusionen over nogle år ville kunne føre til, at priserne for et realkreditlån efter fusionen ville kunne stige med 4-7 pct.<sup>163</sup>
568. Resultatet af beregningerne er beskrevet i afsnit 3.12.1.2.2 ovenfor.
569. Modellen, der anvendes i beregningerne, er en såkaldt Bertrand-model med differentierede goder. CE modellerer dog ikke eksplicit graden af differentiering mellem Totalkredit og det eventuelle nye brand i form af Nykredit Realkredit. I beregningerne antages det uden videre, at Nykredit Realkredit med et nyt brand vil "vinde" efterspørgsel fra de andre aktører på markedet. Det antages således beregningsteknisk, at nyudlån under Nykredit-brandet har en sådan effekt. CE's beregninger er således ikke funderet i noget empirisk.
570. Modellens antagelse om, at Nykredit Realkredit/Totalkredit oplever et positivt efterspørgselsstød, er baseret på en forudsætning om, at Nykredit Realkredit-produktet er tilstrækkeligt differentieret fra Totalkredit-produktet. Nykredit har oplyst, at der endnu ikke er taget stilling til, hvordan de to brands i givet fald vil differentiere sig fra hinanden, ligesom der ikke er taget stilling til, hvordan et eventuelt Nykredit Realkredit-produkt vil blive distribueret.<sup>164</sup> I de følgende afsnit vil styrelsen derfor på det foreliggende grundlag foretage en vurdering af, i hvilken grad et Nykredit Realkredit brand vil kunne differentiere sig fra Totalkredit, og den betydning det vil kunne have for forbrugernes valg af låneudbyder.

#### **5.4.1.1 Forskel på Nykredits og Totalkredits brands**

571. I praksis kan en differentiering enten skyldes en faktisk – objektiv – forskel mellem udbud af Nykredit Realkredit- eller Totalkredit-produkter, herunder forskellige priser. En differentiering kan endvidere skyldes forbrugernes oplevede – emotionelle – forskel mellem Nykredit Realkredit- og Totalkredit-produkter, herunder forskelle i brands. Først vurderes den objektive forskel mellem Nykredit Realkredit og Totalkredit – dvs. produktudbud – og dernæst vurderes den mere emotionelle forskel – hvor der ses på dels forbrugernes vurdering af de to brands – ud fra de foreliggende oplysninger – og dels institutternes markedsføring.

#### **Objektive forskelle**

##### *Produktudbud*

572. Generelt vil virksomheder kunne differentiere sig fra hinanden på en række forskellige punkter. Det kan være pris, kvalitet, produktudvalg, service og/eller innovation.
573. For så vidt angår priser havde Nykredit en parallel prispolitik i Nykredit Realkredit og Totalkredit fra fusionens gennemførelse og frem til, at nyudlån i Nykredit Realkredit blev stoppet i 2012. Hvis en prisdifferentiering skal have nogen effekt i markedet i dag, så vil det kræve, at nye lån i Nykredit Realkredit har andre priser end tilsvarende lån i Totalkredit. Det-

<sup>163</sup> Jf. 2003-afgørelsen, side 19, sidste afsnit, hvor der henvises til appendiks 2. Beregningerne viste, at fusionen ville 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 Nykredit og Totalkredit alene blev prisstigningen beregnet til ca. 12 pct. for ejerskiftelån og ca. 7 pct. for tillægslån.

<sup>164</sup> Jf. Nykredits besvarelse af spørgsmål fra KFST, indsendt den 15. marts 2017.



te vil dog gå imod modelberegningerne foretaget af CE, hvor der netop antages ens priser for Nykredit Realkredit og Totalkredit.

574. Nykredit har over for styrelsen oplyst, at instituttet endnu ikke har taget stilling til, hvordan et Nykredit Realkredit-produkt vil kunne differentiere sig fra Totalkredit-produkterne.<sup>165</sup>
575. Hvis Nykredit vælger at have *højere* priser for Nykredit Realkredit end for Totalkredit kan det fx være ud fra et ønske om, at Nykredit Realkredit-produktet skal være en form for "high end"/luksus-produkt forbundet med øget prestige. Højere priser risikerer dog at få en negativ indvirkning på værdien af Nykredit image, hvis prisforøgelsen alene søges begrundet i image.
576. Styrelsen vurderer endvidere, at hvis Nykredit sætter *lavere* priser for Nykredit Realkredit end for Totalkredit, risikerer Nykredit omvendt, at pengeinstitutterne i Totalkreditsamarbejdet bliver utilfredse, da de over for deres kunder i sidste end vil skulle retfærdiggøre Totalkredits højere priser. Nykredits mulighed for at foretage denne prisdifferentiering vil således afhænge af Nykredits forhandlingsposition over for Totalkredit-pengeinstitutterne.
577. Kvaliteten på Nykredit og Totalkredits produkter vurderes umiddelbart at være den samme. Begge typer lån vil blive finansieret med Nykredit Realkredit-obligationer. Hensigten var netop, at de to brands efter fusionen skulle have fælles finansiering.<sup>166</sup> Styrelsen har ikke modtaget oplysninger om, at Nykredit vil begynde at udstede Totalkredit-obligationer igen.
578. På tidspunktet for fusionen i 2003 havde Totalkredit et mere sparsomt produktudvalg end de øvrige realkreditinstitutter.<sup>167</sup> Dette blev dog ændret efter Nykredits overtagelse, hvorefter produktudvalget blev det samme. I dag har alle realkreditinstitutterne umiddelbart de samme typer af produkter<sup>168</sup> – det gælder også Nykredit og Totalkredit. Institutterne prøver måske at differentiere sig fra hinanden ved at kalde produkterne noget forskelligt, og Jyske Bank har det seneste år indført en række fælles *fundede* prioritetslån, som er anderledes end de lån, som de øvrige realkreditinstitutter tilbyder. Overordnet er produktudvalget dog mere eller mindre det samme.
579. Det var Realkredit Danmark, som introducerede rentetilpasningslånet (flexlånet) på det danske marked. Nykredit vurderes ikke umiddelbart at have haft en særlig rolle som innovator, om end det var Nykredit, der indførte den såkaldte to-lags belåning i 2012. Dette produkt havde dog en kort levetid. Det ses normalt, at hvis et realkreditinstitut introducerer nye produkter, går der kun kort tid før de andre institutter kopierer produktet.<sup>169</sup> Det gjorde sig gældende på fusionstidspunktet i 2003 og det vurderes at gøre sig tilsvarende gældende i dag – vel at mærke hvis produktet er konkurrencedygtigt.
580. Det vurderes umiddelbart at kunne være vanskeligt for Nykredit at differentiere produkterne i Nykredit Realkredit fra Totalkredit-produkter uden at risikere, at Totalkredit-pengeinstitutterne vil kræve compensation. Som nævnt var en af fordelene for Totalkredit-

---

<sup>165</sup> Jf. Nykredits besvarelse af spørgsmål fra KFST, indsendt den 15. marts 2017.

<sup>166</sup> Jf. 2003-afgørelsens afsnit 9.1.

<sup>167</sup> Jf. fx 2003-afgørelsen, side 79.

<sup>168</sup> Fx i) obligationslån med fast rente i lånets løbetid, ii) F1-F10 lån, som er rentetilpasningslån med forskellige perioder for hvornår refinansieringen foretages, iii) F Kort (eller Flex Kort), hvor renten varierer og justeres med relativt korte intervaller i forhold til en referencerente (fx Cita-renten), iv) lån med renteloft i en given periode. De forskellige lån kan være med eller uden afdrag i op til 10 år.

<sup>169</sup> Se fx 2003-afgørelsen, side 119.

pengeinstitutterne ved at sælge Totalkredit til Nykredit, at produktbuddet i Totalkredit kom op på niveau med de øvrige realkreditinstitutter.

581. For så vidt angår service står realkreditinstitutterne i den situation, at det primært er pengeinstitutterne, der servicerer kunderne, jf. også punkt 600-603 nedenfor om pengeinstitutterne som distributionskanal. Den service som realkreditinstitutterne tilbyder, kommer således mest de distribuerende pengeinstitutter til gode. Hvis Nykredit Bank får bedre service end de andre Totalkredit-pengeinstitutter, vil den ikke adskille sig fra den fordel, som Nykredit allerede i dag vil kunne tilbyde sin egen koncernforbundne bank.
582. Samlet vurderes det, at Nykredit i praksis vil have begrænsede muligheder for at differentiere i produktbuddet. Det skyldes blandt andet, at noget af hensigten med fusionen var en fælles finansiering for de to brands.

### Emotionelle forskelle

#### *Brand-værdi*

583. Analyseinstituttet Voxmeter har i 2015/2016 foretaget målinger af, hvad respondenter betragter som deres foretrukne realkreditinstitut, jf. tabel 5.4.1. Undersøgelsen siger noget om de forskellige institutters popularitet, om end det også bør nævnes, at der i undersøgelsen har været en stor gruppe respondenter, som svarede "ved ikke/husker ikke".

**Tabel 5.4.1: Foretrukne realkreditinstitut**

Pct.	2. kvartal 2015	3. kvartal 2015	4. kvartal 2015	1. kvartal 2016	2. kvartal 2016
Nykredit	12,3	10,2	11,2	9,4	7,6
Totalkredit	16,0	14,9	15,1	10,9	6,6
Realkredit Danmark	17,8	15,2	15,0	16,6	18,2
Nordea Kredit	13,4	10,6	11,3	12,9	12,5
BRFKredit	5,7	6,7	6,3	11,3	10,3
Andet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Har ingen realkredit	0,0	0,0	0,0	0,0	8,1
Ved ikke/ husker ikke	34,8	42,4	41,1	38,9	36,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Kilde:** Artikel i finans.dk: <http://finans.dk/protected/finans/finans/ECE8689334/av-totalkredit-er-danmarks-mindst-attractive-realkreditinstitut/?ctxref=ext>

584. Frem til og med 1. kvartal 2016 har Nykredit været mindre foretrukket end Totalkredit. I 2. kvartal byttede institutterne plads, hvilket givetvis skyldtes den negative omtale, som Totalkredit oplevede i forbindelse med prisstigningerne udmeldt i februar 2016. Den negative omtale vedrørte hele koncernen, og andelen af kunder med Nykredit som foretrukket realkreditinstitut faldt også ret markant, jf. tabellen.
585. Per 2. kvartal 2016 lå Nykredit og Totalkredit som de institutter med lavest popularitet. Den forholdsvis parallelle udvikling i popularitet peger i retning af, at samme bagvedliggende forhold har haft betydning, og at der i markedet er forståelse af, at Nykredit og Totalkredit er

samme koncern. Så længe udlånene fra henholdsvis Totalkredit og Nykredit har nogenlunde ens karakteritika er det svært at se, at Nykredits samlede position på markedet skulle ændres væsentligt ved igen at foretage nyudlån via Nykredit Realkredit, sådan som det var tilfældet før 2012. Det antages i CE's model, at bidragssatserne også bliver sat op i Nykredit Realkredit, hvis tilsagn (5) ophæves. En sådan prisstigning vil umiddelbart kunne smitte negativt af på Nykredits brand.

#### *Markedsføring*

586. Markedsføringen siger noget om det image, som virksomheden gerne vil skabe omkring sig selv. Som nævnt har Nykredit siden 2012 valgt ikke at markedsføre realkreditlån i Nykredit Realkredit, da udstedelsen fra det tidspunkt alene er foregået i Totalkredit.
587. Vurderingen af markedsføring baserer sig på det, som umiddelbart kan konstateres på institutternes hjemmesider og via andre medier såsom Facebook og TV-reklamer.
588. Nykredit har på baggrund af en undersøgelse fra perioden 2005-2011 anført, at "*... Nykredits brandposition har adskilt sig fra Totalkredits. Nykredit bliver som brand opfattet som mere seriøst, professionelt mv., mens Totalkredit bliver opfattet som mere afslappet og ligetil*".<sup>170</sup>
589. På det foreliggende grundlag vurderer styrelsen, at der kan siges at være forskel på Nykredits og Totalkredits markedsføring for så vidt angår image. Totalkredit har haft en klar orientering mod landsbysamfundet og det nære lokale miljø – hvilket formentlig svarer til det image som Totalkredit-pengeinstitutterne gerne vil have.
590. Nykredits markedsføring har ikke samme fokus på det lokale miljø, men fremstår i stedet at fokusere mere bredt på Nykredit som boligbank. I den forbindelse er det dog vigtigt at pointere, at Nykredit i markedsføringen netop synes at fokusere på Nykredit som en bank. Det vurderes ikke umiddelbart, at Nykredit – hverken før eller efter at låneudstedelsen blev lagt over i Totalkredit – har markedsført sig særskilt som realkreditinstitut. Der ses heller ikke at være tegn på, at Nykredits markedsføring er målrettet et helt andet kundesegment end de øvrige realkreditinstitutter – det er sammenfattende budskaber om familien og tryghed, som synes at være i centrum.

#### **5.4.1.2 Betydning af image/branding ved forbrugernes erhvervelse af realkreditlån**

591. Som det fremgår af foregående afsnit, vil differentieringen mellem Nykredit og Totalkredit bestå i forskelle i image. For at branding skal have effekt på konkurrencen, skal den dog også have betydning for kundens valg af låneudbydere. I dette afsnit ser styrelsen derfor på, om forskelle i image/branding kan tænkes at have en effekt på kundernes valg af låneudbydere. Her lægges der vægt på de elementer, som kunder lægger vægt på ved valg af boliglån, samt på den måde, som realkreditlånene bliver distribueret på.

#### *Hvad lægger forbrugerne vægt på?*

592. Analyseinstituttet Wilke har på opdrag fra Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen gennemført en forbrugerundersøgelse i 2016, som belyser forbrugeres valg af udbydere af boliglån.

---

<sup>170</sup> Jf. Nykredits besvarelse af spørgsmål fra KFST, indsendt den 15. marts 2017.

593. Der blev i forbrugerundersøgelsen ikke spurgt til, om udbydernes image havde betydning for forbrugernes valg. Det kan overvejes, om der er nogle af de mest anvendte svarkategorier, der kan vurderes at være en indikation på, om kunderne vægter image højt ved valg af udbyder.
594. De vigtigste grunde til valg af boliglånsudbyder er ifølge forbrugerundersøgelsen: "anbefaling fra min bankrådgiver", "kunne få lånet hurtigt på plads", "tilbød lavere rente på boliglånet", "tilbød lån, som passede bedre til mine ønsker", "samling af mine bankforretninger ét sted" og "tilbød samlet set et billigere lån". Ingen af disse svarkategorier handler umiddelbart om image, idet det dog omvendt ikke kan udelukkes, at de forskellige institutters image i varierende omfang kan være forbundet med nogle af de forhold, som nævnes i svarkategorierne. Den kategori, der mest direkte indeholder et element af image, er "anbefaling fra venner/familie", og det er en af de mindst valgte.
595. Prissammenligningshjemmesiden Mybanker har i flere år gennemført undersøgelser blandt brugere af hjemmesiden om brugernes vurdering af de forskellige banker på forskellige parametre, samt om hvilke forhold brugerne lægger vægt på ved valg af bank. Den seneste undersøgelse er fra 2016 og viser, at "bankens image/omdømme" er den ottende vigtigste parameter for de adspurgte.<sup>171</sup> Mellem fem og ti procent af de adspurgte vægter image/omdømme ved valg af bank. Mybankers undersøgelse handler om banker generelt og dermed ikke specifikt om realkreditinstitutter. Der vurderes dog, at undersøgelsen også har relevans ift. realkredit, som er koncerforbundne med forskellige banker. Dog er det formentligt rimeligt at forvente, at spørgsmålet om brand er vigtigere for det pengeinstitut der formidler det samlede boliglån end for realkreditleverandøren. En af årsagerne hertil er blandt andet, at størstedelen af de private kunder optager et realkreditlån gennem et pengeinstitut, og de har dermed ikke nogen eksplicit kontakt til det realkreditinstitut, de stifter et realkreditlån i.
596. Det vil kunne anføres, at brugerne af Mybankers hjemmeside givetvis hører til blandt de mere prisbevidste bankkunder, og at undersøgelsen derfor ikke er fuldstændig repræsentativ for bankkunder generelt. Alligevel tyder Mybankers undersøgelse på, at styrelsens forbrugerundersøgelse foretaget af Wilke ikke ville have givet et meget anderledes resultat, hvis der også var blevet spurgt ind til image.
597. Ud fra resultaterne af styrelsens forbrugerundersøgelse synes det for forbrugerne delvist at handle om hastighed i långivningen, at lånet passer til ens ønsker (dvs. service og produktudbud) og prisen på lånet.
598. Allermest synes det dog at være kundernes valg af pengeinstitut, der har størst indflydelse på hvilket realkreditinstitut, som et realkreditlån optages i. Således svarede ca. 37 pct. af respondenterne, at det var anbefalingen fra deres bankrådgiver, der var blandt de vigtigste grunde til valg af udbyder af boliglån. 37 pct. angav "samling af mine bankforretninger ét sted" som en af de vigtigste grunde.

---

<sup>171</sup> Jf. <https://www.mybanker.dk/artikler/mybankers-bankundersoegelse-2016-tjek-hvordan-din-bank-har-klaret-sig>. Mybankers analyse er baseret på 1.405 besvarelser, som er blevet indsamlet gennem hjemmesiden, Facebook og blandt abonnenter af Mybankers nyhedsbrev.

599. Ifølge Mybankers undersøgelse er de vigtigste parametre ved valg af bank i) konkurrencedygtige priser/produkter, ii) god/overskudelig netbank og iii) kemi med rådgiver. Disse tre parametre blev valgt af mellem ca. 40 og godt 65 pct. af de adspurgte.<sup>172</sup>

*Pengeinstitutterne som distributionskanal*

600. Pengeinstitutterne vurderes, at være den klart vigtigste distributionskanal for realkreditinstitutterne. De fleste realkreditlån optages gennem et pengeinstitut, som ofte også vil skulle stå for den finansiering af boligen, som ligger ud over realkreditens lånegrænser (80 pct. af ejendommens værdi på ejerboliger og 75 pct. for fritidshuse).
601. Dernæst samarbejder næsten alle pengeinstitutter kun med ét realkreditinstitut – alle realkreditinstitutter undtagen Totalkredit er koncernforbundet med den samarbejdende bank. Realkreditinstitutterne har til Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen oplyst, hvor stor en andel af deres kunder, der også er kunde i den koncernforbundne eller formidlende bank. Når der vægtes med institutternes samlede udlån til private, er det i gennemsnit 85 pct. af de danske realkreditkunder, der har bank i samme koncern eller samarbejde.<sup>173</sup>
602. Laveste antal realkreditkunder i samme koncern har dog Nykredit Realkredit/Nykredit Bank. Tilsagn (5) kan have bidraget hertil. Kunderne i Nykredit Bank med realkreditlån i Nykredit Realkredit har via tilsagnet haft en lavere bidragsats end kunder i andre institutter, så der har været et incitament for disse kunder til at beholde et realkreditlån i Nykredit, selv om de eventuelt har skiftet pengeinstitut.
603. Sammenlagt vurderes det at være relationen til pengeinstituttet, som har afgørende indflydelse på valg af realkreditinstitut og i mindre grad realkreditinstitutets navn. Det kan således godt være, at bankens image betyder noget for kunderne, men der er ikke noget, som tyder på, at det har indflydelse på hvilket realkreditinstitut, der vælges.

*Nykredit Bank som distributør*

604. Det er relevant at se på den forventede styrke, som et eventuelt Nykredit Realkredit-produkt vil kunne distribueres med. Det vil have betydning for, hvor bredt Nykredit-brandet vil komme ud med henblik på at påvirke kunderne.
605. Hvis Nykredit igen begynder at foretage nyudlån fra Nykredit Realkredit vil Nykredit i princippet kunne formidle disse lån hvor som helst – det vil sige med de salgskanaler, som ønsker at indgå aftale om salg af Nykredit Realkredit-lån.
606. På forespørgsel har Nykredit anført, at der ikke er taget stilling til, hvordan et Nykredit Realkredit-produkt vil blive distribueret. Derudover har Nykredit tilføjet: "*Historisk, før Nykredit stoppede med at formidle Nykredit-lån til privatkunder, foregik distributionen af Nykredit-lån igennem Nykredits egne centre rundt om i landet, det centrale rådgivningscenter Nykredit Direkte, og de samarbejdende mæglerkæder (Nybolig og Estate).*"<sup>174</sup>
607. Hertil bemærker styrelsen, at de af Nykredit nævnte mulige distributionskanaler i dag synes at være formidlere af Totalkredit-produkter. På den baggrund kan det anføres, at det i højere grad vil være sandsynligt, at efterspørgslen efter Nykredit Realkredit-produktet tages fra

---

<sup>172</sup> Næstefter disse tre parametre kommer: iv) gennemskuelige produkter, v) bankens økonomi, vi) adgang til rådgivningsspecialister og vii) filial i lokalområde. Disse parametre er valgt af mellem knap 20 og godt 35 pct. af de adspurgte.

<sup>173</sup> Jf. realkreditanalysen, afsnit 1.5.

<sup>174</sup> Jf. Nykredits besvarelse af spørgsmål fra KFST, indsendt den 15. marts 2017.

Totalkredit-produktet snarere end fra Nykredits konkurrenter. En af forudsætningen i ovennævnte model var, at Nykredit-koncernen tager efterspørgsel fra konkurrenterne.

608. Det er styrelsens vurdering, at det primært vil være Nykredit Bank, som kommer til at stå for salget af Nykredit Realkredit-produkter. Det skyldes, at de mindre banker allerede samarbejder med Totalkredit, og at de øvrige store banker (Danske Bank, Nordea, Jyske Bank) allerede ejer deres eget realkreditinstitut. For Nykredit Bank vil ændringen alene bestå i, at de boliglån der formidles, for realkreditinstitutets vedkommende, kan være et Nykreditlån og ikke kun et Totalkreditlån. Finansieringen vil som i dag være i form af Nykreditobligationer.
609. Selv om Nykredit Bank er et af de større pengeinstitutter i Danmark med landsdækkende tilstedeværelse, har banken stadig en relativt begrænset markedsandel på detailbankmarkedet. Distributionskraften for Nykredit Realkredit vil derfor være relativt begrænset, og alle de øvrige realkreditinstitutter vil have en mere effektiv distribution. I den forbindelse taler det ikke til Nykredits fordel, at kunderne kun i mindre grad indhenter tilbud fra flere aktører, når de skal have boligfinansiering. Det er ca. 15 pct., som angiver, at de indhentede tilbud fra flere udbydere af boliglån i forbindelse med, at de optog det nuværende boliglån.
610. Der er for så vidt ikke noget til hinder for, at Nykredit tilbyder Nykredit Realkredit-brandet til alle Totalkredit-pengeinstitutterne som et supplement til Totalkredit. Det er dog samtidig næppe sandsynligt, at pengeinstitutterne vil markedsføre Nykredit Realkredit-lån med særlig stor omhu, da Nykredit alt andet lige er en konkurrent for så vidt angår bankmarkedet. Det er Totalkredit ikke.
611. Til dette forhold hører også spørgsmålet, om Nykredit – enten banken eller realkreditinstituttet – på nogen måde oplever svækket performance ved, at der ikke er mulighed for at bruge Nykredit Realkredit som brand. Det er der ikke noget, som umiddelbart tyder på. Nykredit-koncernen har således stadig en meget høj markedsandel på realkreditmarkedet, og det fald, som man har set i markedsandel, skyldes efter alt at dømme at Jyske Bank er gået med BRFKredit. Heller ikke på bankforretningen ser Nykredit ud til at være særligt påvirket af manglende realkreditinstitut-brand.<sup>175</sup>

#### **5.4.1.3 Konklusion**

612. Nykredit Realkredit og Totalkredit tilhører samme koncern, og har mulighed for at udbyde lån både under Totalkredit- og Nykreditbrandet. Når Nykredit har valgt at ophøre med nyudlån fra Nykredit Realkredit som følge af stigende bidrag i markedet, kan det ikke ses uafhængigt af bidragsstigningerne på Totalkreditudlån. Baseret på markeds karakteristika og markedsadfærd er det vurderingen, at der for koncernen vil være begrænsede muligheder for at differentiere produktudbuddet i Nykredit og Totalkredit, herunder hvis tilsagnet ophæves. Med hensyn til den såkaldt emotionelle forskel vurderes de to brands at differentiere sig fra hinanden – selv om brand-værdierne er på omtrent samme niveau, jf. Voxmeter-undersøgelsen nævnt i tabel 5.4.1.
613. Baseret på forbrugernes faktiske låneadfærd vurderer styrelsen dog, at forskellen på de to brands med hensyn til image ikke vil spille nogen særlig stor betydning for forbrugernes erhvervelse af realkreditlån.

---

<sup>175</sup> Jf. årsrapporter for Nykredit-koncernen.

614. I den vurdering lægger styrelsen vægt på, at Nykredits produktudbud og brand-værdi ikke i afgørende grad adskiller sig fra Totalkredit og de øvrige realkreditinstitutter. Dernæst lægges der vægt på pengeinstitutternes rolle som salgskanal – hvilket også understreges af Nykredits egen markedsføring af Nykredit som en bank både før og efter 2012. Pengeinstitutterne vurderes således at betyde mere for kundernes valg end realkreditinstitutterne i sig selv. Pengeinstitutternes store betydning som distributionskanal var også en hovedårsag til, at Nykredit købte Totalkredit i 2003. Nykredits styrke på detailbankmarkedet er så begrænset, at det vurderes at have mindre betydning, at Nykredit som bank vil kunne sælge realkreditlån fra Nykredit Realkredit i stedet for Totalkredit, og det vil næppe have væsentlig betydning i forhold til opfattelsen af disse låns brands, idet de opfattes som Nykredit-lån.
615. Nykredit har i høringssvar af 16. juni 2017 anført, at styrelsen i sin vurdering overser, at realkreditlånet er et vigtigt vindue til at skifte bank/institut: *"I styrelsens analyse af konkurrencen på bankmarkedet for privatkunder fra 2013 fremgår, at næsten 15 pct. af dem, der skiftede bank, gjorde det i forbindelse med køb eller salg af bolig, jf. forbrugerundersøgelsen (2012). Det giver en indikation af, at netop optagelsen af et realkreditlån er anført som en af de mest betydningsfulde grunde til at skifte bank. Med et andet produkt på markedet, som kunderne har en anden "emotional" opfattelse af, vil det kunne appellere til flere kunder og dermed styrke konkurrencen. Det vil under ingen omstændigheder svække konkurrencen. Det skal endvidere fremhæves, at styrelsen ved at afvise produktfdifferentiering på ingen måde har vist, som Højesteretsdommen siger, at de skal, at ophævelse af tilsagn (5) skulle skade konkurrencen."*
616. Hertil bemærker styrelsen, at Nykredit ikke har forelagt styrelsen dokumentation, der indikerer, at Nykredit Realkredit kan differentiere sig fra Totalkredit på andet end image. Styrelsen vurderer derfor, at forskel i image ikke vil have nogen væsentlig effekt på valget af realkreditinstitut for forbrugeren, da valget af realkreditinstitut ifølge styrelsens undersøgelse i høj grad afhænger af forbrugeren valg af bank. Styrelsen kan således ikke konkludere, at Nykredit Realkredit som udbyder af realkreditlån vil styrke konkurrencen, da begge realkreditlån i praksis formidles gennem samme kanaler.
617. I forhold til Nykredits bemærkning omkring Højesterets dom af 3. juni 2014 bemærker styrelsen, at den relevante juridiske test *ikke* pålægger styrelsen at dokumentere, at en ophævelse af tilsagn (5) vil skade konkurrencen. Styrelsen er derimod bl.a. forpligtet til at ophæve tilsagn (5), hvis opretholdelsen af tilsagn (5) er til skade for konkurrencen.
618. Samlet set er det styrelsens vurdering, at konkurrencen ikke vil blive ændret i væsentlig grad, selv om Nykredit Realkredit igen valgte at indtræde som brand på markedet for nyudlån (sådan som Nykredit også gjorde før 2012). Samtidig vurderes det, at beregningerne fra CE ikke godtgør, at der vil være positive konsekvenser på konkurrencen generelt, hvis tilsagn (5) ophæves, da en vigtig forudsætning for beregningerne – at Nykredit Realkredit og Totalkredit er differentierede på parametre, som påvirker forbrugernes faktiske valg af udbyder af boliglån – ikke synes at kunne holde stik, og en del af formålet med tilsagnet var at beskytte kunderne i Nykredit mod eventuelle bidragsstigninger som følge af svækket konkurrence efter fusionen.

#### **5.4.2 Øvrige forhold omkring anvendelsen af modellen og tilsagnets effekt**

619. Efter styrelsens vurdering vil modellens forudsætning om differentierede goder altså ikke være realistisk. Derudover har styrelsen følgende bemærkninger til anvendelsen af modellen og til en række andre forhold anført af CE.

#### **5.4.2.1      Anvendelse af modellen**

620. I relation til de af CE gennemførte beregninger i 2016 finder styrelsen, at beregningerne i 2003-afgørelsens appendiks 2 ikke i sig selv var afgørende for vurderingen af fusionen i 2003. Det afgørende var rådets vurdering af den øgede koncentration, herunder at Totalkredit blev fjernet som konkurrent, jf. også pkt. 140. Eventuelle antagelser i beregningerne, der har vist sig ikke at holde stik, eller priser, der har udviklet sig anderledes end beregningerne viste, medfører ikke, at det reguleringsmæssige formål med tilsagnet bortfalder.
621. Dernæst vurderer styrelsen, at CE's anvendelse af modellen i dag er anderledes end styrelsens anvendelse i 2003. I 2003 blev modellen anvendt til at vurdere effekten af, at der forsvandt en aktør fra markedet. I dag - 13 år efter fusionen er gennemført - anvender CE modellen til noget andet: nemlig at søge at forudsige effekten af, at en eksisterende aktør genindfører to brands i stedet for ét. Som nævnt ovenfor i punkt 561-562 skal Nykredit og Totalkredit efter fusionen betragtes som én samlet aktør på markedet for realkredit.
622. Styrelsen bemærker derudover, at modellen ikke er specifikt designet til at modellere introduktionen af et produkt med et nyt navn/brand (eller relanceringen af et tidligere udgået brand) på markedet. Relanceringen af brandet Nykredit Realkredit bliver modelleret ved et positivt stød til efterspørgslen efter Nykredit Realkredit/Totalkredit kombineret med et tilsvarende negativt stød til efterspørgslen efter konkurrenternes produkter. Modellens resultater viser således effekten af at flytte et tilfældigt antal kunder fra konkurrenterne til Nykredit Realkredit/Totalkredit og ikke effekten af, at et nyt produkt kommer på markedet.
623. Resultaterne afspejler derfor efter styrelsens opfattelse ikke effekterne af konkurrence men derimod to modsatte efterspørgselseffekter. Når en virksomhed oplever et positivt efterspørgselsstød, vil virksomheden normalt, så længe den har markedsmagt og i forvejen har maksimeret sin indtjening, have incitament til at øge prisen. Omvendt vil et negativt efterspørgselsstød tilskynde en virksomhed til at sætte prisen ned, fordi tabet i form af en lavere indtjening pr. enhed bliver mindre i forhold til gevinsten ved at tiltrække flere kunder.
624. Styrelsen vurderer derfor, at Nykredit Realkredits prisstigning i modellen ikke skyldes, at Nykredit Realkredit som følge af de to brands har et bedre produkt til kunderne, og konkurrenternes prisreduktion er ikke et resultat af mere intensiv konkurrence med et nyt produkt på markedet.

#### **5.4.2.2      Øvrige bemærkninger fra Nykredit og CE om tilsagnets effekt**

625. CE har anført, at tilsagnet forvrider låntagernes incitament til at optimere deres lån, og at konsekvensen af dette er, at Nykredits kunder har en høj andel af lån med høj risikoprofil, hvilket er negativt for Nykredits kredit-rating, jf. punkt 282.
626. Som udgangspunkt noteres det, at udlånene i Nykredit Realkredit udgør ca. 6 pct. af koncernens samlede realkreditudlån, og at andelen er faldet de senere år.
627. Det bemærkes desuden, at Nykredits obligationer i øjeblikket har den højest muligt rating, og det således er tilfældet, selv om at kunderne i Nykredit Realkredit er omfattet af tilsagn (5) og tilsagn (5a). Nykredit opfylder også den såkaldte tilsynsdiamants krav om et maksimumniveau for de mest risikofyldte lån. Når man ser på realkreditinstitutternes gennemsnitlige be-



låningsgrad for lån til ejerboliger og fritidshuse, ligger Nykredit heller ikke med højere risiko end konkurrenterne.<sup>176</sup>

628. Derudover bemærker CE, at *"Nykredits kunder er mindre tilbøjelige til at skifte til konkurrenter, fordi loftet giver dem lavere bidragssatser, end de bidragssatser kunderne kan opnå hos konkurrenter. Det giver Nykredit en kunstig høj markedsandel. Hvis Nykredit hæver bidragssatserne på de nuværende lån, vil kunderne få et større incitament til at omlægge deres lån. En stor del af denne låneomlægning vil gå til andre realkreditinstitutter, fordi en del af kundernes banker vil henvise til andre realkreditinstitutter."*, jf. punkt 282. Nykredit har samtidig anført, at gevinsten for Nykredits kunder ikke er en konkurrencegevinst, jf. punkt 289.
629. Hertil bemærker styrelsen, at det reguleringsmæssige formål med tilsagnet er, at beskytte Nykredits låntagere mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen. En situation, der netop skyldes Nykredit markedsandel og markedsstyrke.
630. Det var således fusionen mellem Nykredit og Totalkredit, der skabte behov for at beskytte låntagerne. Tilsagnet har ikke skabt dette behov – tilsagnet er netop accepteret for at afbøde fusionens virkninger.
631. Hvis konkurrencen var tilstrækkelig god, ville låntagerne i Nykredit Realkredit ikke havde behov for beskyttelsen, men det er blandt andet som følge af fusionen ikke tilfældet, jf. vurderingen i afsnit 5.3 ovenfor. Tilsagnet er netop berettiget, da der som følge af fusionen ikke kan forventes at opstå en "konkurrencegevinst" for kunderne – tværtimod var der en væsentlig risiko for stigende priser, og tilsagnet skal således hindre, at Nykredit udnytter virksomhedens markedsmagt til at hæve priserne på sine eksisterende kunder.
632. Tilsagnets reguleringsformål er omvendt ikke at beskytte kunderne mod prisstigninger, der skyldes, at Nykredits omkostninger måtte være steget på grund af udefrakommende regulatoriske og strukturelle forhold. Hvis der derfor vurderes at være grundlag for at hæve bidragssatsen for kunderne i Nykredit Realkredit på grund af øgede ude fra kommende omkostninger, vil tilsagnet kunne modificeres, såfremt betingelserne herfor er opfyldt, som det også skete i 2011-afgørelsen.
633. Nykredit har i anmodningen om revurdering anført, at tilsagnet ikke medførte den i 2003 forventede priskrig, og at det forhold, at de øvrige realkreditinstitutter de senere år har sat deres bidragssatser væsentligt op, medfører at Nykredit har "betalt" langt mere for tilsagn (5), end man havde kunnet forudse i 2003, jf. punkt 285-287.
634. Hertil bemærker styrelsen, at det reguleringsmæssige formål med tilsagnet som nævnt er at beskytte låntagerne mod udnyttelse og prisstigninger på grund af manglende konkurrence som følge af fusionen, jf. 2003-afgørelsens afsnit 1.3. Det blev i 2003-afgørelsen anført, at *"såfremt"* de andre realkreditinstitutter også nedsatte deres bidrag, kunne besparelsen for kunderne blive mere end dobbelt så stor, som hvis det kun var Nykredit som nedsatte bidragssatsen. Styrelsen vurderer dog ikke, at det var en forudsætning for tilsagnet, at de øvrige institutter fulgte med Nykredit ned.

---

<sup>176</sup> Oplysninger om gennemsnitlige belåningsgrad – også benævnt LTV (Loan to Value) – findes i realkreditinstitutternes årsrapporter, som kan findes på institutternes respektive hjemmesider.

635. Hertil kommer, at stigningen i bidragssatserne siden 2011 ikke kan ses uafhængigt af, at Nykredit har valgt at flytte udlån til Totalkredit og konkurrencesituationen har samtidig tilladt, at Nykredit har sat bidragssatsen på disse lån kraftigt op. De stigende bidrag på Totalkreditlån har påvirket bidragene på resten af markedet i opadgående retning, og har samtidig medført en væsentlig stigning i indtjeningen i Nykredit og formidlingsbankerne. Desuden er der som nævnt i dag væsentligt færre lån, som er omfattet af tilsagn (5), end i 2011.
636. At tilsagnet kun regulerer Nykredit og ikke de øvrige realkreditinstitutter er en naturlig følge af, at det netop kun var Nykredit, som afgav tilsagnet for at få fusionen med Totalkredit godkendt. Det vil i sagens natur kun være fusionsparterne, som er omfattet af et fusionstilsagn. I den forbindelse er det også Nykredit alene, der har høstet fordelene ved at kunne fusionere med Totalkredit.

### 5.4.3 Konklusion

637. Styrelsen vurderer, at tilsagnet har effekt både for eksisterende og eventuelt nye låntagere i Nykredit Realkredit. Tilsagn (5) regulerer således Nykredits fastsættelse af bidragssats over for *alle* Nykredit Realkredits kunder. For eksisterende kunder medfører tilsagnet *konkret*, at de er beskyttet mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen.
638. For så vidt angår potentielle nye kunder har tilsagn (5) den effekt, at Nykredit ikke kan udstede nye lån – hverken nu eller senere – i Nykredit Realkredit til bidragssatser, der overstiger niveauet i tilsagn (5). En fuldstændig og ubetinget ophævelse af tilsagn (5) alene for nyudlån vil føre til, at Nykredit Realkredit A/S straks vil kunne genoptage udstedelsen af nye udlån, men i så fald vil tilsagn (5) ikke længere regulere bidragssatsen for sådanne udlån. Hermed vil Nykredit reelt have fået ophævet tilsagnet for nye udlån, selv om der fortsat er skadelige virkninger af fusionen, der imidlertid så ikke længere modvirkes af et tilsagn fra fusionsparterne. En sådan ophævelse for nyudlån er efter styrelsens vurdering ikke en proportional løsning, der i tilstrækkelig grad tilgodeser det reguleringsmæssige formål, som stadig er til stede i kraft af, at de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig er til stede.
639. Dernæst vurderer styrelsen samlet set ikke, at tilsagn (5) har haft en sådan negativ indvirkning på den generelle konkurrence på markedet og det reguleringsmæssige formål, at der er grundlag for at ophæve tilsagnet på nuværende tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig består. Styrelsen lægger her primært vægt på følgende:
640. For det første hindrer tilsagnet prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen for kunder i Nykredit Realkredit. Styrelsens undersøgelse af konkurrencesituationen viser, at de konkurrencemæssige betænkeligheder stadig er til stede, jf. afsnit 5.3, og at det reguleringsmæssige formål derved består.
641. For det andet vil konkurrencen ikke blive ændret i væsentlig grad, selv om Nykredit Realkredit igen indtrådte som brand på markedet. Det skyldes først og fremmest, at Nykredit Realkredit og Totalkredit efter fusionen hele tiden har skullet betragtes som én aktør. Det ændrer sig ikke hvis Nykredit igen skulle vælge at give nyudlån via Nykredit Realkredit, sådan som tilfældet også var før 2012.
642. Dernæst vurderes der, at være begrænsede muligheder for at differentiere produktudbuddet i Nykredit Realkredit og Totalkredit. Og endelig tyder forbrugernes faktiske låneadfærd på, at en differentiering af Nykredit Realkredit- og Totalkredit-produktet for så vidt angår image, ikke vil spille nogen særlig stor rolle for forbrugernes erhvervelse af realkreditlån.

643. Det skal i den forbindelse gentages, at der ikke er noget til hinder for, at Nykredit igen kan udstede lån gennem Nykredit Realkredit. Beslutningen om at lægge nyudlån over i Totalkredit er alene truffet af Nykredit. Nykredit vil således også kunne træffe beslutning om, at der igen skal udstedes lån gennem Nykredit Realkredit.

## **5.5 FORHOLD AF BETYDNING FOR NYKREDITS INDTJENING OG OMKOSTNINGER**

644. Det fremgår af de ovenstående afsnit, at de betænkeligheder, som ligger til grund for vurderingen af fusionen i 2003 fortsat er til stede i mindst samme omfang som i 2003. Det vurderes, at markedsforholdene ikke har ændret sig således, at tilsagn (5) nu har en sådan negativ indvirkning på den generelle konkurrence på markedet, at der er grundlag for at ophæve tilsagnet. Markedssituationen har således ikke ændret sig i en sådan grad, at tilsagnet er blevet overflødigt. De ændrede markedsforhold udgør derfor som udgangspunkt ikke en saglig grund for at ophæve tilsagnet.
645. Det skal herefter undersøges, om en række markedsforhold af betydning for Nykredits indtjening og omkostninger har ændret sig så væsentligt siden fusionstidspunktet i 2003, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit. Disse ændrede markedsforhold vil i så fald kunne udgøre en saglig grund for at ophæve tilsagnet.
646. Vurderingen nedenfor tager udgangspunkt i de forhold, som Nykredit har påpeget i sin anmodning om revurdering af tilsagn (5) med tilhørende bilag og senere fremsendte notater. Der er tale om samme type af vurdering, som blev foretaget i 2011-afgørelsen. Derfor vil situationen i dag også blive sammenlignet med den situation, som var gældende på tidspunktet for 2011-afgørelsen
647. I 2011-afgørelsen vurderede Konkurrencerådet, at der var ændrede markedsforhold for så vidt angår Nykredits rating, øgede kapitalkrav og SDO-lovgivning i forhold til grundlaget for 2003-afgørelsen. Det blev dog samtidig vurderet, at ændringerne ikke udgjorde et grundlag for at ophæve tilsagnet. I den forbindelse blev det anført: *"Styrelsen vurderer, at omkostningerne forbundet med de nævnte forhold hverken samlet eller hver for sig er øget i en sådan grad, at det har haft en så væsentlig betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet, at tilsagnet kan ophæves. Omkostningerne har desuden ikke en karakter, der gør, at tilsagn (5) er blevet umuligt for Nykredit at opfylde. Nykredit har haft en pæn indtjening over de seneste år – også sammenlignet med konkurrerende realkreditinstitutter. Nykredit opnår en i forhold til sine konkurrenter tilsvarende forrentning af egenkapitalen. Tilsagnet synes således ikke i sig selv at have forhindret Nykredit i at drive lønsom forretning eller generere overskud i perioden 2003 og frem til i dag",* jf. 2011-afgørelsens punkt 545.
648. Samme kriterier vil i udgangspunkt blive anvendt ved den aktuelle vurdering.
649. Afsnittet er bygget op på den måde, at de konjunkturmæssige forhold, herunder Nykredits tab og nedskrivninger først vurderes. Dernæst vurderes de regulatoriske og strukturelle forhold, herunder kapitalkrav, rating, forrentningen af Nykredits kapital samt bidrag til afviklingsfonden.
- ### **5.5.1 Konjunkturmæssige forhold**
650. Som i 2011-afgørelsens afsnit 5.4 foretages en vurdering af, om konjunkturudviklingen siden fusionsafgørelsen i 2003 kan siges at udgøre et tilstrækkeligt ændret markedsforhold til, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt at opfylde for Nykredit.

651. Som indledning til vurderingen bemærkes det, at konjunkturændringer er normale i en markedsøkonomi, og at det er et grundlæggende vilkår, som et realkreditinstitut som Nykredit i sagens natur bør tage hensyn til ved afgivelsen af fusionstilsagn. Det bemærkes derfor også – som i 2011-afgørelsen – at der i løbet af en årrække efter en fusions gennemførelse ofte vil være sket en udvikling i de konjunkturmæssige forhold, uden at der af den grund er basis for at ændre et tilsagn.<sup>177</sup>
652. I vurderingen i forbindelse med 2011-afgørelsen inddrog styrelsen en række makroøkonomiske nøgletal i vurderingen såsom nedskrivninger, tab og boligpriser. Samlet var konklusionen følgende:

*”Styrelsen vurderer således, at tabsniveau, huspriser og andre nøgletal har ændret sig i forhold til 2003, men ikke udover, hvad der kan forventes over et samlet konjunkturløb, hvilket fremgår af figurerne i dette afsnit. Ændringer i de økonomiske konjunkturer over tid er generelt forventeligt. Styrelsen vurderer ikke, at konjunkturudviklingen kan siges at udgøre et så ændret markedsforhold, at det kan begrunde en ophævelse eller ændring af tilsagn (5). Det understøttes af, at Nykredit har haft en pæn indtjening over de seneste år, og i 2010 opnåede et resultat før skat på 3,1 mia. kr. [...]”<sup>178</sup>*

653. Det følger heraf, at selv om der havde været en konjunkturudvikling mellem 2003 og 2011, var den ikke tilstrækkelig til, at der var grundlag for at ophæve eller ændre tilsagn (5).

#### **5.5.1.1 Nykredit har angivet, at realkreditmarkedet har ændret sig grundlæggende**

654. Nykredit har i forbindelse med den aktuelle anmodning om revurdering af tilsagnet for det første anført, at realkreditmarkedet helt grundlæggende har ændret sig siden 2003. Nykredit har i den forbindelse peget på, at det ikke længere er muligt at opretholde samme indtjening på realkreditinstitutternes fondsbeholdninger som tidligere, jf. afsnit 3.12.1.1.1. Ifølge Nykredit skyldes dette dels det lave renteniveau og dels, at handlemulighederne i forvaltningen af egenkapitalen er blevet begrænset som følge af likviditetskrav fra myndighederne. Afkast på fondsbeholdningen udgør et supplement til indtægter via bidragsatser m.v.
655. Styrelsen bemærker hertil, at realkreditinstitutterne har indtægter fra investeringer i andre aktiver end realkreditudlån. Det er primært institutternes egne beholdningsmidler, der kan placeres i forskellige værdipapirer. Derudover kan institutterne have et placeringsbehov, som følge af, at betalingerne fra låntager er hyppigere end udbetalingerne til de personer mv. der har investeret i de bagvedliggende obligationer. Der er regler for hvilke typer finansielle aktiver institutterne må placere midlerne i, således at institutterne ikke løber store risici. Institutterne kan således ikke fortage risikable investeringer, og institutternes indtægter fra forrentning af beholdninger vil i høj grad være præget af udviklingen i renteniveauet.<sup>179</sup>
656. Styrelsens undersøgelse af realkreditinstitutternes indtægter gennem de seneste 10 år viser, at indtjeningerne fra fondsbeholdninger i dag udgør en mindre andel end tidligere, jf. figur 3.11.1 i afsnit 3.11. Denne figur viser indtægterne fra udlåns- og beholdningsforretninger i pct. af udlånet – dog ikke kun for realkreditlån til ejerboliger og fritidshuse men for alle typer lån. Det fremgår således heraf, at forholdet mellem institutternes indtægter fra de forskellige kil-

<sup>177</sup> Jf. også 2011-afgørelsen, punkt 427.

<sup>178</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 438.

<sup>179</sup> Jf. Konkurrencerådets analyse af markedet for realkreditlån.

der er ændret over perioden. I 2005 var renten højere end den er i dag, og en væsentlig del af institutternes indtægter kom fra forrentning af deres fondsbeholdninger. I de senere år, hvor renteniveauet har været meget lavt, er en mindre del af indtjeningen hentet ind via fondsbeholdningen.

657. Realkreditinstitutternes samlede indtægter fra udlån og fondsbeholdning udgjorde 25 mia. kr. i 2015. Heraf kom ca. 19 mia. kr. fra bidragene på realkreditlånene, 3 mia. kr. fra gebyr- og provisionsindtægt samt 2,7 mia. kr. i beholdningsindtægter.<sup>180</sup>
658. Udviklingen illustreret ovenfor i figur 3.11.1 kan således isoleret set pege på, at det er korrekt, når Nykredit anfører, at det ikke længere er muligt at opretholde samme indtjening på realkreditinstitutternes fondsbeholdninger som tidligere. Det er dog ikke muligt at vurdere, om Nykredit har anvendt indtjening fra fondsbeholdninger til at dække omkostninger i den øvrige del af forretningen, på baggrund af de tilgængelige informationer.
659. Det er styrelsens vurdering, at der ikke vil være et 1 til 1 forhold mellem den mindre indtægt, som realkreditinstitutter eventuelt har på fondsbeholdningen og den indtægt, som så kan hentes ind via bidragssatser og/eller gebyr- og provisionsindtægter. Et fald i indtjening på fondsbeholdningen på grund af det generelt lave renteniveau, vil alt andet lige også påvirke det afkast, som investorer vil kunne forvente at få, i nedadgående retning, jf. afsnit 5.5.3.2 nedenfor. Dertil kommer, at der er tale om to forskellige markeder med hver sin konkurrence-situation. Hvis konkurrencen på "lånesiden" er tilstrækkelig intens, vil en mindre beholdningsindtjening ikke nødvendigvis kunne hentes ind her.
660. Realkreditudlån skal efter reglerne ledsages af en vis mængde kapital, og denne kapital kan placeres i relativt sikre aktiver, som giver et afkast til instituttet. Det betyder også, at der, i en situation, hvor markedets krav til egenkapitalforrentningen stiger ift. den mulige forrentning af disse aktiver, kan opstå pres på indtjeningen. Det kan give et incitament til at søge at hæve bidragssatserne. Det burde dog også være en mulighed at søge at reducere omkostningerne, i takt med indtjeningen fra fondsbeholdningen falder. Effekten på den gennemsnitlige bidragssats (eller den nødvendige omkostningsbesparelse) vil dog normalt være forholdsvis lille. Det skal ses i sammenhæng med, at bidraget betales af alle udlån (dvs. næsten hele aktivsiden), mens egenkapitalen (og de aktiver de finansierer) kun udgør en lille del af udlånet.
661. Det lave renteniveau har været normen i flere år. I forhold til renten på fusionstidspunktet, jf. figur 3.11.3 i afsnit 3.11, kan der således være tale om et ændret markedforhold. Det ændrede markedforhold er dog ikke nødvendigvis vedvarende. Renteniveauet må forventes at stige igen, hvilket så igen vil give realkreditinstitutterne øgede indtægter på fondsbeholdningen. Det bør så alt andet lige – ved effektiv konkurrence – medføre, at bidragssatserne bliver sat ned igen, men blandt andet som følge af fusionen mellem Nykredit og Totalkredit, jf. betænk-lighederne ved fusionen nævnt i afsnit 5.3, kan det mindre effektive konkurrencepres medføre, at dette ikke sker.
662. Det bemærkes også, at indtjening på fondsbeholdninger ikke er en givet størrelse. Den svinger fra år til år, og selv om indtjeningen har været meget lav de seneste tre år, jf. figur 3.11.1, så har den andre år også ligget relativt lavt i pct. af udlånet. Et realkreditinstitut må således forvente, at fondsbeholdningen genererer et svingende afkast. Det må Nykredit også have forventet ved afgivelse af tilsagn (5) i 2003.

---

<sup>180</sup> Jf. tal fra realkreditinstitutterne indberettet til Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen i forbindelse med analysen af markedet for realkreditlån.

663. Samlet er det styrelsens vurdering, at de senere års lavere indtjening på fondsbeholdningen udgør et ændret markedsforshold. Samtidig vurderer styrelsen dog også, at Nykredit ikke nødvendigvis har ret i, at dette per automatik bør medføre højere bidragssatser. Dernæst er det ikke givet, at ændringen vil være permanent, i og med at renten må forventes at stige igen på et tidspunkt.
664. Styrelsen vurderer i den forbindelse, at de nævnte forhold omkring indtjening på fondsbeholdningen ikke er af en karakter, der – indtil videre – har gjort tilsagn (5) unødigt byrdefuldt for Nykredit. Det har således ikke hindret Nykredit i at generere overskud.

#### **5.5.1.2 Øgede omkostninger til nedskrivninger og tab**

665. Nykredit har for det andet anført, at instituttet har øgede omkostninger til nedskrivninger og tab, jf. punkt 272 ovenfor.
666. Nykredit forventer på nuværende tidspunkt, at det gennemsnitlige fremtidige niveau for nedskrivningsprocenten vil være ca. 0,10 pct., hvilket svarer til det gennemsnitlige niveau for de seneste 10 år. Før finanskrisen lå Nykredits nedskrivningsprocent mellem 0 og 0,05 pct.<sup>181</sup> Derudover har Nykredit anført, at problemstillingen omkring ”udkantsdanmark” fortsat forventes at bestå på trods af forbedrede konjunkturer, og at dette vil påvirke nedskrivningerne på ejerboliger negativt hos Nykredit.
667. Realkreditinstitutternes nedskrivninger har generelt siden finanskrisens begyndelse ligget på et højere niveau end i perioden siden slutningen af 90’erne og til krisen begyndte (og dermed også for fusionstidspunktet i 2003), jf. figur 3.11.4. I 2015 faldt nedskrivningerne dog til 0,06 pct. af udlånet og i 1. halvår af 2016 var nedskrivningsprocenten på 0,02 pct.<sup>182</sup> Set i et længere historisk perspektiv (starten af 90’erne) er nedskrivninger stadig på et relativt lavt niveau.
668. For så vidt angår boligmarkedet gælder, at priserne faldt fra 2006 og nogle år frem, men udviklingen er vendt og på landsplan er priserne steget ganske meget de senere år, jf. figur 3.11.2.
669. Det vil eventuelt kunne anføres, at Nykredit har en mere risikabel låneportefølje end konkurrenterne, da Nykredit via Totalkredit-samarbejdet har mange lån i områder, hvor boligpriserne sædvanligvis stiger mindre end i storbyerne. Hertil bemærkes, at Nykredits gennemsnitlige belåningsgrad (LTV – Loan to Value) for ejerboliger og fritidshuse ikke umiddelbart ser ud til at være højere end hos de øvrige realkreditinstitutter. LTV siger noget om risikoen på realkreditinstituttets portefølje af lån – jo højere LTV, jo højere risiko. LTV indgår blandt andet i nogle af tilsynsdiamantens pejlemærker.<sup>183</sup> Nykredit gennemsnitlige LTV var i 2015 på 63 pct., mens den var 62 pct. for BRFKredit, 68 pct. for Nordea Kredit og ca. 65 pct. for Realkredit Danmark.<sup>184</sup> Som nævnt i punkt 627 opfylder Nykredit også den såkaldte tilsynsdiamants krav om et maksimumniveau for de mest risikofyldte lån.

---

<sup>181</sup> Jf. Nykredits notat om ”nedskrivninger” indsendt i mail af 18. september 2016.

<sup>182</sup> Jf. Finanstilsynets halvårsartikel for realkreditinstitutter, 1. halvår 2016.

<sup>183</sup> Se nærmere om tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter på Finanstilsynets hjemmeside: <https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/Arkiv/Presse-2014/Pressemeddelelse-tilsynsdiamant-realkreditinstitutter-021214>.

<sup>184</sup> Jf. realkreditinstitutternes årsrapporter for 2015.

670. Indtjeningen i Nykredit-koncernen har da også været relativ god de seneste år, jf. figur 3.9.1. I 2016 var resultatet 6,7 mia. kr. før skat, og i 2015 var det 4,7 mia. før skat.<sup>185</sup> Nykredits egenkapitalforrentning har ligget lidt lavere end gennemsnittet af realkreditinstitutterne i 2013-2015. Det hører her med til billedet, at Nykredit har foretaget nedskrivninger på goodwill for købene af Totalkredit og Forstædernes Bank, der har påvirket egenkapitalforrentningen negativt.<sup>186</sup> Før da lå egenkapitalforrentningen i Nykredit ca. på gennemsnittet, jf. figur 3.9.2 og i 2016 lå Nykredits forrentning også på niveau med konkurrenternes.
671. Baseret på de nævnte nøgletal og indikatorer (nedskrivninger og boligprisniveau) er det selsagt klart, at der har været en ændring i konjunkturerne siden fusionstidspunktet i 2003. En ugunstig udvikling vil have en negativ påvirkning på Nykredits indtjening, hvilket igen vil kunne stille større krav til, at Nykredit skal hente mere ind via bidragssatsen. Udviklingen har dog ikke udelukkende været negativ for Nykredit.
672. Efter fusionen var udviklingen gunstig for Nykredit frem til 2008. I den periode holdt realkreditinstitutterne bidragssatserne på et konstant niveau, jf. figur 3.7.1 og figur 3.7.2. Siden kom finanskrisen, hvilket påvirkede Nykredit (og de øvrige realkreditinstitutter) negativt. De seneste år har konjunkturudviklingen dog igen være positiv, og nedskrivningerne er nu på et historisk set relativt lavt niveau.
673. Styrelsen vurderer, at konjunkturudviklingen og konservenserne for Nykredit siden 2003 ikke har været væsentlig anderledes end, hvad der almindeligvis må forventes. Det gælder således særligt, at Nykredits nedskrivninger på realkreditlån i forlængelse af finanskrisen har været væsentlig mindre end under tilbageslaget i starten af 1990'erne. Det vurderes, at udviklingen ikke kan siges at udgøre et så ændret markedsforhold, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit. Også her lægges der vægt på den indtjening, som Nykredit har haft, og at tilsagnet ikke har hindret Nykredit i at generere overskud.

## 5.5.2 Regulatoriske forhold

674. Nykredit har anført, at instituttets kapitalkrav er blevet ændret væsentligt siden 2003 og 2011, og at Basel-komiteén har endnu skrappe kapitalkrav på vej. Dernæst har Nykredit påpeget, at oprettelsen af en afviklingsfond udgør et ændret markedsforhold.

### 5.5.2.1 Kapitalkrav

675. De lovmæssige kapitalkrav for Nykredit er beskrevet nærmere i afsnit 3.10. Normalt – og i afsnit 3.10 – bliver kapitalkrav alene beskrevet, som den procentandel, som kapitalkravet skal udgøre af de risikojusterede eksponeringer.
676. I sammenhæng med kapitalkrav bliver alle eksponeringer risikojusteret på baggrund af kundetype, sikkerhed (hvor der for realkreditlån er sikkerhed i form af pant i ejendommen), kundens økonomiske styrke og lignende. Realkreditudlån til privatkunder er nogle af de mest sikre udlån, da der er pant i ejendommen og loft over belåningsgraden. Risikovægten for lån til privatkunder er derfor lav i forhold til andre typer udlån.

---

<sup>185</sup> Jf. Nykredits årsrapport for 2016.

<sup>186</sup> Det hører her med til billedet, at Nykredit har foretaget nedskrivninger på goodwill for købene af Totalkredit og Forstædernes Bank, der har påvirket egenkapitalforrentningen negativt, jf. Nykredits årsrapporter.

677. Nykredit har oplyst, at risikovægten for realkreditlån til privatkunder er [...] pct. Dvs. at når Nykredit udlåner 1 mio. kr. til en privatkunde, så vil lånet alene vægte med [...] kr. i summen af de risikostregerede eksponeringer. Risikovægtene for realkreditinstitutter faldt markant i 2007/2008 ved overgang fra standardmetoden under Basel I – hvor risikovægten var 50 pct. – til de såkaldte IRB-metoder ved opgørelse af risikovægte under Basel II. Det er ved anvendelse af IRB-metoder, at Nykredit har fået risikovægten [...] pct. for realkreditlån til privatkunder. I det følgende lægges en risikovægt på [...] pct. til grund for Nykredit.
678. Det samlede kapitalkrav skal beregnes ud fra både en risikovægt og en kapitalkravsprocent. I det følgende er kapitalkravet illustreret som det beløb, som Nykredit samlet skal have, når virksomheden låner 1 mio. kr. ud til en ejerbolig/et fritidshus.
679. Nykredit vil i 2019 have et samlet krav til egentlig kernekapital på 13 pct., jf. tabel 3.10.1 i afsnit 3.10. Dertil kommer hybrid kernekapital og supplerende kapital på sammenlagt 5 pct. Det samlede kapitalkrav er således 18 pct. af de risikovægtede eksponeringer.
680. Nykredits samlede lovmæssige kapitalkrav for hver udlånte mio. kr. vil som følge heraf være [...] kr.<sup>187</sup> i 2019, hvor kravene er fuldt indfaset. Med en risikovægt på [...] pct. svarer det til en egenkapital på [...] pct. af den samlede balance (for lån til ejerboliger og fritidshuse). Af kravet skal de [...] kr. være egentlig kernekapital og [...] kr. kan være hybrid kernekapital og supplerende kapital.
681. Ovennævnte krav er som nævnt i 2019, når CRD IV er fuldt indfaset. Flere af de enkelte krav (kapitalbevaringsbuffer, SIFI-buffer og makro-buffer), bliver kun gradvist indført. Det kan derfor være relevant at se på, hvordan kravet ser ud på tidspunktet for en ny afgørelse for tilsagnet. For Nykredit er kapitalkravsprocenten i 2017 på 14,95 pct., hvilket medfører et samlet krav på [...] kr. pr. lånte mio. kr. Heraf skal der være [...] kr. egentlig kernekapital.
682. Som nævnt i afsnit 3.10.2.2 blev den såkaldte Basel I-overgangsreglen (gulvet) forlænget foreløbigt til og med 2017. Der er ifølge Finanstilsynet en sandsynlighed for, at "gulvreglen" bliver forlænget efter 2017 og indtil de endelige regler, som vil følge efter Basel IV-anbefalingerne, er gennemført.
683. Under Basel I var standardrisikovægten 50 pct. for lån sikret med pant i fast ejendom, og kapitalkravsprocenten var 8. Det vil sige, at Nykredits kapitalkrav under Basel I-overgangsreglen er 32.000 kr. (1 mio. kr. x 0,5 x 0,8 x 0,08) pr. udlånte mio. kr. til ejerboliger og fritidshuse.
684. Det bør dog nævnes, jf. punkt 230, at kravene til kvaliteten af kapitalen under de gamle Basel I-regler var lempeligere end dem, som følger af CRD IV/CRR. Således skulle kun 2 pct.-point af den samlede kapitalkravsprocent på 8 være egentlig kernekapital. For Nykredit betyder det, at kravet til egentlig kernekapital under Basel I-overgangsordningen kun er 8.000 kr., selvom det samlede krav er 32.000 kr. Det betyder også, at hvis der kun ses på egentlig kernekapital, vil CRR IV/CRR-kravene være de gældende – både i 2017 og 2019.
685. Så længe Basel I-overgangsreglen stadig er i kraft, vil reglen umiddelbart være den gældende for Nykredits udlån til ejerboliger og fritidshuse, for så vidt angår det samlede kapitalkrav – i hvert fald så længe instituttets risikovægt for denne låntype er så lav (som nævnt [...] pct. p.t.).

---

<sup>187</sup> 1 mio. kr. x [...] pct. risikovægt x 18 pct. kapitalkravsprocent = [...] kr.



686. Konkurrencerådet fandt i 2011-afgørelsen, at de på det tidspunkt nye kapitalkravsregler (som defineret i Basel III) var at betragte som ændrede markedsforhold i forhold til situationen på fusionstidspunktet i 2003. Det bør nævnes, at 2011-afgørelsen blev truffet på et tidspunkt, hvor Basel-komiteén havde fremsat Basel III-anbefalingerne, men hvor den endelige implementering heraf i CRD IV/CRR endnu ikke var besluttet.

687. I 2011-afgørelsen blev anført følgende:

*"Styrelsen anerkender, at Nykredit på fusionstidspunktet kan have haft en forventning om et fremtidigt kapitalkrav under Basel II på 16.000 kr. per lånte mio. kr. Basel II reglerne blev aldrig gennemført fuldt ud, idet overgangsordningen blev gjort permanent, men Nykredit har reelt fået lavere kapitalomkostninger, og en lempelse i kapitalkravet siden 2003, om end denne lempelse var mindre end forventet på daværende tidspunkt.*

*Uanset om Nykredit har haft en forventning om et lavere kapitalkrav under Basel II eller ej, har Nykredit dog ikke fremsat det som en forudsætning for afgivelse af tilsagn (5), at Basel II reglerne blev gennemført.*

*Det fremtidige kapitalkrav under Basel III, der forventes at blive 30.000 kr. per lånte mio. kr., er lavere end det gældende kapitalkrav på fusionstidspunktet samt under Basel II – overgangsordningen, hvor kapitalkravet er 32.000 kr. per lånte mio. kr.*

[...]

*I forhold til reglerne under Basel I regimet, der var det gældende på fusionstidspunktet, har Nykredit alt andet lige oplevet en lempelse i det lovbestemte kapitalkrav. På fusionstidspunktet var der et lovgivningsmæssigt kapitalkrav på 40.000 kr. for et realkreditlån på 1 mio. kr., mens dette krav i dag under Basel II overgangsordningen er 32.000 kr. per lånte mio. kr. Denne forskel udgør, alt andet lige, en reduktion i kapitalkravet per lånte mio. kr. Også i forhold til det forventede fremtidige krav på 30.000 kr. per lånte mio. kr. under Basel III, vil der i forhold til udgangspunktet i 2003 være at tale om lempelse, om end denne lempelse kan have været mindre end Nykredits forventning på fusionstidspunktet i 2003.*

*De nye kapitaldækningsregler (Basel III) og øgede kapitalomkostninger som følge heraf kan siges at udgøre ændrede markedsforhold, men styrelsen vurderer dog ikke, at omkostningerne er øget i en sådan grad, at det har haft betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet. Dertil kommer, at Nykredit allerede i dag opfylder de højere kapitalkrav, der forventes at komme til at gælde under det fremtidige Basel III-regime, og det overskud Nykredit skabte i 2010 og i 1. halvår 2011 er skabt til trods for, at Nykredit allerede havde hævet sin kernekapitalprocent."<sup>188</sup>*

688. Som det fremgår blev det i 2011-afgørelsen lagt til grund, at Basel I-overgangsreglen var gældende på det tidspunkt – dvs. 32.000 kr. i samlet kapitalkrav – og at kravet på længere sigt ville være gearingskravet – dvs. 30.000 kr. i samlet kapitalkrav. Sidstnævnte blev dog ikke

---

<sup>188</sup> Jf. 2011-afgørelsens punkt 454-456 og 458-459.

gennemført i første omgang. Først nu har EU-Kommissionen stillet et forslag til, at gearingskravet gennemføres, jf. afsnit 3.10.3.

689. Der er således usikkerhed om, hvad det samlede lovmæssige kapitalkrav for Nykredit bliver fremadrettet. Der er en mulighed for, at kravet (med antagelse om Nykredits nuværende søjle II-krav og risikovægte) kommer til at ligge mellem [...] og [...] kr. pr. udlånte mio. kr. til ejerboliger og fritidshuse.
690. Styrelsens vurdering af situationen i dag lægger sig op ad situationen beskrevet i 2011-afgørelsen, for så vidt angår Nykredits samlede kapitalkrav. Det vurderes derfor stadig, at reglerne omkring Nykredits samlede kapitalforhold udgør ændrede markedsforhold siden fusionsafgørelsen i 2003.
691. I forhold til de regler, som var gældende på fusionstidspunktet i 2003 har Nykredit dog oplevet en lempelse, når man ser på det samlede kapitalkrav. I 2003 var det et lovmæssigt krav på 40.000 kr. pr. udlånte mio. kr. Kravet i dag – og som det i øjeblikket ser ud til at blive fremadrettet uden at tage hensyn til de potentielle ændringer, som følger af eventuelle Basel IV-anbefalinger – er ca. [...] kr. lavere, hvilket udgør en lempelse for Nykredit. Lempelsen er dog mindre end, hvad Nykredit kan have haft en forventning om i 2003.
692. Kravene til egentlig kernekapital er blevet skærpet siden 2003. Kravene til kvaliteten af kapitalen under de gamle Basel I-regler var som nævnt lempeligere end de krav, som følger af CRD IV/CRR. Kun 2 pct.-point af den samlede kapitalkravsprocent på 8 være egentlig kernekapital på fusionstidspunktet. For Nykredit betød det, at kravet til egentlig kernekapital under Basel I-reglerne var 10.000 kr. på udlånte mio. kr.<sup>189</sup>
693. 2011-afgørelsen omfattede ikke en vurdering af eller en stillingtagen til kravene til egentlig kernekapital. Nykredit fremførte i 2010/2011 ikke noget specifikt herom til styrelsen, ud over at selskabet forventede, at en større andel af kapitalbehovet fremover ville skulle dækkes af kernekapitalen, og at mulighederne for medregning af mindre risikovillig kapital, såsom hybrid kernekapital, ville blive indskrænket.
694. Sammenlignes forventningen i 2011-afgørelsen med den påregnelige situation i 2017, kan der dog konstateres en skærpelse af kravene til egentlig kernekapital. I 2011 var der formentlig udsigt til et egentlig kernekapital-krav på [...] kr. på udlånte mio. kr.<sup>190</sup> Tidshorizonten for dette krav var tidspunktet for den endelige indfasning af CRD IV/CRR-reglerne i 2019.
695. I 2017 vil det krav være steget til [...] kr. pr. udlånte mio. kr. for Nykredit og i 2019 vil kravet være [...] kr. Stigningen skyldes at CRD IV/CRR-reglerne også endte med at indeholde et såkaldt SIFI-krav for Nykredit (krav til systemisk vigtige finansielle institutioner, herunder bl.a. Nykredit), og at det såkaldte søjle II-krav også delvis skal opfyldes med egentlig kernekapital. Disse forhold var ikke fastlagt på tidspunktet for 2011-afgørelsen.
696. Reglerne for egentlig kernekapital vil således i 2017 ([...] kr. pr. udlånte mio. kr.) og 2019 ([...] kr.) være skærpet i forhold til situationen i 2003 (10.000 kr.) men også i forhold til det, som

---

<sup>189</sup> Som nævnt i punkt 683 var risikovægten 50 pct. under Basel I-reglerne, det samlede kapitalkrav var 8 pct. af de risikovægtede aktiver, hvoraf de 2 pct.-point skulle udgøres af egentlig kernekapital. Dermed kan egentlig kernekapital-kravet for 1 mio. kr. udlån beregnes som: 1.000.000 kr. x 0,5 (risikovægt) x 0,02 (kapitalkrav for egentlig kernekapital) = 10.000 kr.

<sup>190</sup> Beregnet med Nykredits nuværende risikovægt på [...] pct.

var forventet ved 2011-afgørelsen ([...] kr.). Reglerne udgør således ændrede markedsforhold for Nykredit. Forholdet vurderes dog ikke i sig selv at have gjort tilsagn (5) unødigt byrdefuldt for Nykredit, jf. det forhold, at Nykredit i 2015 og 2016 har haft en kernekapitalprocent på ca. 20 pct., jf. tabel 3.9.1, og at overskuddet i koncernen i samme år har været tilstrækkeligt stort til at koncernen har kunnet polstre sig yderligere, jf. figur 3.9.1. Det bemærkes i øvrigt også, at kravene til hybrid og supplerende kapital omvendt er reduceret.

#### **5.5.2.1.1 Basel IV**

697. Nykredit har anført, at en implementering af de seneste forslag fra Basel-komiteén (Basel IV) vil påvirke instituttet krav til kapital markant. De første udmeldinger fra Basel-komiteén, der kom i foråret 2016, tydede på, at komiteen bl.a. vil anbefale et gulv for, hvor lave risikovægtene kan blive for IRB-institutter, jf. også afsnit 3.10.4.
698. Basel-komiteén nævnte muligheden for, at risikovægtene for et lån med pant i fast ejendom – hvor Nykredits risikovægt p.t. er [...] pct. – fremover vil blive minimum 60-90 pct. af vægten efter den nuværende standardmetode (hvor risikovægten er 35 pct.).<sup>191</sup> Det vil sige, at de fremtidige risikovægte for Nykredit i så fald kan blive mellem 21 og 31,5 pct. Selv om risikovægten fortsat vil være mindre end under Basel I (på fusionstidspunktet), vil der potentielt være tale om en ret markant forhøjelse af vægten og dermed i kravet til kapital.
699. Det var forventet, at Basel-komiteen ville fremsætte sine endelige Basel IV-anbefalinger i slutningen af 2016. Dette er dog blevet udsat, og på nuværende tidspunkt vides det ikke, hvornår anbefalingerne vil komme, og indholdet er foreløbigt også usikkert. Der er derfor også uafklaret hvordan anbefalingerne endeligt vil blive implementeret i EU-lovgivningen.
700. Hvis kravene skærpes mærkbart som følge af Basel IV, kan Nykredit få udfordringer med at skaffe tilstrækkelig kapital, idet Nykredit først efter en børsnotering vil få adgang til at hente kapital på aktiemarkedene. I øjeblikket er Nykredit henvist til at hente kapital ved hjælp af det årlige resultat efter skat.
701. Samlet er det styrelsen vurdering, at forholdene omkring Basel IV i øjeblikket er for uafklarede til at kunne siges at udgøre et ændret markedsforhold.

#### **5.5.2.1.2 Nykredits egne mål for niveauet af egentlig kernekapital**

702. Nykredits bestyrelse har truffet beslutning om, at instituttet skal opfylde et højere kapitalkrav, end lovgivningen giver anledning til. Nykredit arbejder således med et mål for egentlig kernekapital på 17,5 pct. af de risikovægtede eksponeringer frem mod 2019, jf. punkt 265. Også andre danske SIFI-institutter opererer med højere kapitalkrav end lovgivningen angiver, jf. punkt 706.
703. Som beskrevet ovenfor i afsnit 3.10 og punkt 679 vil det samlede lovmæssige kapitalkrav for egentlig kernekapital være 13 pct. i 2019 for Nykredit. Nykredit lægger altså 4,5 pct.-point oven i lovkravet. Egentlig kernekapital er den mest tabsabsorberende kapital og dermed også den kapitaltype, som indebærer den højeste forrentning og de højeste kapitalomkostninger. Dette medfører, at Nykredit bliver mere robust, og at risikoen for tab for kreditorer mv. mindskes. Det trækker isoleret set i retning af lavere afkastkrav på egenkapitalen og mindre rente på obligationerne, og dermed lavere låneomkostninger for lånerne. Nettovirkningen for

---

<sup>191</sup> Jf. CRR artikel 125.

låntagerne er formentlig, at låneomkostningerne stiger marginalt, men det er i sidste end et empirisk spørgsmål. Under alle omstændigheder kan utilstrækkelig konkurrence på markedet medføre højere indtjening og stigende egenkapitalandel i en periode.

704. Nykredit motiverer valget af kapitalniveau på følgende måde i årsrapporten for 2016:

*"I 2019 vil lovkravene til Nykredit Realkredit-koncernens egentlige kernekapital være på op mod 13% af de aktuelle risikoeksponeringer givet et søjle II-krav på 2-3%, og afhængig af konjunktursituationen, herunder om den kontracykliske kapitalbuffer er aktiveret eller ej. Hertil kommer krav afledt af EBA's og Finanstilsynets stress-test.*

*Der skal holdes et markedskonformt kapitalniveau svarende til niveauet hos øvrige store nordiske finansielle institutter med stor værdipapirudstedelse.*

*Der skal holdes tilstrækkelig kapital til at sikre en rating fra ratingbureauerne, som er forenelig med koncernens strategi.*

*Herudover skal særligt tre Nykredit-karakteristika tilgodeses kapitalmæssigt. Disse er:*

*Nykredit er p.t. ikke børsnoteret og har derfor vanskeligere adgang til kapitalmarkederne end børsnoterede virksomheder.*

*Nykredit er en af Europas største private obligations-udstedere.*

*Nykredit har et betydeligt realkreditudlån. Realkredit-udlån har typisk en lang løbetid og er uopsigelig fra Nykredits side."<sup>192</sup>*

705. I 2011-afgørelsen er der ikke nævnt noget om Nykredits eget valg omkring kapitalniveau, og afgørelsen indeholder følgelig heller ikke nogen stillingtagen hertil.
706. Nykredit har oplyst over for styrelsen, at Nykredits konkurrenter, Danske Bank og Jyske Bank, har en målsætning for egentlig kernekapital på ca. 14 pct. Sydbanks målsætning er i niveauet 13,5 pct.<sup>193</sup>
707. Sammenlignet hermed kan Nykredits valg af kapitalniveau indikere, at Nykredit er relativt forsigtige i forhold til konkurrenterne. Som Nykredit påpeger, adskiller instituttet sig fra disse konkurrenter dels ved ikke at være børsnoteret og dels ved at have en høj andel realkreditudlån, som ikke kan opsiges fra realkreditinstituttets side, hvis der skulle være behov for at slanke balancen på grund af kapitalproblemer. De særlige Nykredit-karakteristika, der henvises til, er dog ikke nye. De var også gældende i 2003 og 2011.
708. Forøgelsen af kapitalniveauet kan ses i sammenhæng med Nykredits planlagte børsnotering. I den seneste årsrapport før Nykredit annoncerede børsnoteringen (det vil sige årsrapporten

---

<sup>192</sup> Jf. Nykredits årsrapport for 2016, side 29. EBA er den europæiske banktilsynsmyndighed.

<sup>193</sup> Dette bekræftes af institutternes årsrapporter for 2015.

for 2014), havde Nykredit et kapitalmål for egenkapital frem mod 2019 i niveauet 15 pct. – altså 2,5 pct.-point lavere end i dag.<sup>194</sup> [...]

709. Finanstilsynet har i en inspektionsrapport for Nykredit fra maj 2015 forholdt sig til, at Nykredit kan have udfordringer med at få tilført kapital med den nuværende struktur:

*”De fremtidige kapitalkrav og indfasningen af disse medfører stigende kapitalkrav for Nykredit-koncernen frem til 2019. Det medfører behov for yderligere kapitalisering af Nykredit-koncernen selv ved uændret udlånsomfang. Ved stigende udlån vil kapitalbehovet blive yderligere forøget. Det er her en udfordring, at Nykredit som systemisk vigtigt institut ikke har samme adgang til at hente egenkapital på kapitalmarkederne som andre systemisk vigtige institutter.”<sup>195</sup>*

710. Den europæiske banktilsynsmyndighed, EBA, har i 2016 foretaget en stress-test, der indikerer, at Nykredit kan have behov for en større buffer end danske konkurrenter (Danske Bank, Nordea, Jyske Bank).<sup>196</sup> I tilfælde af hård recession vil Nykredits egentlige kernekapital ifølge testen falde med ca. 5 pct.-point fra 2015 til 2018, mens de øvrige danske instituttets fald vil ligge på ca. 2 eller godt 2 pct.-point.<sup>197</sup>
711. Ifølge Nykredit skyldes resultaterne af EBA’s stress-test, at Nykredits balance er domineret af realkreditlån. I de stress-scenarier, der anvendes, indgår et meget kraftigt fald i ejendomspriserne, hvilket således skulle påvirke Nykredit hårdere end konkurrenterne.<sup>198</sup> Det kan tænkes, at EBA’s stress-tests kan have givet et andet syn på risici for Nykredit end tidligere, men Nykredits store andel af realkreditlån har være kendt og gældende hele tiden.
712. Samlet vil en stigning i kapitalkravet på 2-3 pct. af de risikovægtede aktiver (svarende til 0,3-0,5 pct. af den uvægtede balance), under alle omstændigheder kun kunne begrunde en ret marginal stigning i de gennemsnitlige bidrag.
713. Samlet vurderes det ikke, at Nykredits behov for en egentlig kernekapital-buffer i dag udgør et ændret markedsforhold sammenlignet med situationen i 2003 og 2011. At Nykredit fastsætter kapitalbehovet på et bestemt niveau, er Nykredits egen driftmæssige beslutning. For de elementer, som Nykredit henviser til ift. at forklare den større buffer i forhold til konkurrenterne (den manglende børsnotering, mængden af uopsigelige realkreditlån og Nykredits størrelse som privat obligationsudsteder) er situationen ikke substantielt anderledes i dag end i henholdsvis 2003 og 2011. Det kan dog konstateres, at der generelt er kommet skrapere krav til kvaliteten af kapitalen, jf. også punkt 692-696 ovenfor.

### **5.5.2.1.3 Samlet vurdering af kapitalkrav**

714. I forhold til de regler, som var gældende på fusionstidspunktet i 2003 har Nykredit oplevet en lempelse, når man ser på det samlede kapitalkrav. Lempelsen er dog formentlig mindre, end

---

<sup>194</sup> Jf. årsrapport for 2014 for Nykredit Realkredit A/S, side 22.

<sup>195</sup> Redegørelse om inspektion i Nykredit Realkredit A/S, Finanstilsynet, maj 2015.

<sup>196</sup> Formålet med stresstesten er at vurdere de enkelte bankers evne til at absorbere tab i forskellige økonomiske scenarier. EBA’s stresstest indeholder to makroøkonomiske scenarier for perioden 2016-2018 – et basisscenarie og et stresset scenarie. I et stresset scenarie vil fx arbejdsløsheden stige, væksten i samfundet gå tilbage, boligpriserne falde, og renten på 10-årige statsobligationer stige. Bankernes eksponeringer vurderes i forhold til en forværring af disse parametre.

<sup>197</sup> Jf. EBA’s hjemmeside, <http://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-2016-eu-wide-stress-test-results>.

<sup>198</sup> Jf. Nykredits besvarelse af spørgsmål fra KFST, indsendt den 15. marts 2017.

hvad Nykredit kan have haft en forventning om i 2003. Kravene til kvaliteten af kapitalen er dog entydigt blevet skærpet siden fusionstidspunktet i 2003, og der er i dag også tale om højere krav til egentlig kernekapital end på tidspunktet for 2011-afgørelsen, men mindre krav til fx hybrid kernelapital.

715. Samlet vurderes det, at kravene til kapitalen – primært som følge af skærpede krav til egentlig kernekapital – udgør ændrede markedsforhold for realkreditinstitutterne, herunder Nykredit. Det vurderes dog ikke, at de kapitalomkostninger, som Nykredit har i forbindelse med kapitalkravene, er øget i en sådan grad, at det i sig selv har haft betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet, jf. vurderingen i afsnit 5.3. Omkostningerne har ikke væsentligt forhindret Nykredit i at generere overskud frem til i dag, jf. figur 3.9.1, der viser, at Nykredit-koncernen i 2015 og 2016 har haft et overskud før skat på 4,6 og 6,7 mia. kr. De skærpede kapitalkrav vurderes således ikke i sig selv at have gjort tilsagn (5) unødigt byrdefuldt for Nykredit.
716. I vurderingen indgår ikke de eventuelt kommende Basel IV-anbefalinger. Forholdene herom er i øjeblikket for uafklarede til at kunne siges at udgøre et ændret markedsforhold.

#### **5.5.2.2 Afviklingsfond**

717. Siden 2011-afgørelsen er realkreditsektoren blevet pålagt at indbetale til en fælles dansk afviklingsfond – også kaldet "afviklingsformuen". Som følge af lov om restrukturering og afvikling af visse finansielle virksomheder, der trådte i kraft den 1. juni 2015, har Finansiell Stabilitet igangsat opbygningen af afviklingsformuen, der skal udgøre mindst 1 pct. af de omfattede virksomheders dækkede indskud. Afviklingsformuen opbygges ved bidrag fra virksomhederne, og skal som udgangspunkt være opbygget senest ved udgangen af 2024.<sup>199</sup>
718. Afviklingsformuen kan anvendes til at yde garantier, give lån mv. i forbindelse med anvendelse af restrukturerings- og afviklingsforanstaltninger. Ud over realkreditinstitutter er pengeinstitutter og fondsmæglerselskaber omfattet af afviklingsformuen.
719. Nykredit har estimeret Nykredit-koncernens omkostning til afviklingsformuen til [...] kr. årligt i sammenlagt otte år (i 2016 var omkostningen [...] kr.<sup>200</sup>). Omkostningen svarer til [...] pct. af udlånet (svarende til [...] basispunkt).
720. Da reglerne om den danske afviklingsformue ikke fandtes hverken i 2003 eller 2011 vurderer styrelsen, at reglerne kan siges at udgøre et ændret markedsforhold. Der er dog samtidig tale om et forhold, der påvirker Nykredit relativt marginalt. Det skyldes, at omkostningen forbundet med bidraget kun udgør [...] pct. af udlånet. Endvidere er der tale om en begrænset periode, hvor afviklingsformuen skal opbygges. Den omkostningsstigning som Nykredit er udsat for som følge af bidraget, har derfor ikke medført, at tilsagnet er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit at opfylde.

#### **5.5.3 Strukturelle forhold**

721. I dette afsnit behandles nogle af de strukturelle markedsforhold, som kan have betydning for Nykredits kapitalomkostninger og dermed for vurdering af, om tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt at opfylde for Nykredit. Som i forbindelse med 2011-afgørelsen påpeger Nykredit

---

<sup>199</sup> Jf. Finansiell Stabilitets hjemmeside.

<sup>200</sup> Jf. Nykredit årsrapport for 2016.

igen på forhold omkring instituttets rating og på det afkastkrav, som instituttet bliver mødt med for så vidt angår instituttets egenkapitalbeholdning.

722. Som nævnt i afsnit 5.5.2.1.2 kan Nykredits mål for egentlig kernekapital-niveau også betragtes som et strukturelt forhold, men for overskuelighedens skyld blev dette element behandlet sammen med kapitalkrav i øvrigt. Derfor vil nærværende afsnit koncentrere sig om først rating og dernæst afkast på egenkapitalen.

### 5.5.3.1 Rating

723. Rating indgik som et væsentligt element i 2011-afgørelsens vurdering af Nykredits omkostningsniveau. Herunder var det ikke mindst spørgsmålet omkring overkapitaliseringskrav, der var i fokus. Se mere om rating og overkapitaliseringskrav i afsnit 3.2.1 og boks 3.2.
724. Konkurrencerådet vurderede i 2011-afgørelsen, at forholdene omkring rating udgjorde et ændret markedsforskel i forhold til situationen i 2003. Rådet lagde til grund, at kapitalomkostningerne som følge af især ratingbureauet Moody's øgede overkapitaliseringskrav var forhøjet med 18 basispunkter i forhold til tidspunktet før finanskrisen.
725. Nykredit samarbejder ikke længere med Moody's med nu i stedet primært med S&P. Nykredit har oplyst, at S&P i dag har et overkapitaliseringskrav på 6 pct. af det samlede udlån.<sup>201</sup> Det er altså lavere end de overkapitaliseringskrav, som Nykredit skulle opfylde i 2011, og som var på ca. 9 pct.
726. S&P opererer dog ikke udelukkende med et overkapitaliseringskrav, som retter sig mod obligationsratingen. Nykredit har oplyst, at S&P også stiller krav til virksomhedsratingen.
727. Ved virksomhedsrating arbejder S&P med egne systemer for så vidt angår kapitalkrav, som også indeholder risikovægte, krav til egenkapital og supplerende kapital – meget lig de lov-mæssige kapitalkrav men dog med S&P's egne betegnelser og værdier.
728. Ifølge Nykredit opererer S&P med et virksomhedskrav (et såkaldt RAC-krav)<sup>202</sup>, der udregnes som 10 pct. af S&P's definition af risikovægtede aktiver. S&P anvender i den forbindelse en risikovægt på 30 pct. for realkreditlån til private. For et lån på 1 mio. kr. er Nykredits RAC-krav således 30.000 kr.<sup>203</sup> RAC-kravet kan opfyldes med supplerende kapital (i dette tilfælde opfylder Nykredit kravet med såkaldt Tier 2 coco-kapital), der er billigere end egentlig kernekapital og hybrid kernekapital.<sup>204</sup>
729. Derudover har S&P ifølge Nykredit introduceret konceptet Additional Loss-Absorbing Capacity (ALAC). ALAC indebærer, at et realkreditinstitut ved hjælp af efterstillet gæld og/eller tabsabsorberende seniorgæld (også kaldet Tier 3, der er billigere end Tier 2-kapital) kan opnå et løft på virksomhedsratingen. Nykredit har forpligtet sig til at udstede kapital, der opfylder ALAC-kravene, svarende til 5 pct. af risikoeksponeringen opgjort efter S&P's metode (det vil sige en risikovægt på 30 pct.). Kapitaludstedelsen skulle være gennemført medio 2017. På baggrund af tilkendegivelsen fra Nykredit, har S&P kvitteret med et ratingløft på 1 trin.

---

<sup>201</sup> Jf. Bilag 3 til Nykredits mail af 17. juni 2016.

<sup>202</sup> RAC står for "Risk Adjusted Capital"

<sup>203</sup> 1.000.000 kr. x 0,30 (risikovægt) x 0,10 (RAC-krav) = 30.000 kr.

<sup>204</sup> Jf. Bilag 3 til Nykredits mail af 17. juni 2016.

730. ALAC-kravet er 15.000 kr. pr. udlånte mio. kr.<sup>205</sup> og kommer oveni RAC-kravet. Som nævnt opfyldes ALAC med Tier 3-kapital. Fælles for RAC og ALAC er at de udgør supplementer til de lovmæssige krav. Det vil sige, at Nykredits beholdning af egentlig kernekapital, som skal bruges til at opfylde de lovmæssige krav, også kan bruges til at opfylde RAC og ALAC. Så jo mere Nykredit vælger at overopfylde de lovmæssige kapitalkrav med den mest tabsabsorberende kapital – egentlig kernekapital – jo mindre behøver Nykredit ”toppe op” med Tier 2 og Tier 3 kapital til RAC og ALAC-kravene.
731. Det tidligere nævnte overkapitaliseringskrav fra S&P på 6 pct. af det uvægtede lån (dvs. 60.000 kr. pr. udlånte mio. kr. til ejerboliger og fritidshuse)<sup>206</sup> er derudover endnu et supplerende krav. Det vil sige, at når Nykredit opfylder RAC- og ALAC-kravet på samlet 45.000 kr. skal Nykredit kun ”toppe op” med 15.000 kr. for også at opfylde overkapitaliseringskravet. Overkapitaliseringskravet kan Nykredit også opfylde med Tier 3-kapital.<sup>207</sup>
732. Samlet set betyder det, at S&P’s ratingkrav over for Nykredit er 60.000 kr. pr. udlånte mio. kr. til ejerboliger og fritidshuse. Heraf kan Nykredit opfylde de første 30.000. kr. med Tier 2 cocokapital mens de resterende 30.000. kr. opfyldes med Tier 3. Den kapital, som Nykredit anvender i forbindelse med det lovmæssige kapitalkrav ”fratrækkes”, så ratingkravene bliver tilsvarende mindre.
733. Nykredit har oplyst, at ratingkravene ikke er ”hårde krav” men derimod grænser, som realkreditinstituttet skal overholde for at sikre en konkurrencedygtig rating. Nykredit har således anført, at ratings på niveau med eller tæt på konkurrenternes er en ”forudsætning for at kunne afsætte obligationer og skaffe likviditet på konkurrencedygtige vilkår”.<sup>208</sup>
734. Som i 2011-afgørelsen vurderes det at være vigtigt for Nykredit at have en så høj rating som overhovedet muligt på obligationerne.<sup>209</sup> Det gør også, at kursen på realkreditobligationerne bliver så høj som muligt, hvilket ubetinget er til fordel for låntagerne.
735. I forhold til situationen ved 2011-afgørelsen har Nykredit oplevet en lempelse af ratingkravene. Et samlet Moody’s krav på ca. 90.000 kr. pr. udlånte mio. kr. er blevet erstattet af et noget lempeligere S&P krav på samlet 60.000 kr.
736. Uagtet dette er ratingkravene i dag stadig væsentligt skærpede i forhold til fusionstidspunktet i 2003. Finanskrisen medførte således en generel stramning af ratingkravene, og denne position har ratingbureauerne fastholdt.
737. I forbindelse med 2011-afgørelsen oplyste Nykredit, at det først var i 2007 efter SDO-lovgivningens indførelse, at ratingbureauerne – i dette tilfælde Moody’s – indførte et overkapitaliseringskrav på 2 pct. af det samlede udlån (det vil sige et krav på 20.000 kr. pr. udlånte mio.).<sup>210</sup> Før 2007 var der altså ikke et sådant krav.

<sup>205</sup> 1.000.000 kr. x 0,30 (risikovægt) x 0,05 (ALAC-krav) = 15.000 kr.

<sup>206</sup> Når overkapitaliseringskravet udgør 6 pct. af det samlede udlån kan kravet beregnes som 1.000.000 kr. x 0,06 (overkapitaliseringskrav) = 60.000 kr.

<sup>207</sup> Jf. Bilag 3 til Nykredits mail af 17. juni 2016.

<sup>208</sup> Jf. Nykredits notat om ”kapitalkrav til realkreditinstitutter” indsendt i mail af 18. september 2016, side 9.

<sup>209</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 486.

<sup>210</sup> Jf. 2011-afgørelsens punkt 128.



738. Så selv om Nykredit har oplevet en lempelse på ratingkravene siden 2011, vurderer styrelsen, at ratingforhold stadig udgør et ændret markedsforhold for Nykredit i forhold til situationen på fusionstidspunktet i 2003.
739. Som ved 2011-afgørelsen er det dog samtidig styrelsens vurdering, at de omkostninger, som Nykredit er blevet pålagt i forbindelse med opretholdelse af sin rating – både virksomhedsrating og obligationsrating – ikke væsentligt har ændret Nykredits position og konkurrencen på markedet. Det vurderes således ikke, at ændringerne i ratingforhold har gjort tilsagn (5) unødigt byrdefuldt for Nykredit. I den forbindelse bemærkes det også, at Nykredits virksomhedsrating udarbejdes ud fra hele koncernens forretning, hvor de lån, som tilsagn (5) berører, kun udgør en mindre del.

### 5.5.3.2 Afkastkrav på egenkapitalen

740. I beregningen af instituttets kapitalomkostninger opererer Nykredit med et afkastkrav på egenkapitalen på [...] pct. før skat, svarende til [...] pct. efter skat. For privatområdet – det vil blandt andet sige de lån til ejerboliger og fritidshuse, som er omfattet af tilsagn (5) – regner Nykredit med en forrentning på [...] pct. før skat.<sup>211</sup> Nykredit har anført dette som sit langsigtede afkastmål, der forventes opfyldt i 2018.
741. Nykredit har argumenteret med, at instituttets rådgiver i forbindelse med børsnoteringen, Rothschild, har vurderet Nykredits kapitalomkostninger, jf. også punkt 270 ovenfor. Rothschild har fundet frem til, at Nykredits bør have et afkastkrav i omegnen af [...] pct. efter skat på egenkapitalen. Nykredits udmeldte afkastkrav på [...] pct. efter skat flugter – ifølge Nykredit – med Rothschilds vurdering.
742. Derudover har Nykredit anført, at instituttet fra investorernes side bliver mødt med et afkastkrav på omkring [...] pct. efter skat.
743. Nykredits afkastmål for egenkapitalen på fusionstidspunktet i 2003 var [...] pct.<sup>212</sup> Målet er altså blevet øget markant siden fusionen. I forbindelse med 2011-afgørelsen oplyste Nykredit, [...].<sup>213</sup>
744. I 2011-afgørelsen fandt Konkurrencerådet, at:

[...] <sup>214</sup>

745. Siden fusionstidspunktet i 2003 er renteniveauet ændret markant i nedadgående retning, jf. figur 3.11.3. Der opleves således historisk lave renteniveauer i øjeblikket.
746. Styrelsen vurderer, at det lave renteniveau alt andet lige også vil spille ind på det afkast, som en investor med rimelighed vil kunne forvente af få. Det bemærkes i den forbindelse, at Nationalbanken medio 2016 udtalte sig om kreditinstitutters omkostninger ved egenkapital og fandt, at flere kreditinstitutters afkastmål på egenkapitalen virker høje i lyset af det lave renteniveau.<sup>215</sup> Nationalbanken har endvidere i sin estimering af afkastkravet i perioden 2003-2016 undersøgt udviklingen i den risikofri rente over for udviklingen i markedsrisikopræmi-

---

<sup>211</sup> Jf. Nykredits notat om "kapitalkrav til realkreditinstitutter" indsendt i mail af 18. september 2016.

<sup>212</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 120.

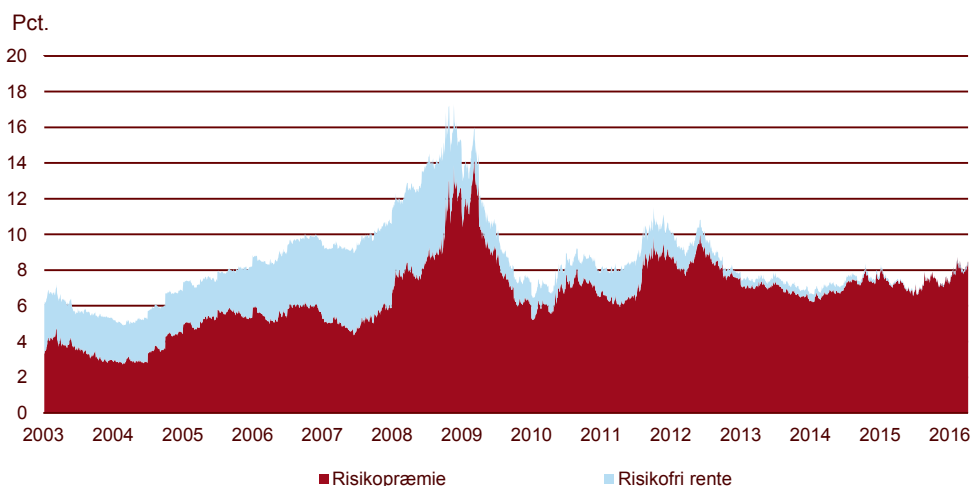
<sup>213</sup> Ibid.

<sup>214</sup> Jf. 2011-afgørelsen, punkt 515-516.

<sup>215</sup> Jf. Nationalbanken, Finansiell Stabilitet, 1. halvår 2016, side 43.

en.<sup>216</sup> Det viser sig i den forbindelse, at markedsrisikopræmien samlet er steget i perioden. Samtidig er den risikofri rente dog faldet tilsvarende, jf. figur 5.1.

Figur 5.1 Estimeret europæisk afkastkrav fordelt på risikofri rente og risikopræmie



Anm.: Estimeret afkastkrav for EURO Stoxx 600. Den risikofrie rente er givet ved en 1-årig swap-rente.

Kilde: Danmarks Nationalbank, *Finansiel Stabilitet 1. halvår 2016*.

747. Med baggrund i Nationalbankens analyse har styrelsen derfor lagt til grund, at afkastkravet på egenkapitalen ikke ser ud til at være steget i noget væsentligt omfang siden fusionstidspunktet i 2003. Det skal ses i sammenhæng med faldet i renteniveauet. Det samme gør sig for så vidt også gældende siden tidspunktet for 2011-afgørelsen, hvor renteniveauet også var højere.
748. Nykredit har i høringssvar af 16. juni 2016 anført, at det er "vigtigt at præcisere, at det er Nykredits aktionærer/ejere, der har et afkastkrav, som ledelsen i Nykredit forsøger at indfri. Desuden er der hård global konkurrence om kapital, og udbyderne af kapital deler ikke styrelsens ræsonnement om, at det lave renteniveau burde føre til et lavere afkastkrav end den ovenfor anførte.[...]

Når markedet således forventer et afkastkrav på [...] pct. efter skat i en tid, hvor den risikofrie rente er faldet, er det fordi den risikopræmie, som investorerne forlanger, er steget. [...] Det europæiske banktilsyn EBA har lavet analyser af udviklingen i risikopræmie og dermed investorernes afkastkrav, hvor der er sket et tydeligt skift efter finanskrisen. Investorernes stigende afkastkrav skal således ses i lyset af en stigende risikopræmie [...].

<sup>216</sup> Markedsrisikopræmien udtrykker den præmie investoren kræver for at investere i aktier, frem for den risikofrie rente.

*Banker og realkreditinstitutter har efter finanskrisen været udsat for en betydelig stigning i den reguleringsmæssige risiko på den lange kapitalbinding, der er ved at yde et 30-årigt uopsigeligt lån. Den vedvarende strøm af direkte og indirekte stramninger har ændret forretningsbetingelserne for både banker og realkreditinstitutter. Det er endnu for tidligt at vurdere den samlede effekt af stramningerne, men stramningerne har skabt usikkerhed om bankernes og realkreditinstitutternes fremtidige risikoprofil og deres fremtidige indtjeningspotentiale og langsigtede kapitalbinding. Det har fået investorerne til at kræve en større risikopræmie for at investere i banker og realkreditinstitutter."*

749. Hertil bemærker styrelsen, at det af Nationalbankens CAPM beregninger følger, at det samlede afkastkrav ikke har ændret sig væsentligt. Det dækker som nævnt over, at risikopræmien er steget, samtidig med, at den risikofrie rente er faldet, jf. figur 5.1.
750. Afkastkravet til egenkapitalen er mere eller mindre uændret de seneste år. Styrelsen vurderer derfor, at der er tilstrækkeligt grundlag for at konstatere, at eventuelle ændringer i Nykredits afkastmål på egenkapitalen ikke udgør et ændret markedsforhold. Derimod har der som nævnt været tale om en vis stigning i forskellen mellem afkastkrav og den risikofrie rente, hvilket isoleret set kan tale for en forøgelse af bidraget.
751. Det bemærkes derudover, at Nationalbankens estimering af parametrene i figur 5.1 er i overensstemmelse med de beregninger fra den europæiske banktilsynsmyndighed, EBA, som Nykredit henviser til. Nationalbanken anvender en risikopræmie på 7,2 pct., hvilket ikke afviger fra EBA's beregninger.
752. Styrelsen fastholder derfor samlet vurderingen fra 2011-afgørelsen. Det vurderes således, at Nykredits udmeldte afkastmål på egenkapitalen ikke udgør et væsentligt ændret markedsforhold for Nykredit.

#### **5.5.4 Konklusion**

753. Det er styrelsens vurdering, at en række af de af Nykredit anførte forhold, som er af betydning for Nykredits indtjening og omkostninger, ikke kan betragtes som ændrede markedsforhold. Det gælder forholdene omkring Basel IV (som endnu er for usikker), samt Nykredits udmeldte afkastmål på egenkapitalen.
754. Det er yderligere styrelsens vurdering, at forholdene omkring konjunkturudviklingen på markedet, kravene til kapital (primært som følge af skærpede krav til egentlig kernekapital), reglerne om den danske afviklingsformue, samt de omkostninger som Nykredit er blevet pålagt i forbindelse med opretholdelse af sin rating fra S&P, ikke udgør et så ændret markedsforhold, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit.
755. Styrelsen vurderer, at omkostningerne forbundet med de nævnte forhold hverken samlet eller hver for sig er øget i en sådan grad, at det har haft en så væsentlig betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet, at tilsagnet kan ophæves. Omkostningerne har desuden ikke en karakter, der gør, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit at opfylde. Nykredit har haft en omtrent gennemsnitlig indtjening over de seneste år – sammenlignet med konkurrerende realkreditinstitutter. Nykredit opnår en i forhold til sine konkurrenter nogenlunde tilsvarende forrentning af egenkapitalen. Tilsagnet synes således ikke i sig selv at have forhindret Nykredit i at generere overskud i perioden 2003 og frem til i dag. I den vurdering er der også lagt vægt på, at mængden af udlån omfattet af tilsagnet er faldet med [...] pct. siden 2011 og nu udgør [...] kr. Det har isoleret set også bidraget til, at tilsagn (5) er blevet mindre byrdefuldt for Nykredit.

756. Udover de i anmodningen af 29. juni 2016 anførte forhold, jf. afsnit 3.12.1, har Nykredit i hørings svar af 16. juni 2017 overordnet gjort gældende, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit, da *"de tilladte bidragsniveauer i tilsagn (5) ikke gør det muligt at drive forretningsområdet for privatudlån på en lønsom måde"*.
757. Hertil bemærkes det, at styrelsen på baggrund af analyserne i nærværende afsnit har vurderet, at der ikke er sket sådanne ændringer i markedsforholdene eller de reguleringsmæssige forhold siden 2003, at der er grundlag for helt at ophæve tilsagnet. Styrelsen vil dog i nedenstående afsnit 5.6 vurdere, om der er grundlag for at lægge vægt på hensynet til Nykredit, således at det oprindelige tilsagn (5) kan modificeres med et andet og mere passende tilsagn.
758. Det skal yderligere bemærkes, at Nykredit af egen drift har afgivet de pågældende tilsagn og dermed også har accepteret de bindinger, som ligger heri, som modydelse for at opnå de fordele, som er forbundet med fusionen.
759. Dokumentationen i sagen, jf. afsnit 3.9-3.12 samt vurderingerne i nærværende afsnit 5.5 og afsnit 5.6 nedenfor, viser, at Nykredits omkostninger ikke er væsentligt forøget siden 2011, hvor Konkurrencerådet accepterede Nykredits tilsagn (5a). Nykredits anbringende om manglende lønsomhed for privatudlån er derfor efter styrelsens vurdering ikke tilstrækkeligt underbygget.
760. Dertil kommer, at Nykredit-koncernen samlet set fremstår lønsom. Nykredit havde således et overskud på 5,4 mia. kr. efter skat i første halvår 2017.<sup>217</sup> Det svarer på årsbasis til en egenkapitalforrentning på ca. 15 pct.
761. En virksomhed, der som Nykredit har afgivet et pristilsagn, må påregne, at et eventuelt tab på et område omfattet af pristilsagn vil medføre mindre overskud eller evt. skal forsøges dækket ved indtægter fra andre forretningsområder.
762. Styrelsen vurderer således, at de nævnte ændrede markedsforhold ikke udgør en saglig grund for at ophæve tilsagnet.
763. Det skal herefter vurderes, om der er grundlag for at ændre tilsagnet, jf. det følgende afsnit. Tilsagn (5) vil finde anvendelse efter sin oprindelige ordlyd efter 30. september 2017, hvis ikke andet sættes i stedet.

## **5.6 VURDERING AF NYKREDITS TILSAGN A OG B AF 25. SEPTEMBER 2017**

764. Det vil på baggrund af en henvendelse fra de fusionerede virksomheder være muligt at ændre et tilsagn, hvis det ændrede tilsagn kan modvirke de skadelige virkninger af fusionen. I vurderingen af, om et tilsagn kan ændres, kan bl.a. inddrages, om der foreligger sådanne ændringer i faktiske eller retlige forhold mv., at det kan begrunde en ændring af tilsagnet, herunder om tilsagnet - i lyset af de ændrede retlige og faktiske forhold - er blevet så byrdefuldt, at det oprindelige tilsagn bør modificeres med et andet og mere passende tilsagn.

---

<sup>217</sup> Jf. halvårsrapport for Nykredit Realkredit-koncernen, 1. januar - 30. juni 2017.

765. På den baggrund har styrelsen undervejs i sagsforløbet haft en drøftelse med Nykredit om eventuelle nye tilsagn til modificering af tilsagn (5).
766. Nykredit har i den forbindelse afgivet nedenstående tilbud om tilsagn. I dette afsnit vurderes det, om Nykredits tilbud om nye tilsagn skal gøres bindende og træde i stedet for tilsagn (5)/(5a)/(5b).

*"TILSAGN A GÆLDENDE FOR BESTANDEN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Bestanden med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn A gældende for Bestanden tilbyder Nykredit:*

*For Bestanden fastsættes den gennemsnitligt vægtede bidragssats pr. lån højst til følgende ved Fuld Belåning:*

- *Fastforrentede lån med afdrag: 0,55 pct.*
- *F1-F4 (med og uden afdrag): 0,75 pct.*
- *Øvrige lån: 0,70 pct.*

*Eventuelle bidragsforhøjelser varsles i henhold til de Nye Varslingsregler, hvilket vil sige med 6 måneders varsel.*

*TILSAGN B GÆLDENDE FOR NY-UDLÅN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Ny-udlån med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn B gældende for Ny-udlån tilbyder Nykredit:*

- *At undlade at opkræve*
  - *Kurstillæg,*
  - *Kurtage eller*
  - *andre gebyrer*

*i forbindelse med obligationshandler foretaget af Nykredit til brug for indfrielse af realkreditlån hos kunder, der har opsagt lånene inden for de første 6 måneder efter Nykredits varsling af eventuelle kommende bidragsforhøjelser, og*

- *At eventuelle rabatter på bidrag, der måtte blive ydet af Nykredit til privatkunder, skal afregnes i forbindelse med kundernes kvartalsvise terminsbetalinger og skal fordeles ligeligt på terminsbetalingerne for den periode, som rabatten måtte gælde for. Dette svarer til, hvad der aktuelt gælder for Totalkredits KundeKroner.*

*Tilsagn B skal være gældende indtil den 30. juni 2024, hvor det ophører uden videre i sin helhed og for alle lån.*"[fodnoter udeladt af citatet]

767. Det fremgår af det ovenstående, at eventuelle bidragsstigninger, der følger af Nykredits nye tilsagn A, varsles med seks måneders varsel.
768. Det fremgår endvidere af det ovenstående, at Nykredits tilbud om tilsagn overordnet set omfatter to separate elementer. Tilbuddet om tilsagn adskiller sig på dette punkt fra de tilsagn, tilsagn (5)/(5a)/(5b), som har været gældende fra 2003 og frem til nu.

769. Nykredits nye tilbud om tilsagn sætter således en ny grænse for bidragssatsens niveau i fremtiden for de lån til privatkunder i Nykredit Realkredit, som er optaget fra oktober 2003 og frem til tidspunktet for denne afgørelse (tilsagn A). Derudover indebærer tilsagnsforslaget, at udlån fra Nykredit Realkredit A/S til privatkunder, som måtte blive ydet efter tidspunktet for denne afgørelse, ikke omfattes af bidragsbegrænsninger, men at disse udlån bliver omfattet af mobilitetsfremmende vilkår (tilsagn B).
770. I det følgende vil de to overordnede elementer først blive vurderet hver for sig. De samlede tilsagn skal dog i sidste ende vurderes i deres helhed.

### **5.6.1 Bidragssatsens niveau**

771. Nykredit har tilbudt at afgive et tilsagn, som omfatter, at satserne for de lån, som allerede i dag er ydet af Nykredit Realkredit, og som er omfattet af det nugældende tilsagn (5b), fremover fastsættes til henholdsvis:
- 0,55 pct. for fastforrentede lån med afdrag,
  - 0,75 pct. for F1-F4-lån og
  - 0,70 pct. for øvrige lån
- ved fuld belåning.
772. I forhold til de nugældende bidragssatser, jf. tilsagn (5b) medfører Nykredits tilsagn A, at bidragssatsen fastholdes uændret for fastforrentede lån med afdrag. Låntagere med F1-F4-lån kan opleve en bidragsstigning på op til 0,15 procent-point mens satsen for øvrige lån kan stige med op til 0,10 procent-point.
773. Hensigten med de differentierede bidragssatser (frem for en uniform sat bidragssats) er at give kunderne et incitament til at skifte fra de mere usikre lånetyper i retning af lån med fast rente eller med længere perioder mellem rentetilpasningerne. Dette vil gøre det nemmere for Nykredit at overholde principperne i Finanstilsynets tilsynsdiamant for realkreditlån, som stiller krav om et maksimumniveau for de mest risikofyldte lånetyper. Denne differentiering betyder, at prisstrukturen på de omfattede lån kommer til at minde mere om den, der i øvrigt ses i markedet.
774. Den gennemsnitlige bidragssats for lånene i Nykredit Realkredit vil ifølge Nykredit stige fra det nuværende niveau på [0,55-0,60] pct. til [0,55-0,75] pct. Denne beregning er baseret på den nuværende lånefordeling i Nykredit Realkredit.
775. Udgangspunktet for styrelsens vurdering af et nyt tilsagn A om niveau på bidragssatsen for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit, er, om der foreligger sådanne ændrede retlige eller faktiske forhold, at tilsagnet (den nuværende bidragssats) er blevet så byrdefuldt for Nykredit, at det oprindelige tilsagn bør modificeres med et andet og mere passende tilsagn. Nykredits omkostninger indgår i vurderingen i forhold til, om det er begrundet at hæve bidragssatsen – men ikke som retningsgivende for det præcise niveau, som bidragssatsen herefter maksimalt kan fastsættes til.
776. Styrelsen vurderer sammenfattende, at der er grundlag for at gøre Nykredits tilbud om tilsagn A om bidragssats for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit bindende.
777. I denne vurdering har styrelsen undersøgt forhold om Nykredits driftsomkostninger, omkostninger til afviklingsfond, nedskrivninger og tab, kapitalomkostninger (herunder kapitalkrav,

ratingkrav og afkastkrav), Nykredits øvrige indtægter på gebyrer (kurtage, kursskæring m.v.) samt Nykredits indtjening på fondsbeholdning.

778. I vurderingen lægges der vægt på, at merafkastkravet til kapital i forhold til den risikofri rente og afkastet ved placering af kapitalen er forøget. Da afkastkravet på egenkapitalen er uændret og indtjeningen på fondsbeholdningen er faldet, kan det begrunde en stigning i bidragssatserne. Derudover er kravene til kapitalens tabsabsorberende evne forøget i forhold til, hvad der var gældende på tidspunktet for 2011-afgørelsen. For så vidt angår ratingkravene har Nykredit umiddelbart oplevet en lempelse siden 2011, hvilket skyldes, at Nykredits aktuelle overkapitaliseringskrav fra S&P er lavere end kravet fra Moody's i 2011. Ratingforholdene udgør dog stadig et ændret markedsforskel for Nykredit i forhold til situationen i 2003. Samlet medfører de øgede kapitalkrav, at Nykredits kapitalomkostninger er steget. Der lægges endvidere vægt på, at realkreditsektoren siden 2011-afgørelsen er blevet pålagt at indbetale til en fælles dansk afviklingsfond.
779. Endelig har styrelsen i vurderingen med en vis mindre effekt medregnet øgede kapitalkrav, der i et eller andet omfang må forventes indført i forlængelse af kommende Basel IV-anbefalinger.
780. De anførte forhold er samlet set ikke af en sådan karakter, at der er grundlag for at ophæve tilsagn (5), jf. afsnit 5.5.4. Styrelsen finder dog, at forholdene medfører, at der er grundlag for at lægge vægt på hensynet til Nykredit, således at det oprindelige tilsagn (5) kan modificeres med et andet og mere passende tilsagn givet de ændrede markedsforskel.
781. Dernæst lægger styrelsen vægt på, at konkurrenceforholdene på markedet – som blev forværret af fusionen, jf. afsnit 5.3 – stadig er af en sådan karakter, at der er behov for at tilgodese det reguleringsmæssige formål, der opfyldes af det nuværende tilsagn (5b).
782. I den forbindelse finder styrelsen, at Nykredits tilsagn A med de nævnte bidragssatser – henset til de øgede omkostninger – opfylder det samme reguleringsmæssige formål som tilsagn (5b) i sin nuværende form og tilsagn (5) før 1. april 2012. Med tilsagn A vil Nykredit for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit stadig have de laveste bidragssatser i sektoren. Der lægges derigennem stadig et pres på Nykredit til at effektivisere og reducere omkostningerne, og kunderne er fortsat beskyttet mod koncentrationsbaserede prisstigninger.
783. Der lægges vægt på, at tilsagnet p.t. gælder for kunder med et udlån på [...] kr., svarende til [...] pct. af Nykredit-koncernens samlede realkreditudlån. Nykredit har således på størstedelen af forretningsområdet mulighed for selv at fastsætte niveauet for bidragssatserne.
784. Som nævnt i 2011-afgørelsen må en virksomhed, der som Nykredit har afgivet et pristilsagn, påregne, at en eventuel manglende rentabilitet på et forretningsområde omfattet af pristilsagn skal forsøges dækket ved at reducere omkostningerne eller forøge indtægterne fra andre forretningsområder.<sup>218</sup> Nykredit har for koncernen haft en omtrent gennemsnitlig indtjening over de seneste år – også sammenlignet med konkurrerende realkreditinstitutter. Koncernens indtjening i 2016 var således på 6,7 mia. kr. før skat.
785. Endelig kan det også anføres, at Nykredit selv har afgivet det oprindelige tilsagn (5) og siden gennemførelsen har haft fordele ved fusionen med Totalkredit. Det er virksomhederne selv, der er nærmest til at vurdere, hvilke tilsagn de er parat til at give med henblik på at afværge

---

<sup>218</sup> Jf. 2011-afgørelsens punkt 566.

konkurrenceproblemer og dermed få fusionen godkendt, jf. Højesterets dom af 3. juni 2014 nævnt nedenfor i punkt 805. Det er forudsat, at virksomhederne har overvejet, hvor langt de ønsker at gå for at skabe grundlag for, at fusionen kan godkendes. Dette gælder også for Nykredit.

786. I Nykredits tilbud om tilsagn indgår endvidere en revisionsklausul. Efter styrelsens vurdering kan den pågældende revisionsklausul accepteres. Klausulen angiver, at en genoptagelse af sagen vil ske efter de almindelige forvaltningsretlige regler. Dernæst giver klausulen eksempler på, hvad styrelsen kan inddrage i sin vurdering i forbindelse med en evt. genoptagelse. Styrelsen lægger vægt på, at revisionsklausulen ikke går videre, end hvad der allerede gælder efter de forvaltningsretlige regler, herunder at vurderingen af, om der kan ske ophævelse eller ændring af et tilsagn afhænger af, om markedsforholdene har ændret sig så væsentligt, at tilsagnet ikke længere er nødvendigt, eller om tilsagnet i lyset af de ændrede markedsforhold er blevet unødigt byrdefuldt.

### **5.6.2 Tilsagn for nye lån i Nykredit Realkredit**

787. For nye lån ydet i brandet Nykredit Realkredit omfatter tilsagnet for det første, at lånene ikke vil være omfattet af begrænsninger på bidragssatsen. Nye lån skal i denne sammenhæng forstås som de eventuelle lån, som Nykredit indgår aftale om med privatkunder efter Konkurrencerådets afgørelse i denne sag. Der er dermed tale om alle realkreditlån, som måtte blive ydet af Nykredit, men som ikke er omfattet af tilsagn A.<sup>219</sup> Dette tilsagn giver Nykredit et øget incitament til igen at udstede lån i brandet Nykredit Realkredit.
788. Til gengæld har Nykredit for det andet for sådanne nye lån tilbudt tilsagn om, at kurtage og kursskæring/kurstillæg ved indfrielse af lånet nedsættes til nul i en periode på seks måneder efter varsling af eventuelle bidragsstigninger.
789. Derudover har Nykredit givet tilsagn om, at eventuelt fremtidige rabatter på bidraget for lån til privatkunder i Nykredit Realkredit – svarende til Totalkredits "KundeKroner" – vil blive indrettet på en måde, så kunderne får afregnet en eventuel rabat hvert kvartal i forbindelse med terminsbetalingen (i praksis vil der være tale om en reducere af bidragsbetalingen med rabatten). Afregningen vil endvidere ske på en måde, så en eventuel årlig udmelding om ydelse af rabat afregnes med lige store nedsættelser af bidraget hen over året. Tilsagn B er formuleret således, at alle rabatter på bidrag til privatkunder i Nykredit Realkredit er omfattet af tilsagnet.
790. Tilsagnet om kurtage og kursskæring/kurstillæg ved indfrielse medfører en reduktion af de skifteomkostninger, som kunderne i Nykredit Realkredit i givet fald måtte have ved skifte til et andet realkreditinstitut i en periode på 6 måneder efter en prisstigning.
791. Tilsagnet skal ses i sammenhæng med lov nr. 667 af 8. juni 2017 om lov om ændring af finansiel virksomhed, lov om ejendomskreditselskaber og lov om realkreditlån og realkredit-

---

<sup>219</sup> Tilsagnsaftalen er formuleret således, at lån ydet af Totalkredit, ikke er omfattet af tilsagnet (hvilket som nævnt også gælder for tilsagn (5) i dag). For kunder i Nykredit Realkredit vil Nykredit dog ikke kunne omgå tilsagn B ved først at oprette lånet i Totalkredit og herefter flytte lånet over i Nykredit. I så fald vil tilsagn B gælde for det pågældende lån, jf. definitionerne på "Nykredit" og "Ny-udlån". Hensigten med formuleringen af de pågældende definitioner er desuden, at tilsagn A og B ikke skal kunne omgås. Formuleringen skal fx sikre mod omgåelse som følge af, at lån eller aktiviteter overdrages fra Nykredit Realkredit, at virksomheden Nykredit Realkredit omdannes, at lån eller aktiviteter flyttes fra en selskabsretlig enhed til en anden i Nykredit-koncernen, med videre.



obligationer m.v. Denne lov medfører, at realkreditinstitutterne fremover kun må opkræve 50 pct. af kurtage og kursskæring/kurstillæg ved indfrielse i en periode på seks måneder efter varslingen af en bidragsforhøjelse. For nye kunder i Nykredit Realkredit skal kurtage og kursskæring/kurstillæg med tilsagnet sættes til nul. For disse kunder går tilsagn B altså videre end lov nr. 667.

792. Med Nykredits nuværende priser i forbindelse med indfrielse – 0,15 pct. på kurtage og 0,10 pct. på kursskæring/kurstillæg – vil en kunde med et lån på 1 mio. kr. spare 2.500 kr. ved indfrielse af lånet med obligationer. Halvdelen af denne besparelse skyldes tilsagnet, da kunden som nævnt i forvejen skal have en rabat på disse gebyrer på 50 pct., jf. lov nr. 667 af 8. juni 2017.
793. De lavere skifteomkostninger gør det alt andet lige mere lønsomt for kunderne at skifte til en konkurrent ved en prisforhøjelse på lån i Nykredit Realkredit, da en mulig lavere bidragsbetaling hos konkurrenten hurtigere tjener omkostningerne ved skiftet hjem. Dette kan bl.a. bidrage til, at det bliver mindre lønsomt for Nykredit Realkredit at sætte prisen op og kan dermed bidrage til at øge konkurrencen.
794. Tilsagnet om rabat på bidragsats har til hensigt at sikre, at der ikke opstår en såkaldt "indlåsnings-effekt" på kunderne. Hermed undgås en eventuelt indlåsende effekt af, at den største rabat f.eks. gives sidst på året. Hvis kunderne skulle blive hos Nykredit i en længere periode for at få deres andel af rabatten, vil incitamentet til at skifte realkreditinstitut være mindre. Som kunde vil man i så fald have et større incitament til at blive hos Nykredit, og dette incitament ville stige op til den dato, hvor rabatten blev udbetalt". En sådan model vil være egnet til at indlåse kunderne.
795. Når rabatten omvendt som i tilsagn B afregnes med lige store rabatsatser ved hver terminsbetaling, vil den indlåsende effekt være begrænset. Det understreges, at Nykredits model for rabat på bidraget – svarende til Totalkredits "KundeKroner" – endnu ikke ligger endeligt fast.
796. På samme måde som reducere af skifteomkostninger ved kurtage og kursskæring/kurstillæg giver tilsagnet om den konkrete udmøntning af en eventuel rabat på bidragsats den effekt, at incitamentet til at skifte til en konkurrent alt andet lige bliver større for kunderne i Nykredit Realkredit ved en eventuel prisforhøjelse. Også her vil en lavere bidragsats hos en konkurrent dermed hurtigere kunne tjene sig hjem.
797. Der er således ved begge dele af tilsagn B tale om tiltag, der vil kunne fremme mobiliteten hos kunderne. Dette kan også bidrage til, at det bliver mindre lønsomt for Nykredit Realkredit at sætte prisen op og til at øge konkurrencen.
798. Tilsagn B udløber per 30. juni 2024.
799. Styrelsen vurderer, at der er grundlag for at acceptere det af Nykredit tilbudte tilsagn B om kurtage og kursskæring/kurstillæg samt udmøntning af en eventuel rabat på bidragsatsen for nye lån i Nykredit Realkredit. Der er efter styrelsens vurdering også grundlag for at acceptere, at det nævnte tilsagn udløber pr. 30. juni 2024.
800. Det oprindelige tilsagn (5) var udformet således, at tilsagnet skulle gælde for nye kunder fra fusionstidspunktet. Det vil derfor efter styrelsens vurdering være udgangspunktet, at et nyt tilsagn om bidragsats til modificering af tilsagn (5) også bør gælde for nye kunder, og altså ikke kun de lån/kunder, som i forvejen er omfattet af tilsagnet.

801. Når styrelsen alligevel vurderer, at der fremover kan være grundlag for at have forskellige typer af tilsagn for eksisterende og nye lån i Nykredit Realkredit, skyldes det, at virkningen af tilsagnet i dag er forskellig for de to kundegrupper. Styrelsen inddrager dermed i vurderingen, at effekten af loftet på bidragssatserne er blevet reduceret efter, at Nykredit Realkredit i 2012 ophørte med selv at yde realkreditlån til privatkunder for i stedet at formidle realkreditlån for Totalkredit. Det er således ikke muligt for kunder med nye lån i dag at vælge Nykredit Realkredit med de lavere bidragssatser.
802. Det fremgår af 2011-afgørelsen, at tilsagn (5) lagde et pres på de øvrige realkreditinstitutter i markedet til at effektivisere og forny sig, jf. bl.a. punkt 11. I vurderingen indgik også, at Nykredit på det tidspunkt havde planer om at lægge nyudlån over i Totalkredit, hvilket skete i starten af 2012.
803. I dag er realkreditinstitutternes bidragssatser steget til et væsentligt højere niveau end i 2011, jf. afsnit 3.7. Dette forhold indikerer, at tilsagnets effekt på Totalkredit og de øvrige realkreditinstitutters prissætning er lavere end i 2011.
804. Det er imidlertid styrelsens vurdering, at dette forhold ikke giver grundlag for at ophæve tilsagnet, da tilsagnet i sin nuværende form har en virkning for så vidt angår nye lån, jf. uddybende i afsnit 5.4 ovenfor. En ophævelse af tilsagn (5) alene for nyudlån vil som nævnt føre til, at Nykredit Realkredit A/S straks vil kunne genoptage udstedelsen af nye udlån, men i så fald vil tilsagn (5) ikke længere regulere bidragssatsen for sådanne udlån, jf. punkt 544.
805. Styrelsen skal i den forbindelse henvise til det følgende afsnit fra Højesterets begrundelse i dommen af 3. juni 2014:
- ”Det fremgår af forarbejderne til [konkurrencelovens § 12 e], at fusionskontrollen bygger på, at det er de deltagende virksomheder, der med tilsagn over for Konkurrencerådet selv skal fjerne de skadelige virkninger, som konkurrencemyndighederne har fastlagt ved deres undersøgelser, idet virksomhederne er nærmest til at vurdere, hvilke tilsagn de er parat til at give med henblik på at afværge konkurrenceproblemer og dermed få fusionen godkendt. Konkurrencerådet skal herefter vurdere tilsagnene i forbindelse med den samlede vurdering af, om fusionen kan godkendes. Højesteret finder, at der ved bedømmelsen af, hvordan et tilsagn afgivet over for Konkurrencerådet skal forstås, må lægges vægt på, at det er virksomhederne, der har formuleret tilsagnet, og at det er forudsat, at de herved har overvejet, hvor langt de ønsker at gå for at skabe grundlag for, at fusionen kan godkendes af Konkurrencerådet.”<sup>220</sup>*
806. Der lægges i forlængelse heraf også vægt på, at Nykredit selv har afgivet tilsagnet for at imødegå de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen. En fuldstændig ophævelse for nyudlån er efter styrelsens vurdering ikke en proportional eller afbalanceret løsning, der i tilstrækkelig grad tilgodeser det reguleringsmæssige formål, som stadig er til stede i kraft af, at de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen fortsat eksisterer.<sup>221</sup>
807. Selv om der ikke er grundlag for ophævelse, finder styrelsen, at de nuværende markedsforhold medfører, at der er grundlag for at lægge vægt på hensynet til Nykredit, således at det

<sup>220</sup> Jf. Højesterets dom af 3. juni 2014, siden 33f.

<sup>221</sup> Se i samme retning 2011-afgørelsens punkt 229.

oprindelige tilsagn (5) og tilsagn (5a)/(5b) kan modificeres med et andet og mere passende tilsagn, også for så vidt angår nye udlån i Nykredit Realkredit.

808. Tilsagn B omkring kurtage og kursskæring/kurstillæg samt rabat på bidragsats giver som nævnt øget incitament for Nykredits kunder til at skifte til en konkurrent, særligt ved en eventuel prisforhøjelse i Nykredit Realkredit. Dette skaber et incitament til, at bidragssatserne ikke sættes alt for højt, og det kan derigennem medføre et vist pres for at sikre, at omkostningerne holdes på et passende niveau. Et pres, der for så vidt angår nye lån synes at være relativt begrænset i dag, idet kunderne i Nykredit i dag optager nyudlån i Totalkredit med højere bidragsatser.
809. Det er styrelsens vurdering, at effekten af det nye tilsagn B for nye lån alt andet lige er væsentligt mindre end den effekt, der ville have været af det oprindelige tilsagn (5), hvis Totalkredit havde været omfattet af tilsagnet og ikke kun Nykredit Realkredit.
810. Effekten af tilsagn B på Nykredits samlede udlån vurderes dog at være større end den effekt, som tilsagn (5b) har på nuværende tidspunkt, hvor Nykredit kun udsteder nye lån gennem Totalkredit, og hvor der ikke gælder noget tilsagn.
811. Det nye tilsagn B er efter styrelsens vurdering en løsning, hvor der på den ene side tages hensyn til, at Nykredit ønsker at udstede lån i brandet Nykredit Realkredit igen, og på den anden side tages hensyn til, at der skal gælde et tilsagn for de nye lån i brandet på et tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen mellem Nykredit og Totalkredit stadig består.
812. For så vidt angår det forhold, at tilsagn B udløber pr. 30. juni 2024 lægger styrelsen vægt på, at effekten af tilsagn (5)/(5b) i forvejen vil være relativt begrænset i 2024, ved den nuværende bidragsstruktur, idet udlån som nævnt i dag alene sker via Totalkredit. Sammenholdt med, at der kun forventes en mindre effekt af det oprindelige tilsagn efter 2024, vurderes det som proportionalt, at tilsagn B omfatter et udløbstidspunkt fastsat til 30. juni 2024. Desuden kan anføres, at der i 2024 kun vil være få af de "gamle" lån tilbage i Nykredit Realkredit, der er omfattet af tilsagn (5b). I dag ligger mængden af udlån omfattet af tilsagn (5b) på [...] kr. og mængden reduceres ifølge Nykredit med [...] kr. om året, jf. punkt 279 ovenfor.
813. Styrelsen lægger endelig vægt på, at tilsagn B med udløb pr. 30. juni 2024 vil komme til at gælde i ca. syv år. Dette vurderes at være en tilstrækkelig lang periode til, at tilsagnet er egnet til at have en virkning for kunderne i Nykredit Realkredit.

### **5.6.3 Konklusion vedrørende nye tilsagn**

814. Styrelsen vurderer, at Nykredits nye tilsagn A og B afgivet den 25. september 2017 kan accepteres i sin helhed og kan træde i stedet for tilsagn (5), tilsagn (5a) og tilsagn (5b). Der er efter styrelsens vurdering tale om en løsning, hvor der på den ene side tages hensyn til forholdene vedrørende eksisterende og nye lån i Nykredit Realkredit på et tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder stadig består, samtidig med at der tages behørigt hensyn til, at tilsagnet ikke skal være unødigt byrdefuldt for Nykredit.
815. Styrelsen lægger vægt på, at der stadig gælder et tilsagn vedrørende loft over bidragsatserne for de kunder i Nykredit Realkredit, der indgik låneaftale før Nykredit ophørte med at tilbyde nyudlån til privatkunder i Nykredit Realkredit og i stedet alene i Totalkredit. Det primære reguleringsformål med det oprindelige tilsagn er at beskytte Nykredits låntagere mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet. Dette formål understøtter Nykredits nye tilsagn.

816. For så vidt angår nye kunder i Nykredit Realkredit har det oprindelige tilsagn (5) medvirket til en begrænsning i Nykredits virksomhed. Begrænsningen har bestået i, at Nykredit ikke har kunnet udstede lån i dette brand og samtidig sætte bidragssatsen frit. Det vil sige, at hvis Nykredit skulle kunne sætte bidragssatsen frit, måtte koncernen i stedet anvende brandet Totalkredit. For de nye kunder erstattes tilsagn (5) nu af et andet tilsagn B, der også medfører en begrænsning på Nykredits virksomhed. Denne nye begrænsning angående kurtage og kurs-skæring/kurstillæg ved indfrielse samt kravet til udmøntning af en eventuel rabat på bidragssatsen kan bidrage til, at kunderne nemmere kan skifte realkreditinstitut. Det kan derved blive mindre lønsomt for Nykredit Realkredit at sætte prisen op, og dermed kan tilsagnet være egnet til at øge konkurrencen.

## 5.7 SAMLET KONKLUSION

817. På baggrund af de samlede forhold i sagen er det Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens vurdering, at der ikke er grundlag for at ophæve tilsagn (5). Det skyldes, at hensynet til konkurrencen, som er begrundelsen for vilkåret om tilsagn (5) vejer tungere end hensynet til Nykredit. Ved denne vurdering har styrelsen blandt andet lagt vægt på følgende:
818. De betænkeligheder omkring øget koncentration og fjernelse af Totalkredit som konkurrent, som lå til grund for vurderingen af fusionen i 2003 – og for vilkåret om afgivelse af tilsagn (5), som var en væsentlig forudsætning for Konkurrencerådets godkendelse af fusionen – er fortsat til stede i mindst samme omfang som i 2003. Det gælder, uanset om det relevante marked kan afgrænses til det danske marked for realkreditlån til private, eller om det kan afgrænses til et bredere marked, der tillige omfatter pengeinstitutternes prioritetslån.
819. Det vurderes således blandt andet, at Nykredits markedsandel i 2016 - uanset om prioritetslån inkluderes i det relevante marked eller ej – var mindst lige så høj som på fusionstidspunktet i 2003 og næsten lige så høj som i 2010. Desuden er den aktuelle koncentration på markedet på et meget højt niveau. Markedet er derudover præget af ekspansionsbarrierer, begrænset kundemobilitet og begrænset købermagt.
820. Det er endvidere styrelsens vurdering, at der ikke er sket ændringer som medfører, at distributionsforholdene kan siges at have udviklet sig i en mere gunstig retning end, hvad der allerede var påregnet i 2003-afgørelsen. I den forbindelse vurderer styrelsen, at selv om pengeinstitutterne i dag er fri for de juridiske bindinger i samarbejdsaftalen med Totalkredit, som fremgik af Nykredits tilsagnsaftale fra 2003, så er pengeinstitutterne stadig økonomisk bundet til Totalkredit, da de vil miste provisionsindtægter på eksisterende udlån, hvis de skifter til et andet realkreditinstitut.
821. Der er desuden ikke sket ændringer i den potentielle konkurrence, som vil kunne opveje de betænkeligheder, som var til stede ved fusionen i 2003.
822. Det skyldes blandt andet, at omfanget af prioritetslån og lånenes position på markedet ikke på nuværende tidspunkt – på trods af kraftige stigninger i bidrag mv. på mange realkreditlån de senere år – udgør et væsentligt konkurrencepres på realkreditlån. Omfanget af prioritetslån forventes heller ikke at medføre et markant øget konkurrencepres i nærmeste fremtid, idet stigningen i pengeinstitutternes prioritetslån *fundet* på egen balance eller via egne SDO'er har været meget lille. Udviklingen i prioritetslån synes således at ske via realkreditinstitutternes fælles *fundet*, og disse udlån indgår dermed i realkreditinstitutternes, og ikke pengeinstitutternes, balance. På denne måde er prioritetslån, som er finansieret via SDO'er udstedt af et realkreditinstitut, en form for realkreditlån, påsat pengeinstitutts eget navn og prisstruktur. Derudover er det heller ikke sandsynligt, at der i den nærmeste fremtid vil opstå nye danske

realkreditinstitutter eller indtræde udenlandske aktører, som i noget større omfang ville kunne disciplinere Nykredit, idet der foreligger adgangs- og ekspansionsbarrierer på markedet.

823. Konkurrenceforholdene på markedet – som blev forværret ved fusionen – er således stadig af en sådan karakter, at der er behov for at tilgodese nogle af de reguleringsmæssige formål, som tilsagn (5) opfylder, nemlig beskyttelse af Nykredits eksisterende og eventuelt kommende låntagere mod prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen, samt at tilsagnet skulle lægge et pres på Nykredit til at forny sig og effektivisere – et pres, som konkurrencen ellers skulle have lagt, men som blev mindsket af fusionen.
824. Intentionen med tilsagnet har således været at sikre effektiv konkurrence og hindre udnyttelse af markedsmagt. Tilsagnets virkning reduceres imidlertid ved, at Nykredit siden 2012 har valgt at udstede alle nye lån i regi af Totalkredit, som ikke er omfattet af ordlyden af tilsagn (5). Alle Nykredits nyudlån er dermed i dag ikke reguleret af tilsagn (5).
825. Det er dog styrelsens vurdering, at tilsagnet har effekt både for eksisterende og eventuelt nye låntagere i Nykredit Realkredit. Tilsagn (5) regulerer således Nykredits fastsættelse af bidragssats over for *alle* Nykredit Realkredits kunder. For eksisterende kunder medfører tilsagnet *konkret*, at de er beskyttet mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet som følge af fusionen.
826. For så vidt angår potentielle nye kunder har tilsagn (5) den effekt, at Nykredit ikke kan udstede nye lån – hverken nu eller senere – i Nykredit Realkredit til bidragssatser, der overstiger niveauet i tilsagn (5). En fuldstændig og ubetinget ophævelse af tilsagn (5) alene for nyudlån vil føre til, at Nykredit Realkredit A/S straks vil kunne genoptage udstedelsen af nye udlån, men i så fald vil tilsagn (5) ikke længere regulere bidragssatsen for sådanne udlån. Hermed vil Nykredit reelt have fået ophævet tilsagnet for nye udlån, selv om der fortsat er skadelige virkninger af fusionen, der imidlertid så ikke længere modvirkes af et tilsagn fra fusionsparterne. En sådan ophævelse for nyudlån er efter styrelsens vurdering ikke en proportional løsning, der i tilstrækkelig grad tilgodeser det reguleringsmæssige formål, som stadig er til stede i kraft af, at de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig er til stede.
827. Nykredit har med bistand fra CE fremlagt beregninger og derigennem argumenteret for, at tilsagn (5) har en *negativ* indvirkning på den del af markedet og kunderne, som ikke er omfattet af tilsagnet, idet tilsagnet – ifølge Nykredit – siden 2012 har afholdt instituttet fra at udstede nye lån i navnet/brandet Nykredit Realkredit.
828. Heroverfor vurderer styrelsen, at tilsagn (5) ikke haft en sådan negativ indvirkning på den generelle konkurrence på markedet, at der er grundlag for at ophæve tilsagnet på nuværende tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen stadig består.
829. Styrelsen har for det første lagt vægt på, at tilsagnet som nævnt fortsat har et reguleringsmæssigt formål for de eksisterende kunder i Nykredit Realkredit som følge af Nykredits markedsstyrke. Styrelsen her endvidere lagt vægt på, at konkurrencen ikke vil blive ændret i væsentlig grad, selv om Nykredit Realkredit igen indtrådte som brand på markedet. Det skyldes først og fremmest, at Nykredit Realkredit og Totalkredit efter fusionen hele tiden har skullet betragtes som én aktør. Det ændrer sig ikke som følge af Nykredit Realkredits eventuelle genindtræden på markedet.
830. Dernæst er det vurderingen, at der – baseret på markedskaraktetika og markedsadfærd – er begrænsede muligheder for at differentiere produkterne i Nykredit Realkredit og Totalkre-

dit, og at den forskel i image – som Nykredit har anført, at der vil være – ikke vil spille en væsentlig rolle for forbrugernes erhvervelse af realkreditlån.

831. Det skal i den forbindelse yderligere bemærkes, at der ikke er noget til hinder for, at Nykredit igen kan udstede lån gennem Nykredit Realkredit. Beslutningen om at lægge nyudlån over i Totalkredit er alene truffet af Nykredit og står for Nykredits regning. Nykredit vil således også kunne træffe beslutning om, at der igen skal udstedes lån gennem Nykredit Realkredit.
832. Styrelsen har endvidere undersøgt, om der er andre forhold af betydning for Nykredits indtjening og omkostninger, som vil kunne udgøre ændrede markedsforhold og herunder kunne gøre tilsagnet unødigt byrdefuldt – og dermed ville kunne udgøre en saglig grund for at ophæve tilsagnet.
833. Styrelsen har vurderet, at de af Nykredit anførte forhold omkring Basel IV, samt Nykredits udmeldte afkastmål på egenkapitalen ikke betragtes som ændret markedsforhold for Nykredit. For så vidt angår Basel IV er forholdene i øjeblikket for uafklarede til at kunne lægges til grund i denne afgørelse. Med hensyn til afkastmål på egenkapitalen er der efter styrelsens vurdering ikke umiddelbart forhold, som tyder på, at afkastkravet på egenkapitalen bør være steget siden fusionstidspunktet i 2003. Det skal blandt andet ses i sammenhæng med, at renteniveauet, og dermed afkastet ved en risikofri investering, er faldet markant i perioden.
834. Styrelsen vurderer derimod, at markedsforholdene i et vist omfang er ændret, for så vidt angår forskellen mellem afkastkrav og risikofri rente, kravene til kapital, reglerne om den danske afviklingsformue, samt de omkostninger som Nykredit er blevet pålagt i forbindelse med opretholdelse af sin rating fra S&P.
835. Omkostningerne forbundet med de nævnte forhold er dog hverken samlet eller hver for sig øget i en sådan grad, at det har haft en så væsentlig betydning for Nykredits position og konkurrencen på markedet, at tilsagnet kan ophæves. Omkostningerne har desuden ikke en karakter, der gør, at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit at opfylde. Nykredit har haft en omtrent gennemsnitlig indtjening over de seneste år – sammenlignet med konkurrerende realkreditinstitutter. Nykredit opnår en i forhold til sine konkurrenter nogenlunde tilsvarende forrentning af egenkapitalen, ligesom Nykredits mulighed for mere effektiv drift næppe er udtømt. Tilsagnet har således ikke forhindret Nykredit Realkredit A/S i at generere overskud i perioden 2003 og frem til i dag.
836. Styrelsen vurderer derfor samlet set, at de ovennævnte forhold ikke er ændret i en sådan grad at tilsagn (5) er blevet unødigt byrdefuldt for Nykredit. Disse ændrede markedsforhold udgør således ikke en saglig grund for at ophæve tilsagnet. I den vurdering er der også lagt vægt på, at mængden af udlån omfattet af tilsagnet er faldet med [...] pct. siden 2011 og nu udgør [...] kr., hvilket svarer til [...] pct. af Nykredit-koncernens samlede realkreditudlån (til alle ejendoms-kategorier). Det har isoleret set betydet, at tilsagn (5) er blevet mindre byrdefuldt for Nykredit.
837. Det er således samlet set Konkurrence- og Forbrugerstyrelsens vurdering, at der ikke foreligger en saglig grund i form af ændrede markedsforhold, som vil kunne begrunde en ophævelse af tilsagn (5).
838. Styrelsen har undervejs i sagsforløbet haft en drøftelse med Nykredit om eventuelle nye tilsagn til modificering af tilsagn (5). Nykredit har i den forbindelse afgivet nedenstående tilbud om tilsagn til Konkurrencerådet.

*"TILSAGN A GÆLDENDE FOR BESTANDEN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Bestanden med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn A gældende for Bestanden tilbyder Nykredit:*

*For Bestanden fastsættes den gennemsnitligt vægtede bidragssats pr. lån højst til følgende ved Fuld Belåning:*

- *Fastforrentede lån med afdrag: 0,55 pct.*
- *F1-F4 (med og uden afdrag): 0,75 pct.*
- *Øvrige lån: 0,70 pct.*

*Eventuelle bidragsforhøjelser varsles i henhold til de Nye Varslingsregler, hvilket vil sige med 6 måneders varsel.*

#### *TILSAGN B GÆLDENDE FOR NY-UDLÅN*

*Tilsagn 5, 5a og 5b ophæves for Ny-udlån med virkning fra Konkurrencerådets Afgørelse.*

*Som et nyt Tilsagn B gældende for Ny-udlån tilbyder Nykredit:*

- *At undlade at opkræve*
  - *Kurstillæg,*
  - *Kurtage eller*
  - *andre gebyrer*

*i forbindelse med obligationshandler foretaget af Nykredit til brug for indfrielse af realkreditlån hos kunder, der har opsagt lånene inden for de første 6 måneder efter Nykredits varsling af eventuelle kommende bidragsforhøjelser, og*

- *At eventuelle rabatter på bidrag, der måtte blive ydet af Nykredit til privatkunder, skal afregnes i forbindelse med kundernes kvartalsvise terminsbetalinger og skal fordeles ligeligt på terminsbetalingerne for den periode, som rabatten måtte gælde for. Dette svarer til, hvad der aktuelt gælder for Totalkredits KundeKroner.*

*Tilsagn B skal være gældende indtil den 30. juni 2024, hvor det ophører uden videre i sin helhed og for alle lån.”[fodnoter udeladt af citatet]*

839. I forhold til de i dag gældende bidragssatser, jf. tilsagn (5b) medfører Nykredits tilsagn A, at bidragssatsen fastholdes uændret for fastforrentede lån med afdrag. Låntagere med F1-F4-lån kan opleve en bidragsstigning på op til 0,15 pct.-point mens satsen for øvrige lån kan stige med op til 0,10 pct.-point.
840. Styrelsen vurderer sammenfattende, at der er grundlag for at gøre Nykredits tilbud om tilsagn A om bidragssats for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit bindende.
841. I vurderingen lægges der vægt på, at merafkastkravet til kapital i forhold til den risikofri rente og afkastet ved placering af kapitalen er forøget. Da afkastkravet på egenkapitalen er uændret og indtjeningen på fondsbeholdningen er faldet, kan det begrunde en stigning i bidragssatserne. Derudover er kravene til kapitalens tabsabsorberende evne forøget i forhold til, hvad der var gældende på tidspunktet for 2011-afgørelsen. For så vidt angår ratingkravene har Nykredit umiddelbart oplevet en lempelse siden 2011, hvilket skyldes, at Nykredits aktuelle overkapitaliseringskrav fra S&P er lavere end kravet fra Moody's i 2011. Ratingforholdene udgør dog

stadig et ændret markedsforhold for Nykredit i forhold til situationen i 2003. Samlet medfører de øgede kapitalkrav, at Nykredits kapitalomkostninger er steget. Der lægges endvidere vægt på, at realkreditsektoren siden 2011-afgørelsen er blevet pålagt at indbetale til en fælles dansk afviklingsfond.

842. Endelig har styrelsen i vurderingen med en vis mindre effekt medregnet øgede kapitalkrav, der i et eller andet omfang må forventes indført i forlængelse af kommende Basel IV-anbefalinger.
843. De anførte forhold er samlet set ikke af en sådan karakter, at der er grundlag for at ophæve tilsagn (5). Styrelsen finder dog, at forholdene medfører, at der er grundlag for at lægge vægt på hensynet til Nykredit, således at det oprindelige tilsagn (5) kan modificeres med et andet og mere passende tilsagn givet de ændrede markedsforhold.
844. Styrelsen finder i den forbindelse, at Nykredits tilsagn A med de nævnte bidragssatser – henset til de øgede omkostninger – opfylder det samme reguleringsmæssige formål som tilsagn (5b) i sin nuværende form og tilsagn (5) før 1. april 2012. Med tilsagn A vil Nykredit for de eksisterende lån i Nykredit Realkredit stadig have de laveste bidragssatser i sektoren. Der lægges derigennem stadig et pres på Nykredit til at effektivisere og reducere omkostningerne, og kunderne er fortsat beskyttet mod koncentrationsbaserede prisstigninger.
845. Styrelsen lægger vægt på, at der stadig gælder et tilsagn vedrørende loft over bidragssatserne for de kunder i Nykredit Realkredit, der indgik låneaf tale før Nykredit ophørte med at tilbyde nyudlån til privatkunder i Nykredit Realkredit og i stedet alene i Totalkredit. Det primære reguleringsformål med det oprindelige tilsagn er at beskytte Nykredits låntagere mod udnyttelse og prisstigninger, der skyldes manglende konkurrence i markedet. Dette formål understøtter Nykredits nye tilsagn.
846. Der lægges vægt på, at tilsagnet p.t. gælder for kunder med et udlån på [...] kr., svarende til [...] pct. af Nykredits samlede realkreditlån. Nykredit har således på størstedelen af forretningsområdet mulighed for selv at fastsætte niveauet for bidragssatserne.
847. For nye lån ydet i brandet Nykredit Realkredit omfatter Nykredits tilsagn B, at lånene ikke vil være omfattet af begrænsninger på bidragssatsen. Til gengæld har Nykredit for sådanne nye lån tilbudt tilsagn om, at kurtage og kursskæring/kurstillæg ved indfrielse af lånet nedsættes til nul i en periode på seks måneder efter varsling af eventuelle bidragsstigninger. Derudover har Nykredit givet tilsagn om, at eventuelle fremtidige rabatter på bidrag for lån til privatkunder i Nykredit Realkredit vil blive indrettet på en måde, så kunderne får afregnet en eventuel rabat hvert kvartal i forbindelse med terminsbetalingen (svarende til hvad der aktuelt gælder for "KundeKroner").
848. Tilsagn B udløber pr. 30. juni 2024.
849. Styrelsen vurderer, at der er grundlag for at acceptere det af Nykredit tilbudte tilsagn B om kurtage og kursskæring/kurstillæg samt udmøntning af en eventuel rabat på bidragssatsen for nye lån i Nykredit Realkredit. Der er efter styrelsens vurdering også grundlag for at acceptere, at det nævnte tilsagn udløber pr. 30. juni 2024.
850. For så vidt angår nye kunder i Nykredit Realkredit har det oprindelige tilsagn (5) medvirket til en begrænsning i Nykredits virksomhed. Begrænsningen har bestået i, at Nykredit ikke har kunnet udstede lån i dette brand og samtidig sætte bidragssatsen frit. Det vil sige, at hvis Nykredit skulle kunne sætte bidragssatsen frit, måtte koncernen i stedet anvende brandet Totalkredit. For de nye kunder erstattes tilsagn (5) nu af et andet tilsagn B, der også medfører en



begrænsning på Nykredits virksomhed. Denne nye begrænsning angående kurtage og kurs-skæring/kurstillæg ved indfrielse samt kravet til udmøntning af en eventuel rabat på bidrags-satsen kan bidrage til, at kunderne nemmere kan skifte realkreditinstitut. Det kan derved blive mindre lønsomt for Nykredit Realkredit at sætte prisen op, og dermed kan tilsagnet være egnet til at øge konkurrencen.

851. Det er styrelsens vurdering, at effekten af det nye tilsagn B for nye lån alt andet lige er væsentligt mindre end den effekt, der ville have været af det oprindelige tilsagn (5), hvis Totalkredit havde været omfattet af tilsagnet og ikke kun Nykredit Realkredit.
852. Effekten af tilsagn B på Nykredits samlede udlån vurderes dog at være større end den effekt, som tilsagn (5b) har på nuværende tidspunkt, hvor Nykredit kun formidler nye lån gennem Totalkredit, og hvor der ikke gælder noget tilsagn.
853. Det nye tilsagn B er efter styrelsens vurdering en løsning, hvor der på den ene side tages hensyn til, at Nykredit ønsker at udstede lån i brandet Nykredit Realkredit igen, og på den anden side tages hensyn til, at der skal gælde et tilsagn for de nye lån i brandet på et tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder ved fusionen mellem Nykredit og Totalkredit stadig består.
854. For så vidt angår det forhold, at tilsagn B udløber pr. 30. juni 2024 lægger styrelsen vægt på, at effekten af tilsagn (5)/(5b) i forvejen vil være relativt begrænset i 2024, ved den nuværende bidragsstruktur, idet udlån som nævnt i dag alene sker via Totalkredit. Sammenholdt med, at der kun forventes en mindre effekt af det oprindelige tilsagn efter 2024, vurderes det som proportionalt, at tilsagn B omfatter et udløbstidspunkt fastsat til 30. juni 2024. Desuden kan anføres, at der i 2024 kun vil være få af de "gamle" lån tilbage i Nykredit Realkredit, der er omfattet af tilsagn (5b). I dag ligger mængden af udlån omfattet af tilsagn (5b) som nævnt på [...] kr. og mængden reduceres ifølge Nykredit med [...] kr. om året.
855. Styrelsen lægger endelig vægt på, at tilsagn B med udløb pr. 30. juni 2024 vil komme til at gælde i ca. syv år. Dette vurderes at være en tilstrækkelig lang periode til, at tilsagnet er egnet til at have en virkning for kunderne i Nykredit Realkredit.
856. Samlet vurderer styrelsen, at Nykredits nye tilsagn A og B afgivet den 25. september 2017 kan accepteres i sin helhed og kan træde i stedet for tilsagn (5), tilsagn (5a) og tilsagn (5b). Der er efter styrelsens vurdering tale om en løsning, hvor der på den ene side tages hensyn til forholdene vedrørende eksisterende og nye lån i Nykredit Realkredit på et tidspunkt, hvor de konkurrencemæssige betænkeligheder stadig består, samtidig med at der tages behørigt hensyn til, at tilsagnet ikke skal være unødigt byrdefuldt for Nykredit.