

Andelsboligforeningers anvendelse af lån med tilknyttede renteswap- aftaler



Andelsboligforeningers anvendelse af lån med tilknyttede renteswapaftaler

Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter
August 2012

Andelsboligforeningers anvendelse af lån med tilknyttede renteswapaftaler

Udgivet af Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter, august 2012

ISBN: 978-87-7134-043-3

Publikationen er tilgængelig på www.mbbi.dk

Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter
Gammel Mønt 4
1117 København K
Tlf.: 33 92 29 00
E-post: mbbi@mbbi.dk

Indhold

1. Indledning.....	4
2. Sammenfatning	5

DEL I

3. Baggrund	9
3.1. Indledning.....	9
3.2. Den private andelsboligforening.....	9
3.3. Andelsboligsektoren i tal.....	10
3.4. Andelsboligforeningens låneoptagelse	13
3.5. Andelshaverens låneoptagelse	14
3.6. Sammenfatning	14
4. Hvad er en renteswap?	16
4.1. Indledning.....	16
4.2. Renteswapaftaler	16
4.3. Renteswapaftalers betydning for restgældens kursfølsomhed	20
4.4. Risikomærkning af investeringsprodukter	22
4.5. Sammenfatning	23
5. Andelsboligforeningens regnskabsaflæggelse og fastsættelse af andelsværdien.....	25
5.1. Indledning.....	25
5.2. Andelsboligforeningens regnskabsaflæggelse efter ÅRL	25
5.3. Andelsboligforeningens fastsættelse af andelsværdien efter ABL	27
5.4. Skal markedsværdien af renteswapaftalen indregnes i andelsværdien?	27
5.5. Regulering af andelsværdien mellem to generalforsamlinger.....	29
5.6. Sammenfatning	29

DEL II

6. Omfanget af renteswapaftaler i andelsboligforeninger	31
7. Udvikling i andelsboligforeningernes ejendomsværdier	34
8. Renteswapaftalers fordele og ulemper.....	36
8.1. Indledning.....	36
8.2. Rentebetalinger og boligafgift.....	36
8.3. Formue og andelsværdi.....	38
8.4. Andelsboligforeningens og andelshavernes økonomi	42
8.5. Sammenfatning	44

1. Indledning

Nogle andelsboligforeninger har de senere år indgået renteswapaftaler med et pengeinstitut. Baggrunden har typisk været et ønske om at skaffe billig finansiering med en stabil boligafgift. Renten har imidlertid været faldende gennem de senere år, hvilket har medført, at værdien af de indgåede renteswapaftaler er blevet negative med – i nogle tilfælde – meget store beløb. Dette har reduceret foreningernes formue og dermed også givet et fald i andelsværdien.

For nogle andelshavere har den negative værdi af renteswapaftalen medført, at de ved salg har oplevet, at andelsværdien er faldet så betydeligt, at de reelt ikke kan sælge deres andelsbolig uden tab.

I denne rapport undersøges anvendelsen af renteswapaftaler i andelsboligforeninger og de konsekvenser, aftalerne kan have for foreningen, den enkelte andelshaver og eventuelle købere. Sigtet er at skabe grundlag for en vurdering af behovet for at iværksætte konkrete initiativer i forhold til anvendelsen af renteswapaftaler som finansieringsform for andelsboligforeninger.

Rapporten indledes i *kapitel 2* med en sammenfatning, hvor de vigtigste pointer kort opsummeres.

I *kapitel 3* beskrives andelsboligmarkedet med særlig fokus på de private andelsboligforeninger, der er genstand for rapporten. Endvidere beskrives finansieringen af en andelsboligforening.

I *kapitel 4* beskrives principperne bag det finansielle produkt renteswap, ligesom produktets kursfølsomhed analyseres. Endelig beskrives reglerne om risikomærkning af investeringsprodukter.

Kapitel 5 indeholder en beskrivelse af regnskabsaflæggelsen i en andelsboligforening, ligesom der redegøres for værdifastsættelsen af de enkelte andele i foreningen samt indregning af renteswapaftalerne i disse.

Kapitel 6 belyser omfanget af renteswapaftaler i andelsboligforeninger. Derefter analyseres i *kapitel 7* udviklingen i ejendomsvurderingen i ejendomme ejet af andelsboligforeninger. Endelig rundes rapporten af i *kapitel 8*, hvor fordele og ulemper ved swapaftaler i andelsboligforeninger holdes op imod hinanden.

2. Sammenfatning

Andelsboligsektoren består af ca. 9.000 andelsboligforeninger med omkring 210.000 boliger. Det svarer til knap 8 pct. af boligmassen. Der er andelsboliger i alle landets kommuner, men boligformen er hyppigst forekommende i København og Frederiksberg kommuner.

En andelsboligforening er en forening af beboere, der i fællesskab køber, ejer og driver den ejendom, de bor i. Den enkelte andelshaver ejer en andel af foreningens ejendom, og har brugsret til en konkret andelsbolig i foreningen.

En andelsboligforening kan maksimalt låne 80 pct. af ejendommens markedsværdi i et kreditinstitut. Eventuel finansiering herudover sker ved et indskud fra andelshaverne. Den enkelte andelshaver kan belåne sit andelsbevis.

Den samlede finansiering og værdiansættelse af en andelsbolig er generelt mere kompliceret og mindre gennemsigtig end den tilsvarende finansiering og værdiansættelse af en ejerbolig.

En del andelsboligforeninger har optaget lån med tilhørende renteswapaftale. Renteswapaftalen indgås mellem et pengeinstitut og andelsboligforeningen.

En renteswap er en finansiel aftale mellem to parter om at bytte rentebetalinger i en afgrænset periode, f.eks. 10 år. Typisk udveksles faste rentebetalinger med variable rentebetalinger. Ved renteswappens indgåelse og udløb er værdien 0. Undervejs i løbetiden forholder det sig imidlertid anderledes.

Et traditionelt fastforrentet realkreditlån kan konverteres og kan således altid indfries til kurs 100 (pari). Dermed beskyttes låntager mod store kurstab ved rentefald. En renteswapaftale er derimod "inkonverterbar". Inkonverterbare lån og andre finansielle produkter såsom en renteswap kan ikke indfries til kurs pari, hvorfor låntager kun kan slippe ud af aftalen, hvis han er parat til at betale en høj kurs. Denne type lån kan være meget kursfølsomme over for rentefald.

Renteswappen kan udformes som et såkaldt trappelån, hvor låntager i stedet for en fast rente, betaler en lav rente i begyndelsen af låneperioden. Renten stiger trinvist frem mod aftalens udløb.

Jo længere løbetid på swappen, jo større kursfølsomhed. Mens en 5-årig swapaftales værdi ændres med knap 5 pct. af hovedstolen ved en renteændring på 1 pct.point, ændres værdien af en 30-årig swapaftale med knap 20 pct. ved tilsvarende renteændring. For trappelån vil kursrisikoen være endnu større. Er der desuden aftalt afdragsfrihed på det bagvedliggende lån, vil det ligeledes forøge kursrisikoen.

Til sammenligning er kursfølsomheden på et 30-årigt konverterbart lån med fast rente på 5 pct. betydeligt mindre ved et rentefald. Hvis renten falder 1 pct.point, stiger kursen på restgælden således kun med 2,5 pct.

Generelt må en renteswapaftale betegnes som et avanceret finansielt produkt, der kan være vanskeligt at gennemskue for den "almindelige" låntager. En renteswapaftale gør finansieringen af andelsboliger endnu mere kompliceret og gør det dermed vanskeligere for almindelige andelskøbere at gennemskue risikoen.

En renteswap har risikomærkningen rød og placeres dermed i gruppen af de mest risikobehæftede investeringsprodukter. Til sammenligning har de almindelige danske realkreditobligationer, som anvendes til at funde realkreditlån (fastforrentede lån og rentetilpasningslån) risikomærkningen "grøn".

Risikomærkningen sigter på at gøre det nemmere at gennemskue de mulige konsekvenser, der følger af de forskellige investeringsprodukter. En andelsboligforening, der indgår en aftale om renteswap, skal derfor oplyses om risikoen for tab ved indgåelsen af et sådan investeringsprodukt.

Til efteråret indfører Erhvervs- og Vækstministeriet en ny risikomærkning af boliglån, der mere direkte er målrettet almindelige forbrugere af blandt andet realkreditlån.

Andelsboligforeningens regnskabsaflæggelse, fastsættelse af andelsværdien samt indregning af værdien af renteswap

Sælgeren af en andelsbolig skal udlevere et årsregnskab til køberen inden aftalens indgåelse. Når dette regnskab skal udarbejdes, skal reglerne i årsregnskabsloven¹ (ÅRL) følges.

Efter ÅRL kan andelsboligforeningen ved regnskabsaflæggelsen vælge at værdiansætte ejendommen efter to principper: den oprindelige kostpris eller dagsværdien. Årsregnskabet skal give et retvisende billede af foreningens økonomi. Der skal derfor i henhold til årsregnskabsreglerne være særligt gode grunde til at ændre værdiansættelsesmetode. Der kan således som udgangspunkt ikke skiftes mellem kostpris og dagsværdi fra år til år.

Andelsboligforeningens egenkapital – andelsværdien – opgøres som forskellen mellem foreningens aktiver og passiver. I foreningens aktiver indgår først og fremmest ejendommens værdi. I opgørelsen heraf kan foreningen efter ABL fastsætte ejendommens værdi som én af følgende værdier:

- a) Anskaffelsesprisen
- b) Den kontante handelsværdi som udlejningsejendom (valuarvurdering)
- c) Den offentlige ejendomsvurdering

Efter andelsboligloven² (ABL) er der ikke noget til hinder for at skifte fra ét værdiansættelsesprincip til et andet på næstkommende generalforsamling.

I foreningens passiver indgår foreningens prioritetsgæld. Har en forening indgået en renteswapaftale, skal værdien af denne som udgangspunkt indgå på samme måde som foreningens prioritetsgæld.

Hvis andelsboligforeningens ejendom værdiansættes efter *valuar- eller offentlig vurdering*, skal renteswappen medtages til markedsværdi. Værdiansætter andelsboligforeningen derimod ejendommen til *anskaffelsesprisen*, skal værdien af renteswapaftalen *ikke* medtages i beregningen af andelsværdien.

Ifølge ABL må værdien af en andel på *overdragelsestidspunktet* ikke overstige maksimalprisen. Hvis en forening har indgået en renteswapaftale, kan foreningens formue blive påvirket af ud-

¹ Lovbekendtgørelse nr. 323 af 11. april 2011 om årsregnskabsloven.

² Lovbekendtgørelse nr. 1716 af 16. december 2010 om andelsboligforeninger og andre boligfællesskaber.

sving i renteswappens værdi imellem to generalforsamlingen. I givet fald kan den i forbindelse med seneste generalforsamling opgjorte værdi være uanvendelig til opgørelse af andelens maksimalpris. Når en andel skal overdrages, må det derfor konkret vurderes, om der er behov for at foretage en ny beregning af maksimalprisen på baggrund af udsving i renteswappen.

Andelsboliger og renteswapaftaler

Det skønnes med en vis usikkerhed, at der er knyttet en renteswapaftale til omkring en fjerdedel af de realkreditlån, der er ydet til andelsboligforeninger. For de foreninger, der blev etableret i perioden 2005-2008, er andelen noget større. En del af disse foreninger har 30-årige swapaftaler. Kun en relativt lille andel af foreningerne har trappelån.

I nogle institutters renteswapaftaler er der tilføjet en klausul, som giver instituttet mulighed for dels at stille krav om sikkerhed (hvis swappen har en betydelig negativ værdi) og dels at kunne opsige swapaftalen. Sådanne klausuler, der kan være stærkt risikable for låntager, hvis de eksekveres, synes dog at være under udfasning.

Renteswapaftaler har som andre finansielle produkter både fordele og ulemper. På den ene side giver en aftale andelsboligforeningen mulighed for at opnå en fast ydelse, der er lavere end ydelsen på et traditionelt konverterbart lån med samme løbetid. Det har den fordel, at det giver en fast og forudsigelig boligafgift for den enkelte andelshaver.

På den anden side er en renteswapaftale inkonverterbar og dermed behæftet med en betydelig kursfølsomhed ved renteændringer. Ved at indgå en swapaftale har andelsboligforeningen med andre ord "swappet" renterisiko med formuerisiko.

En andelsboligforening kan i princippet være udsat for mindst to former for formuerisici. Foreningens formue påvirkes altid af udviklingen i ejendomsværdien. I foreninger, hvor en renteswap skal medregnes i værdiansættelsen af foreningens formue, påvirkes formuen – og dermed andelsværdien – endvidere direkte af udviklingen i renten.

Forud for finanskrisen var der formentlig nogle andelsboligforeninger med renteswap, der har "troet", at de kunne opnå en dobbelt gevinst i form af stigende ejendomspriser og faldende restgæld (på grund af en positiv værdi af renteswappen). I praksis er det dog endt med, at disse foreninger er blevet ramt dobbelt så hårdt i form af faldende ejendomspriser og stigende restgæld (på grund af en negativ værdi af renteswappen).

Hvis swappen skal medregnes i opgørelsen af foreningens nettoformue, vil swappen også have betydning for den maksimale pris en andelshaver må tage for sin andel. Renteswappens rentefølsomhed kan påvirke maksimalprisen i løbet af året – og dermed gøre det mere usikkert for den enkelte andelshaver, hvilken pris en andel kan sælges til. I værste fald kan en swap med en betydelig negativ værdi medføre, at den enkelte andelshaver kun kan sælge sin andel med et betydeligt tab.

Videre kan en renteswap med en betydelig negativ værdi muligvis gøre det dyrere at optage nye lån til f.eks. et presserende renoveringsprojekt og dermed have negative konsekvenser for den enkeltes boligafgift.

For den veldrevne andelsboligforening synes renteswapaftaler ikke nødvendigvis at udgøre noget problem. Det er langt fra alle foreninger med renteswaps, der har problemer. Og det er heller ikke alle de nødlidende andelsboligforeninger, der har renteswaps. Renteswappen synes således ikke generelt at være årsagen til, at visse foreninger i dag har økonomiske problemer.

Men renteswaps kan bidrage til, at de økonomiske problemer bliver vanskeligere at komme ud af.

Der ses således ikke generelt at være behov for en regulering, der helt fjerner mulighederne for at anvende renteswaps eller lignende finansielle instrumenter i finansiering af andelsboligforeninger. Det betyder ikke, at det ikke kunne være hensigtsmæssigt at gennemføre initiativer, der kan begrænse de kursrisici, foreningerne udsættes for, når de indgår en renteswap. I givet fald skal det nøje overvejes, hvordan utilsigtede påvirkninger af andelsboligmarkedet, herunder indlåsnings effekter for de nuværende andelshavere i foreninger med renteswaps, kan undgås.

Samtidig er det klart, at der er et betydeligt behov for vejledning (og rådgivning) om anvendelsen af renteswaps og lignende finansielle produkter. Der er overordnet set behov for at styrke gennemsigtighed og rådgivning på andelsboligmarkedet, således at andelsboligforeningen er i besiddelse af det bedst mulige grundlag, når de træffer beslutning om foreningens finansiering, og at både købere og sælgere er i besiddelse af det bedst mulige grundlag, når de handler en andelsbolig.

3. Baggrund

3.1. Indledning

Dette kapitel indeholder i afsnit 3.2 en beskrivelse af den private andelsboligforening. I afsnit 3.3 gives et overblik over andelsboligsektoren i tal.

I afsnit 3.4 og 3.5 beskrives andelsboligforeningens og andelshavernes låneoptagelse og hæftelse.

Reglerne om den professionelle rådgivers og foreningens ansvar for andelsboligforeningens låneoptagelse, herunder indgåelse og indregning af renteswapaftaler, behandles ikke nærmere i denne rapport. En professionel rådgiver, der har påtaget sig at rådgive foreningen om finansielle forhold, herunder indgåelse af en renteswapaftale, skal sørge for at have tilstrækkelig indsigt til at kunne rådgive foreningen om de risici, der er forbundet med at indgå en swapaftale. Andelsboligforeningen og bestyrelsen kan ligeledes ifalde ansvar, hvis de ikke sørger for, at værdiansættelsen af andelen er korrekt.

3.2. Den private andelsboligforening

En privat andelsboligforening er en forening af beboere, der i fællesskab køber, ejer og driver den ejendom, de bor i.

Ved køb af en andel i en privat andelsboligforening bliver man medlem af foreningen og samtidig medejer af andelsboligforeningens ejendom. Den enkelte andelshaver ejer en del af foreningen, og har brugsret til en konkret andelsbolig i foreningen.

Brugsretten til andelsboligen betyder, at andelshaveren har et større spillerum ved for eksempel ændringer af boligens indretning, end det er tilfældet i en lejebolig. Eventuelle ændringer skal dog godkendes af foreningens bestyrelse, men kan så medregnes ved opgørelsen af værdien ved salg.

Private andelsboligforeninger med 3 eller flere beboelseslejligheder er omfattet af ABL. Loven indeholder bl.a. en række ufravigelige bestemmelser om stiftelse, overdragelse og prisfastsættelse af andele.

Retsstillingen i den enkelte andelsboligforening beror i øvrigt på foreningens vedtægter³, der bl.a. fastsætter bestemmelser om indskud og hæftelse, boligafgift, bestyrelse og generalforsamling.

Den enkelte andelshavers "husleje" er sammensat af to komponenter: den månedlige boligafgift til foreningen (der dækker ydelser på foreningens lån og de løbende driftsudgifter) og andelshaverens egen ydelsesbetaling på et eventuelt optaget banklån til køb af andelsboligen.

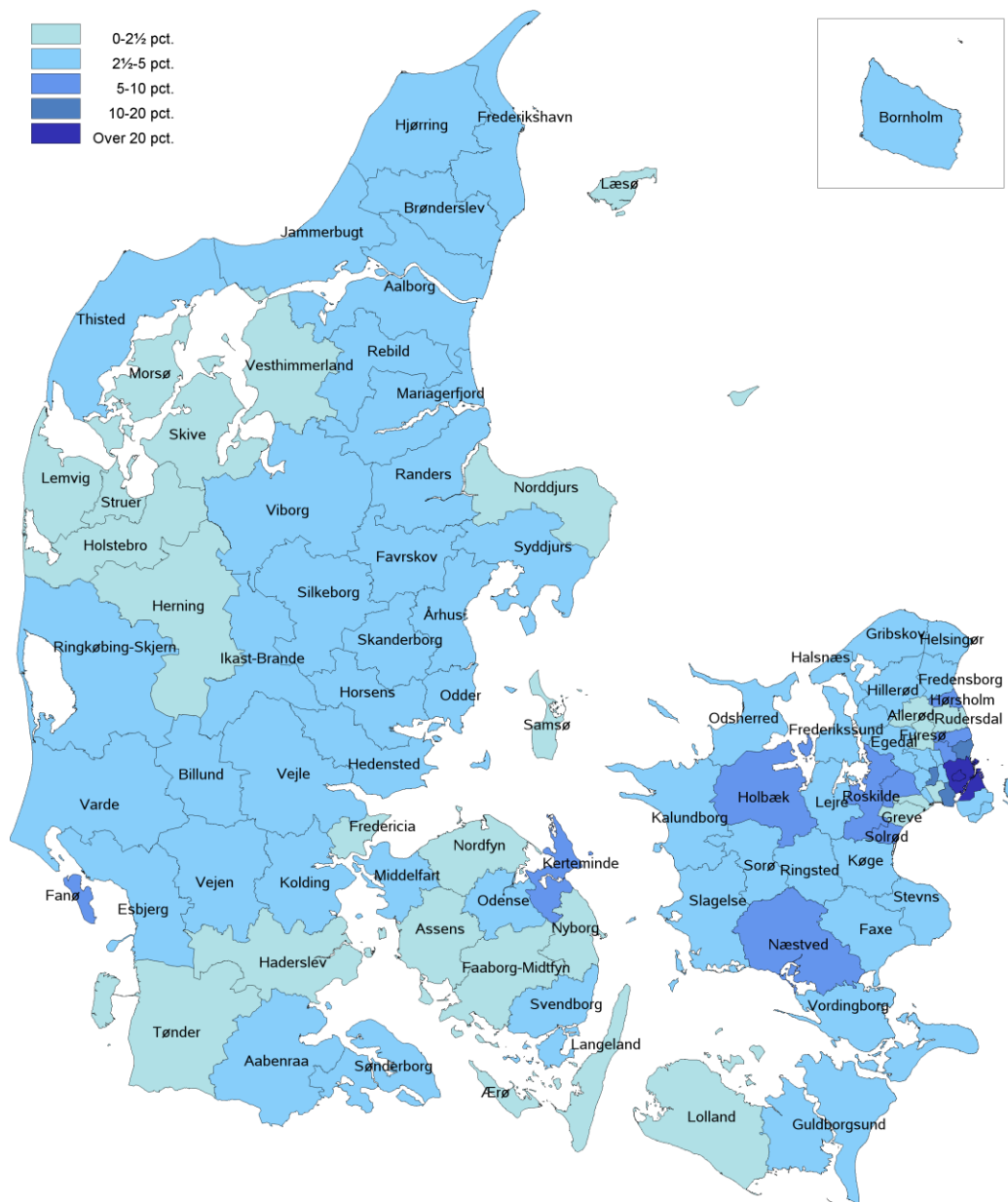
³ Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter har udarbejdet en vejledende normalvedtægt, der kan hentes på ministeriets hjemmeside, www.mbbi.dk.

3.3. Andelsboligsektoren i tal

Andelsboligsektoren består af knap 9.000 andelsboligforeninger med i alt godt 209.000 boliger og udgør knap 8 pct. af boligmassen. Andelen er størst i Københavns og Frederiksberg kommuner, hvor andelsboligerne udgør henholdsvis 33 pct. og 28 pct. af boligmassen.

Der er andelsboliger i alle kommuner og kun i 4 kommuner udgør de mindre end 1 pct. af boligmassen. I figur 3.1 er andelsboligerens andel i pct. af boligmassen fordelt efter kommuner.

Figur 3.1. Andelsboliger i pct. af boligmassen fordelt efter kommuner, 2010



Kilde: Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

Andelsboligforeningerne kan opdeles i 6 forskellige typer alt efter hvordan foreningerne er opstået, jf. tabel 3.1.

Tabel 3.1. Antal andelsboligforeninger og antal boliger, 2010

	Antal foreninger	Antal boliger	Antal boliger pr. forening
Gamle andelsboligforeninger	125	11.000	88
Traditionelle andelsboligforeninger	4.020	127.100	32
Andelsboligforeninger opført med offentlig støtte	3.160	45.800	14
Andelsboligforeninger med garanti	275	4.100	15
Helt ustøttede andelsboligforeninger	1.290	20.200	16
Genopståede andelsboligforeninger	100	1.080	11
I alt	8.970	209.280	23

Kilde: Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

De *gamle andelsboligforeninger* er opført som andelsboliger før 1981. Det drejer sig om ca. 125 foreninger med i alt ca. 11.000 boliger. Langt de fleste er opført i 1920'erne og 1930'erne. Fra 1955 og frem til 1980 er der ikke opført andelsboliger som nybyggeri.

De *traditionelle andelsboligforeninger* er opstået ved, at lejerne i en privat eller offentligt ejet udlejningsejendom har dannet en andelsboligforening, der har købt ejendommen på andelsbasis. 80 pct. af de traditionelle andelsboliger ligger i Københavns og Frederiksberg kommuner. Hovedstadsregionen i øvrigt tegner sig for 13 pct. Knap 99 pct. af de traditionelle andelsboliger ligger i etageejendomme.

I 1975 fik lejerne ret til at kræve en tilbudspligt tinglyst på deres udlejningsejendom, således at udlejeren ikke kunne overdrage ejendommen uden først at have tilbudt lejerne at overtage ejendommen på andelsbasis. I 1980 blev reglerne ændret, således at udlejeren altid skal tilbyde lejerne at overtage ejendommen på andelsbasis, inden den overdrages til anden side. Reglerne gælder for rene beboelsesejendomme med mindst 6 boliger og for andre ejendomme med mindst 13 boliger og har gjort det nemmere for lejerne at overtage deres ejendom på andelsbasis.

Fra 1980 til 2004 kunne der opføres *andelsboliger med offentlig støtte*. Boligerne er jævnt fordelt på kommuner. Der er således støttede andelsboliger i alle kommuner bortset fra Gentofte og Læsø.

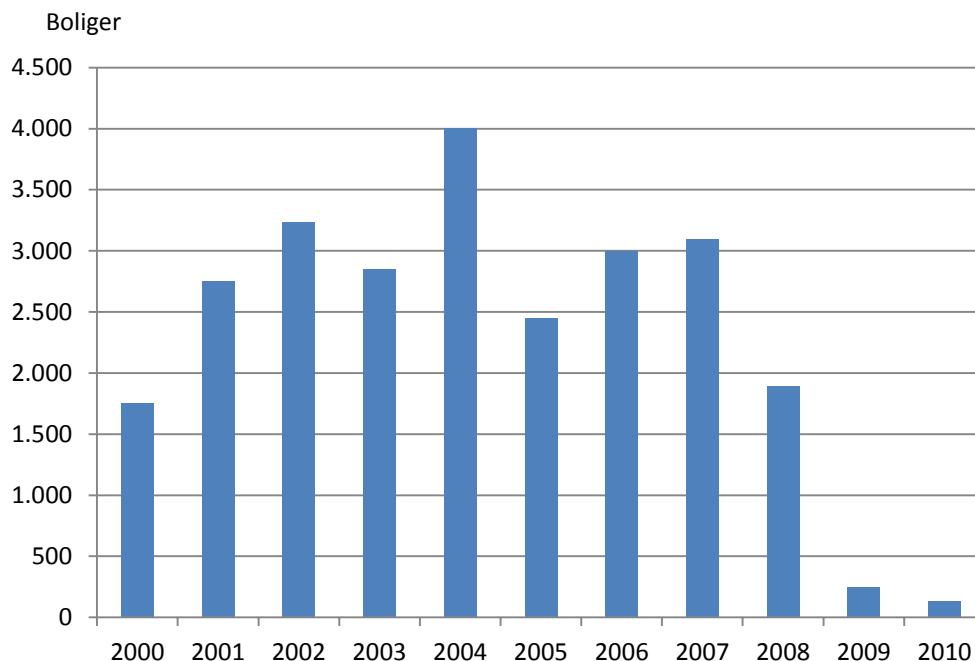
I 2000 blev der mulighed for at opføre "ustøttede" andelsboliger med støtte i form af en *kommunal garanti* for en del af belåningen. De garanterede andelsboliger er især opført i perioden 2001-2005. Der er opført garanterede andelsboliger i 66 kommuner.

Stort set alle de *helt ustøttede andelsboliger* er opført i 2000 og senere. Der er opført helt ustøttede andelsboliger i alle kommuner bortset fra 6 kommuner i hovedstadsregionen og 3 små ø-kommuner. Aalborg Kommune topper med godt 100 foreninger med i alt ca. 1.860 boliger.

Fra 2003 til 2005 blev en del traditionelle andelsboligforeninger opløst og foreningernes ejendomme solgt. I en del tilfælde blev ejendommene efter kort tid *videresolgt til en ny andelsboligforening*. Stort set alle videresalgene til en ny andelsboligforening fandt sted i Århus og Københavns kommuner. Formålet med at opløse en andelsboligforening for kort tid efter at oprette en ny andelsboligforening i samme ejendom, har i nogle tilfælde været at opnå en ny højere anskaffelsessum, der kunne danne grundlag for beregning af maksimalprisen. Siden 2005 har en andelsboligforening ikke lovligt kunne erhverve en ejendom, der inden for de seneste 5 år har været ejet af en andelsboligforening.

I figur 3.2 er vist den årlige tilgang af traditionelle andelsboliger siden 2000. Samlet er der i perioden etableret 760 nye traditionelle andelsboligforeninger med i alt ca. 25.400 boliger. Den største tilgang var i 2004 med ca. 4.000 boliger. Efter 2008 er tilgangen faldet til et meget lavt niveau.

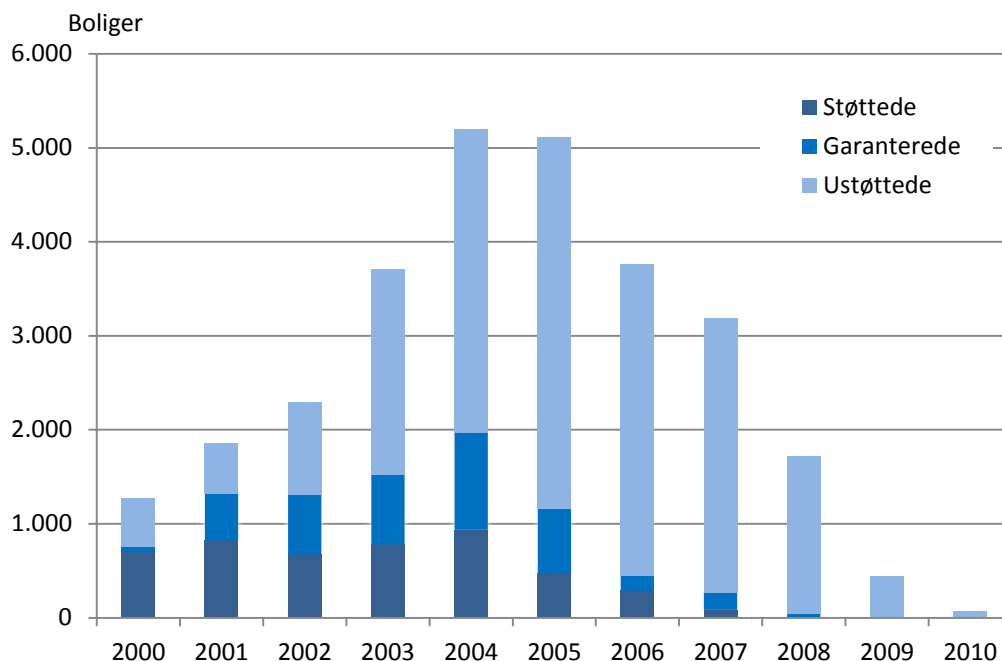
Figur 3.2. Tilgang af traditionelle andelsboliger 2000-2010



Anm: Opgørelsen for 2010 er foreløbig. Det endelige tal forventes at blive 30-40 pct. højere end anført.
Kilde: Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

I figur 3.3 er vist den årlige tilgang af nyopførte andelsboliger siden 2000. Samlet er der i perioden etableret 1.780 andelsboligforeninger ved nybyggeri (inkl. ombygningsprojekter) med i alt ca. 28.630 boliger. Tilgangen omfatter støttede, garanterede og ustøttede andelsboligforeninger. Den største tilgang var i 2004 og 2005 med godt 5.000 boliger pr år. Siden er tilgangen faldet stærkt og er i 2009 og 2010 kommet ned på et meget lavt niveau.

Figur 3.3. Tilgang af nyopførte andelsboliger 2000-2010



Anm: Opgørelsen for 2010 er foreløbig. Det endelige tal forventes at blive 30-40 pct. højere end anført.
Kilde: Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

3.4. Andelsboligforeningens låneoptagelse

En andelsboligforening kan maksimalt låne 80 pct. af ejendommens markedsværdi i et kreditinstitut. Resten finansieres ved et indskud fra andelshaverne.

Kreditinstitutterne tilbyder samme type lån til andelsboligforeninger, som de lån, der anvendes ved finansiering af ejerboliger. Men andelsboligforeninger tilbydes også lån, som i højere grad er rettet mod erhvervskunder, f.eks. de nedenfor nævnte CIBOR-lån⁴ og renteswapaftaler.

Almindelige lånetyper er fast forrentede lån og rentetilpasningslån:

Fastforrentede lån. Disse lån har en fast rente og fast ydelse gennem hele lånets løbetid. Låne-
ne er konverterbare.

Rentetilpasningslån (eller et variabelt forrentet lån). Disse lån får med jævne mellemrum til-
passet sin rente. Dermed ændrer terminsydelsen sig over tid afhængigt af markedrenten. Pe-
rioden mellem de enkelte rentetilpasninger kan variere mellem 1-10 år. Er der tale om et CI-
BOR-lån kan perioden være kortere, typisk mellem 3 og 12 måneder.

Kreditinstitutterne kan tilbyde *afdragsfrihed* – typisk maksimalt op til 10 år – i forbindelse med
både fastforrentede lån og rentetilpasningslån.

I tilknytning til et variabelt forrentet realkreditlån kan andelsboligforeningen indgå en finansiel
aftale, herunder en renteswapaftale med et pengeinstitut. Renteswapaftalen er inkonverter-
bar og indebærer, at realkreditlånets variable rente byttes med en fast rente, jf. kapitel 4.

⁴ CIBOR er en forkortelse for Copenhagen Interbank Offered Rates, som er den rente, banker tilbyder for
indskud i andre banker på interbank-markedet i København. CIBOR fastsættes dagligt for indskud med
forskellige løbetider.

Den enkelte andelshavers hæftelse for foreningens lån afhænger af vedtægterne i den enkelte forening. Anvender foreningen normalvedtægten, er udgangspunktet en begrænset hæftelse, jf. boks 3.1.

Boks 3.1. Andelshavernes hæftelse

Andelsboligloven

§ 5. Andelshaverne hæfter alene med deres indskud for forpligtelser vedrørende foreningen, jf. dog stk. 2.

Stk. 2. For de lån i realkredit- eller pengeinstitutter, der optages i forbindelse med stiftelsen eller efter stiftelsen i henhold til lovlig vedtagelse på generalforsamling, og som er sikret ved pantebrev eller håndpant i ejerpantebrev i foreningens ejendom, hæfter andelshaverne uanset stk. 1 personligt og pro rata efter deres andel i formuen, såfremt kreditor har taget forbehold herom.

Stk. 3. En fratrædende andelshaver eller andelshaverens bo hæfter for forpligtelsen efter stk. 1 og stk. 2, indtil en ny godkendt andelshaver har overtaget andelen og dermed er indtrådt i forpligtelsen.

Hovedreglen vil ud fra ovenstående være, at den enkelte andelshaver i en konkurstruet andelsboligforening udelukkende hæfter med sit indskud for forpligtelser, der vedrører foreningen. Kreditinstitutterne kan dog, jf. ovenstående, sikre deres lån ved at tage forbehold om, at andelshaverne skal hæfte personligt og pro rata efter deres andel i formuen.

3.5. Andelshaverens låneoptagelse

De enkelte andelshavere har siden 1. februar 2005 kunnet optage lån med pant i deres andel. Da andelshaveren ikke ejer sin andelslejlighed, men blot har brugsret til denne, ydes der ikke realkreditlån til den enkelte andelshaver. Realkreditlån kan kun optages med pant i fast ejendom.

Selvom panthaver får pant i andelshaverens andel i foreningen (og ikke den konkrete andelsbolig), har panthaver ikke nogen indflydelse på ejendommens drift eller på f.eks. foreningens beslutninger om, hvilket værdiansættelsesprincip, der skal anvendes. Det er ikke muligt for panthaver at gøre lånet betinget af en sådan indflydelse.

Foreningen kan beslutte at begrænse andelshavernes pantsætning til 80 pct. af pantets værdi, men foreningen kan derudover ikke opstille regler for pantsætningen - hverken i forhold til låneformål eller lånebeløb.

Der kan frit foretages udlæg i andelsboliger, og kreditorer kan således gøre udlæg hos de enkelte andelshavere, hvis de ikke betaler deres gæld. Det betyder, at andelsboligen kan tvangs sælges, hvis gælden ikke betales.

Reglerne gælder uanset, hvad der måtte stå i foreningens vedtægter om forbud mod pantsætning og forbud mod kreditorforfølgning.

Reglerne betyder ikke noget for foreningens økonomi som sådan, idet foreningen ikke hæfter for andelshavernes gæld, og såfremt det viser sig, at en andelsbolig er overbelånt, får kreditor kun det provenu, der måtte komme ud af tvangssalget.

3.6. Sammenfatning

En andelsboligforening er en forening af beboere, der i fællesskab køber, ejer og driver den ejendom, de bor i.

Den enkelte andelshaver ejer en del af foreningen, og har brugsret til en konkret andelsbolig i foreningen.

Andelsboligsektoren består af knap 9.000 andelsboligforeninger med i alt godt 209.000 boliger og udgør knap 8 pct. af boligmassen. Andelen er størst i Københavns og Frederiksberg kommuner, hvor andelsboligerne udgør henholdsvis 33 pct. og 28 pct. af boligmassen.

Når en andelsboligforening etableres, skal foreningens ejendom(me) finansieres. Maksimalt 80 pct. af markedsværdien kan finansieres gennem et kreditinstitut. Resten finansieres ved et indskud fra andelshaverne.

4. Hvad er en renteswap?

4.1. Indledning

Dette kapitel indeholder en beskrivelse af det finansielle produkt renteswap. I afsnit 4.2 forklarer principperne bag en renteswapaftale – hvordan swaprenten bestemmes og swapaftalen værdiansættes. Afsnit 4.3 indeholder en analyse af den kursfølsomhed, der er knyttet til en swapaftale.

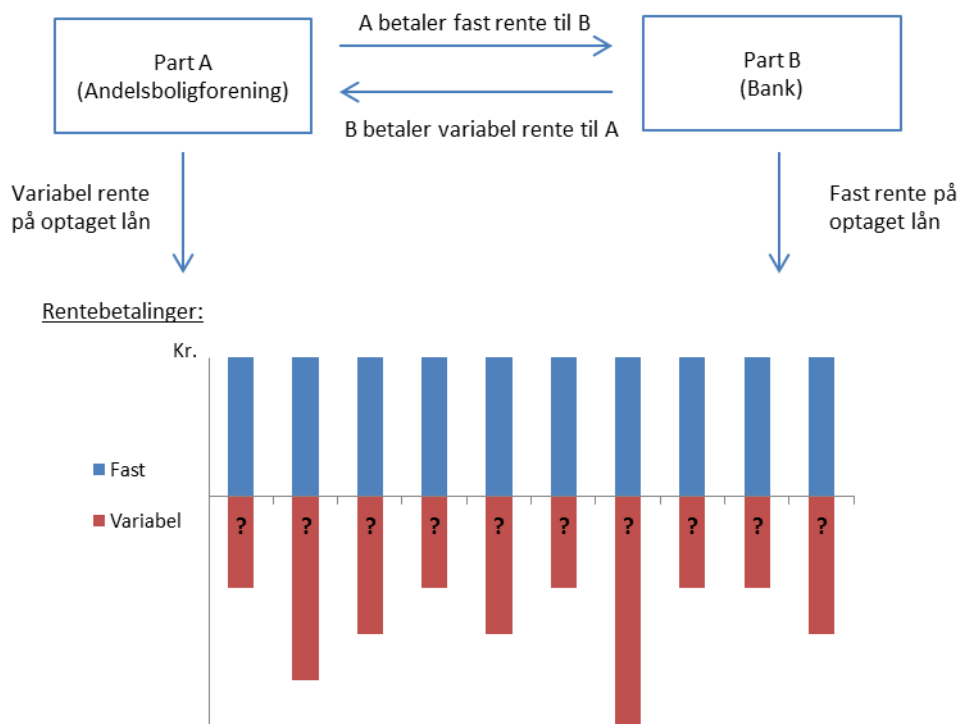
4.2. Renteswapaftaler

En renteswap er en finansiell aftale mellem to parter om at bytte rentebetalinger i en afgrænset periode, f.eks. 10 år. Typisk udveksles faste rentebetalinger med variable rentebetalinger. En renteswapaftale indgås med et pengeinstitut.

Renteswapaftalen giver andelsboligforeningen mulighed for at opnå en fast ydelse, der ligger under ydelsen på et fastforrentet konverterbart realkreditlån med samme løbetid. Den 10-årige swaprente var i marts 2012 på ca. 2,35 pct. p.a. Andelsboligforeningen kan dermed bibeholde en fast ydelse og en fast og forudsigelig boligafgift for den enkelte andelshaver. Ulemper er, at foreningen giver afkald på sin konverteringsret, hvilket – som det vil fremgå af afsnit 4.3 – øger kursrisikoen betragteligt ved rentefald.

Figur 4.1 illustrerer princippet i en renteswapaftale. Hvis f.eks. part A (andelsboligforeningen) har optaget et variabelt forrentet lån, men ønsker at betale faste renter, og part B (banken) har optaget et fastforrentet lån, men ønsker at betale variabel rente, kan de to parter med fordel bytte rentestrømme. Part A's betaling af variable renter på hans lån kan dækkes af de betalinger, han får af part B, og vice versa.

Figur 4.1. Renteswap



Som figur 4.1 viser, er der tale om to rentebetalinger:

- En fast rentebetaling med en fast swaprente
- En variabel rentebetaling

Normalt fastsættes den faste rente i swapaftalen således, at nutidsværdien af den faste betalingsprofil svarer til værdien af den forventede variable betalingsprofil på indgåelsestidspunktet. Dette indebærer, at værdien af en swap på indgåelsestidspunktet er nul. Fastsættelsen af swaprenten bygger således på parternes forventning til renteutviklingen i aftalens løbetid.

I princippet vil parterne i en renteswapaftale derfor med udgangspunkt i den nuværende rentestruktur og de markedsforventninger til den fremtidige rente, der er indbygget heri, forsøge at finde frem til swaprenten. Typisk vil pengeinstituttet give andelsboligforeningen et tilbud om en fast swaprente, som foreningen kan acceptere eller lade være.

I boks 4.1 er illustreret en teknik, der kan anvendes til at fastsætte swaprenten.

Når et pengeinstitut indgår en swapaftale med en andelsboligforening, vil pengeinstituttet typisk på samme tid gå på markedet for renteswaps og indgå en tilsvarende swapaftale – blot med modsat fortegn – for derved at afdække renterisikoen. Institutterne tager sig betalt via en rentemarginal, som blandt andet skal afdække risikoen for, at andelsboligforeningen misligholder swapaftalen.

Boks 4.1. Fastsættelse af renten i en renteswap

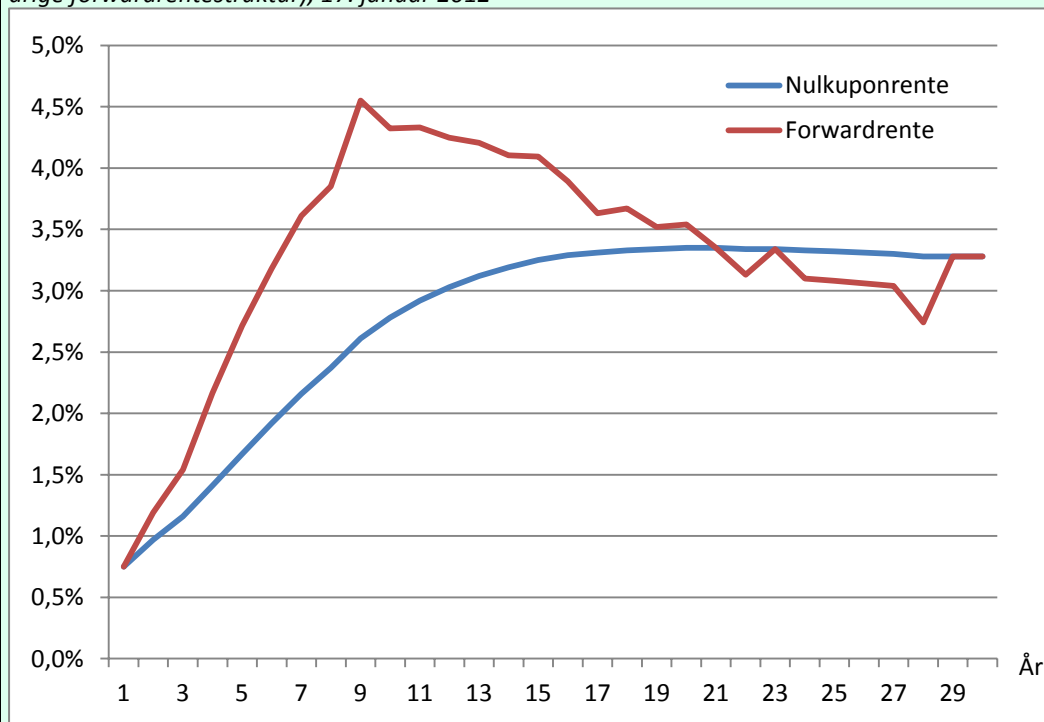
Denne boks indeholder en illustration af en teknik til at fastsætte swaprenten. I en renteswap bliver hovedstolen ikke udvekslet. Hovedstolen er "syntetisk" og bliver kun anvendt til at bestemme størrelsen på betalingerne i de enkelte terminer. For at understrege, at hovedstolen er syntetisk, bliver værdien af hovedstolen i en renteswap ofte betegnet som den notionelle værdi i stedet for den nominelle værdi.

For at få et udtryk for rentestrukturen vil begge parter i en renteswap typisk forsøge at estimere en rentekurve/rentestruktur. Udgangspunktet for estimationen er nulkuponrenter på nulkuponobligationer. En **nulkuponobligation** er en obligation, som kun har én betaling – nemlig hovedstolen – der forfalder ved udløb. Prisen på obligationen bestemmer det effektive afkast til udløb på nulkuponobligationen. Dette effektive afkast svarer til **nulkuponrenten** på nulkuponobligationen.

På det danske obligationsmarked handles der kun få nulkuponobligationer og alle disse har en løbetid på under 1 år. Dermed siger priserne på disse obligationer kun noget om renten i den "korte ende" af rentestrukturen. For at få information om resten af rentestrukturen dannes syntetiske nulkuponobligationer på baggrund af kuponrenter og kurser på handlede kuponobligationer ved hjælp af en metode kaldet bootstrapping (se f.eks. Hull (2009), "Options, futures and other derivatives" (seventh edition), Pearson Prentice Hall).

I figuren nedenfor er den estimerede rentestruktur for realkreditobligationer medio januar 2012 vist. **Forwardrentestrukturen**, som er direkte afledt af nulkuponrentestrukturen, er desuden angivet. En forwardrente er en rente på en i dag indgået aftale om et lån mellem to fremtidige tidspunkter med den egenskab, at nutidsværdien af denne aftale er nul.

Den estimerede rentestruktur for inkonverterbare realkreditlån (nulkuponrentestrukturen og den et-årige forwardrentestruktur), 17. januar 2012



Kilde: Danmarks Nationalbank og Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

Rentestrukturen ovenfor er estimeret på baggrund af observerede priser på handlede inkonverterbare stats- og realkreditobligationer med forskellig løbetid. Denne type estimationer vil typisk involvere

særlig software. Jo længere ude på rentekurven, man befinder sig, jo større usikkerhed vil der være forbundet med estimatet.

Ved fastsættelsen af swaprenten sættes de to betalingsprofiler – profilen med **fast** rente (swaprenten) og profilen med en **variabel** rente – lig med hinanden. Nulkuponrentestrukturen er et udtryk for prisen på et lån med varierende løbetid og benyttes til at tilbagediskontere både den faste og den variable betalingsprofil i en renteswapaftale. Forwardrentestrukturen anvendes som de forventede renter for den variable betalingsprofil.

Ved hjælp af rentestrukturen i figuren prisfastsættes en renteswapaftale med f.eks. en 10-årig løbetid, jf. ligning (i).

$$\begin{aligned}
 & \text{Variabel forrentet betalingsprofil} \\
 (i) \quad & HS \cdot \left(\frac{f_{0,1}}{1+n_1} + \frac{f_{1,2}}{(1+n_2)^2} + \dots + \frac{1+f_{9,10}}{(1+n_{10})^{10}} \right) \\
 & = HS \cdot \left(\frac{s}{1+n_1} + \frac{s}{(1+n_2)^2} + \dots + \frac{1+s}{(1+n_{10})^{10}} \right) \\
 & \quad \text{Fastforrentet betalingsprofil}
 \end{aligned}$$

Hvor HS er den notielle hovedstol, $f_{i,i+1}$ er forwardrenten mellem år i og år $i+1$, n_i er nulkuponrenten for år i og s er den faste swaprente. Ved at isolere s (bemærk at den variabelt forrentede betalingsprofil pr. definition er lig 1) fås et udtryk for swaprenten, jf. (ii)

$$(ii) \quad s = \frac{1 - \frac{1}{(1+n_{10})^{10}}}{\frac{1}{1+n_1} + \frac{1}{(1+n_2)^2} + \dots + \frac{1}{(1+n_{10})^{10}}}$$

Anvendes rentestrukturen fra figuren fås en swaprente på $s = 2,68$ pct. for en 10-årig renteswapaftale.

Værdien af swapaftalen kan beregnes som forskellen mellem værdien af den fastforrentede betalingsprofil (højresiden af (i)) og værdien af den variabelt forrentede betalingsprofil (venstresiden af (i)). I udgangspunktet vil værdien af swapaftalen pr. definition være nul.

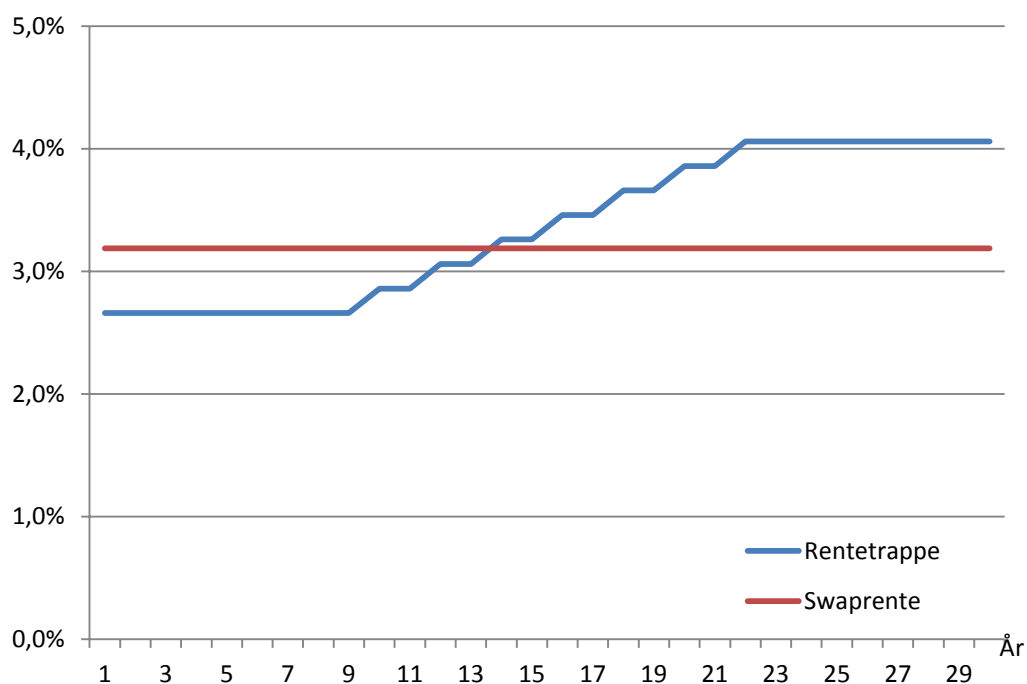
Når aftalen om renteswappen er indgået, vil ændringer i forventningerne til rentestrukturen medføre ændringer i swapaftalens værdi. I udgangspunktet er værdien som nævnt nul, men efterfølgende ændringer i rentestrukturen vil gøre værdien af den faste swaprente enten positiv eller negativ. For andelsboligforeningen kan værdien af den faste swaprente beregnes som *forskellen* mellem nutidsværdien af den variabelt forrentede betalingsprofil for pengeinstitutet og nutidsværdien af andelsboligforeningens fastforrentede betalingsprofil, jf. boks 4.1.

Hvis renterne stiger, vil fordelene ved at have aftalt en lavere, fast swaprente stige. Dermed øges værdien af swapaftalen. Omvendt vil faldende renter få værdien af den fastforrentede betalingsprofil – og dermed værdien af andelsboligforeningens (i dette tilfælde relativt høje) faste swaprente – til at falde. Kursfølsomheden belyses nærmere i afsnit 4.3.

En renteswap kan også udformes som et såkaldt trappelån. I stedet for en fast swaprente aftales det, at låntager betaler en relativ lav rente i begyndelsen af aftalens forløb, og at renten herefter stiger trinvis frem mod aftalens udløb. Figur 4.2 illustrerer en fast swaprente og sammenholder denne med en rentetrappe. Den trinvis stigning i rentebetalingerne fastsættes

igen, så nutidsværdien af de samlede betalinger i rentetrappen svarer til den variable betalingsprofil. Opgjort i nutidsværdi, vil der således ikke være forskel på, om der vælges en fast swaprente eller en rentetrappe.

Figur 4.2. Renteswap med fast swaprente sammenholdt med rentetrappe



4.3. Renteswapaftalers betydning for restgældens kursfølsomhed

I det følgende undersøges renteswapaftalens kursfølsomhed ved renteændringer og ved forskellige løbetider.

I eksemplet i tabel 4.1 forudsættes det, at et afdragsfrit rentetilpasningslån med 1-årig rentetilpasning kombineres med swapaftaler med varierende (rest)løbetid. Dermed byttes den variable rentebetaling på rentetilpasningslånet med en fast swaprente i swappens løbetid. Når renten på rentetilpasningslånet tilpasses årligt, vil kursen på rentetilpasningslånet typisk ligge tæt på 100 i hele lånets løbetid. Derfor vil ændringer i kursen på den samlede låneaftale (rentetilpasningslån + swapaftale) stort set alene kunne tilskrives ændringer i værdien af renteswappen.

I tabel 4.1 er den beregnede swaprente for (rest)løbetider i 5-årsintervaller vist. Der er taget udgangspunkt i rentestrukturen, som den så ud den 17. januar 2012. Swaprenten varierer fra 1,65 pct. p.a. ved en løbetid på 5 år til 3,19 pct. p.a. ved en løbetid på 30 år.

Tabel 4.1. Beregnet swaprente pr. 17. januar 2012 og restgældens kursfølsomhed ved ændring i swaprenten på +/- 1 pct. point

	Beregnet Swaprente	Restgældens kursværdi ved ændring i swaprenten på		
		-1 pct.point	0 pct.point	+1 pct.point
<i>Swappens restløbetid</i>				
5 år	1,65 %	104,8	100,0	95,2
10 år	2,68 %	108,9	100,0	91,1
15 år	3,10 %	112,3	100,0	87,7
20 år	3,20 %	115,1	100,0	84,9
25 år	3,20 %	117,4	100,0	82,6
30 år	3,19 %	119,5	100,0	80,5

Anm. I beregningerne er det forudsat, at rentebetalingerne på et afdragsfrit rentetilpasningslån med 1-årig rentetilpasning byttes med en fast swaprente. Kursværdien på restgælden opgøres som kursen på rentetilpasningslånet (forudsat at være lig 100) + værdien af swappen i forhold til kursværdien på lånet.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

Højre side af tabellen viser kursværdien af den samlede låneaftale (rentetilpasningslån med tilknyttet renteswapaftale), hvis swaprenten ændres med +/- 1 pct.point. Tabellen giver et billede af renteswappens kursfølsomhed. Den illustrerer, hvad det vil koste for låntager at indfri restgælden på den samlede låneaftale, hvis swaprenten ændres med +/- 1 pct.point afhængigt af, om swappen har en restløbetid på 5 år, 10 år osv.

Antag at en andelsboligforening med et afdragsfrit rentetilpasningslån den 17. januar 2012 indgår en 20-årig swapaftale med en fast rente på 3,2 pct. p.a. Hvis swaprenten dagen efter falder 1 pct.point vil kursværdien på foreningens restgæld være på 115,1. Det svarer til et kurstab på godt 15 pct. for andelsboligforeningen og har den betydning, at foreningens restgæld er forøget med 15 pct. alene som følge af faldet i swapaftalens værdi. Foreningen skal betale 115,1 pct. af restgælden, hvis den vil opsig lånet.

Det ses, at ændringen i kursværdien på restgælden numerisk er den samme ved et rentefald og en rentestigning. Formueeffekten for swapparten med fast rente er naturligvis modsat, idet den er positiv ved en rentestigning og negativ ved et rentefald.

Hvis der i stedet for den faste swaprente er aftalt en såkaldt rentetrappe – dvs. hvor rentebetalingerne trinvis stiger frem mod aftalens udløb – vil kursrisikoen være endnu større. Rentetrappen skyder rentebetalingerne længere ud i fremtiden, hvilket vil øge kursfølsomheden på restgælden. Er der aftalt afdragsfrihed på det bagvedliggende lån, vil det forøge kursrisikoen i forhold til et lån med afdrag..

Det fremgår af tabel 4.1, at kursrisikoen stiger i takt med, at løbetiden øges. Mens restgælden ved en 5-årig swapaftale ændres med knap 5 pct. ved en renteændring på 1 pct.point, ændres restgælden ved en 30-årig swapaftale med knap 20 pct. ved tilsvarende renteændring.

Til sammenligning er kursfølsomheden på et 30-årigt konverterbart lån på 5 pct. betydeligt mindre ved et rentefald. Hvis renten falder 1 pct.point, falder kursen således kun med 2,5 pct.

Renteswapaftalen har således en væsentlig større kursfølsomhed ved renteændringer end et klassisk fastforrentet realkreditlån. Det skyldes, at renteswapaftalerne er inkonverterbare.

Et traditionelt konverterbart realkreditlån kan altid indfries til kurs 100 (pari). Et almindeligt fastforrentet realkreditlån kan således konverteres, hvis renten udvikler sig på en måde, hvor det er mere fordelagtigt at optage en anden type lån. Dermed opnås en væsentlig lavere kursrisiko på lånet ved et rentefald.

Indfrielse til kurs 100 lader sig ikke gøre, hvis der er knyttet en renteswapaftale til belåningen, da swappen er inkonverterbar. Med swapaftalens ombytning af en variabel for en fast rente, sætter et rentefald sig derfor igennem som en højere kurs på restgælden. Dermed bliver det dyrere for låntager at indfri restgælden, og låntager bliver udsat for en markant større kursrisiko ved et rentefald.

For god ordens skyld skal det understreges, at også retten til konvertering har en pris. Ved et traditionelt realkreditlån betaler låntager således en konverteringspræmie for at få ret til at indfri obligationerne til kurs pari. Renten på et traditionelt, konverterbart 30-årigt fastforrentet lån ligger således typisk omkring 0,5 pct.point over renten for en 30-årig renteswap.

Den swaprente, der kan opnås med en renteswap for en given periode, vil stort set svare til de renter, der kan opnås med et rentetilpasningslån med samme længde. F.eks. vil swaprenten på en 10-årig swap stort set svare til renten på et rentetilpasningslån med en 10-årig rentebindingsperiode (RTL-10). Rentetilpasningslånene er også inkonverterbare og er behæftet med en tilsvarende kursrisiko.⁵

4.4. Risikomærkning af investeringsprodukter

Renteswap er et investeringsprodukt og er dermed omfattet af reglerne om risikomærkning af investeringsprodukter.

I medfør af lov om finansiel virksomhed er det i bekendtgørelse 345 af 15. april 2011 om risikomærkning af investeringsprodukter fastsat, at investeringsrådgivere og finansielle virksomheder, der formidler køb af investeringsprodukter til detailkunder, skal oplyse om risikomærkning af de investeringsprodukter, som de formidler eller yder investeringsrådgivning om. Reglerne trådte i kraft den 1. juli 2011 og gælder kun for handler indgået herefter.

Risikomærkningen består i, at de enkelte investeringsprodukter bliver placeret i forskellige kategorier (grøn, gul eller rød), afhængigt af den risiko, der er forbundet med produktet for en investor, jf. boks 4.2.

⁵ I praksis vil den 10-årige swaprente f.eks. være en anelse lavere end renten på et 10-årigt rentetilpasningslån. Det skyldes, at CIBOR-obligationsmarkedet – CIBOR-lån anvendes typisk i forbindelse med swapaftaler – er mere likvidt i forhold til markedet for f.eks. 10-årige rentetilpasningsobligationer

Boks 4.2. Risikomærkning af investeringsprodukter

Et investeringsprodukt er i kategorien **grøn**, hvis risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue. Det gælder f.eks. danske statsobligationer, skatkammerbeviser, eurolandes statsobligationer samt danske realkreditobligationer.

Et investeringsprodukt er i kategorien **gul**, hvis der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist og produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue. F.eks. øvrige landes statsobligationer og realkreditobligationer, aktier og erhvervsobligationer, der handles på et reguleret marked, garantbeviser og andelsbeviser.

Endelig er et investeringsprodukt i kategorien **rød**, hvis der er risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller hvis produkttypen er vanskelig at gennemskue. F.eks. pantebreve, aktier og erhvervsobligationer der handles på uregulerede markeder, anparter i eksempelvis skibe og ejendomsprojekter, renteswaps, valutaswaps, råvareswaps, Credit Default Swap (CDS'er), fremtidige renteaftaler (FRA'er).

Det fremgår af bekendtgørelsen, at en aftale om renteswap hører til i kategorien "rød". Det betyder, at renteswaps er placeret i gruppen med de mest risikobetonede investeringer, hvor der er risiko for at tabe *mere* end det investerede beløb. Desuden fremgår det, at danske realkreditobligationer – som anvendes til at funde f.eks. rentetilpasningslån – er kategoriseret som "grøn".

Risikomærkningen sigter på at gøre det nemmere at gennemskue de mulige konsekvenser der følger af de forskellige investeringsprodukter. En andelsboligforening, der indgår en aftale om renteswap, skal derfor oplyses om risikoen for tab ved anvendelse af et sådan investeringsprodukt.

Til efteråret indfører Erhvervs- og Vækstministeriet en ny risikomærkning af boliglån, der mere direkte er målrettet almindelige forbrugere af blandt andet realkreditlån.

4.5. Sammenfatning

En renteswap er en finansiel aftale mellem to parter – her en andelsboligforening og et pengeinstitut – om at bytte rentebetalinger i en afgrænset periode, f.eks. 10 år. Typisk bytter andelsboligforeningen variable rentebetalinger ud med faste rentebetalinger.

Normalt fastsættes den faste rente i swapaftalen således, at nutidsværdien af den faste betalingsprofil svarer til nutidsværdien af den forventede variable betalingsprofil på indgåelsestidspunktet. Dette indebærer, at værdien af en swap på indgåelsestidspunktet er nul.

Når aftalen om renteswappen er indgået, og rentestrukturen derefter ændres, vil værdien af den faste swaprente blive enten positiv eller negativ. Stigende renter vil få værdien af den faste swaprente til at blive positiv, hvormed kursværdien af andelsboligforeningens restgæld vil falde. Omvendt vil faldende renter få værdien af swappen til at blive negativ, og dermed vil foreningens restgæld stige.

Renteswappen kan udformes som et såkaldt trappelån, hvor låntager i stedet for en fast rente, betaler en lav rente i begyndelsen af låneperioden, og hvor renten trinvist stiger frem mod aftalens udløb.

Et traditionelt fastforrentet realkreditlån er konverterbart og kan således altid indfries til kurs 100 (pari). Dermed beskyttes låntager mod store kurstab ved rentefald. Inkonverterbare lån og andre finansielle produkter såsom en renteswap kan ikke indfries til pari. Denne type lån er derfor mere kursfølsomme og beskytter ikke låntager ved rentefald.

Renteswappens værdi afhænger af restløbetid og renteutviklingen. Jo længere (rest)løbetid på swappen, des større kursfølsomhed. Mens en 5-årig swapaftales værdi ændres med knap 5 pct. ved en renteændring på 1 pct.point, ændres værdien af en 30-årig swapaftale med knap 20 pct. ved tilsvarende renteændring. For trappelån vil kursrisikoen være endnu større. Er der aftalt afdragsfrihed på det bagvedliggende lån, vil det forøge kursrisikoen i forhold til lån med afdrag.

Til sammenligning er kursfølsomheden på et 30-årigt konverterbart lån på 5 pct. betydeligt mindre ved et rentefald. Hvis renten falder 1 pct.point, stiger kursen på restgælden således kun med 2,5 pct.

En renteswap har risikomærkningen rød og placeres dermed i gruppen af de mest risikobehæftede investeringsprodukter. Risikomærkningen sigter på at gøre det nemmere at gennemskue de mulige konsekvenser, der følger af de forskellige investeringsprodukter. En andelsboligforening, der indgår en aftale om renteswap, skal derfor oplyses om risikoen for tab ved anvendelse af et sådan investeringsprodukt.

5. Andelsboligforeningens regnskabsaflæggelse og fastsættelse af andelsværdien

5.1. Indledning

Det er som udgangspunkt ikke et krav efter ÅRL, at andelsboligforeninger skal aflægge årsregnskab.

Det følger dog af ABL § 6, stk. 1, at sælgeren af en andelsbolig skal udlevere et årsregnskab til køberen inden aftalens indgåelse. Når dette regnskab skal udarbejdes, skal reglerne i ÅRL følges.

I regnskabet skal foreningen redegøre for sine indtægter, omkostninger og drift. Årsregnskabet består af en resultatopgørelse, en balance og eventuelle noter.

Årsregnskabet har to funktioner:

1. At vise, hvordan foreningens penge er blevet brugt i årets løb (resultatopgørelse)
2. At vise, hvordan foreningens økonomi har det (status)

ABL indeholder bestemmelser, der har betydning i forbindelse med overdragelse af andelen. Det drejer sig om bestemmelserne i lovens § 5, stk. 1-10, der handler om formueopgørelsen i andelsboligforeningen med henblik på beregning af andelsværdien, herunder maksimalprisreglen og værdifastsættelsesprincipperne.

Det fremgår af ABL § 6, stk. 5, at bestyrelsen som en note til årsregnskabet skal oplyse andelens værdi beregnet i overensstemmelse med ABL § 5.

I afsnit 5.2 beskrives reglerne om andelsboligforeningens regnskabsaflæggelse efter ÅRL, herunder indregningen af renteswapaftaler. I afsnit 5.3 beskrives reglerne om andelsboligforeningens fastsættelse af andelsværdien efter ABL. I afsnit 5.4 behandles spørgsmålet om værdien af renteswapaftalen skal indregnes i andelsværdien efter ABL og i afsnit 5.5 hvorvidt andelsværdien skal reguleres ved salg af andele mellem to generalforsamlinger.

5.2. Andelsboligforeningens regnskabsaflæggelse efter ÅRL

ÅRL opererer med forskellige regnskabsklasser med varierende krav til regnskabsaflæggelsen, jf. boks 5.1.

Den tidligere Erhvervs- og Selskabsstyrelse har i december 2010 udgivet en vejledning om årsregnskaber for andelsboligforeninger, der aflægger årsregnskab efter ÅRL.

Det fremgår af vejledningen, at årsregnskabet skal give et "retvisende" billede af andelsboligforeningens økonomiske forhold og derfor skal indeholde oplysninger om alle forhold, der er relevante for regnskabslæserne. Oplysningerne skal være pålidelige og overskuelige, og dermed støtte regnskabsbrugerne ved deres økonomiske beslutninger.

Boks 5.1. Regnskabsklasser

Årsregnskabsloven består af 4 regnskabsklasser. Reglerne for regnskabsklasse A, B og C fremgår alene af årsregnskabsloven.

Det er altid tilladt at aflægge et bedre og mere informativt årsregnskab. Derfor kan virksomheder i klasse A frit tilvælge regler fra regnskabsklasse B og C. Tilsvarende kan virksomheder i klasse B tilvælge regler fra klasse C, da sådanne tilvalg formodes at give et mere retvisende billede.

Det er ikke tilladt at ændre regnskabspraksis til et mindre godt årsregnskab. Hvis virksomheden én gang har tilvalgt regler fra en højere regnskabsklasse, kan de derfor som udgangspunkt ikke fravælges igen.

Regnskabsklasse A	Regnskabsklasse B
Klasse A omfatter virksomheder med personligt ansvar:	Klasse B omfatter følgende virksomheder:
- Enkeltmandsvirksomheder - Interessentselskaber - Kommanditselskaber	- Små virksomheder
Klasse betingelser: Balancesum: 0-7 mio. Nettoomsætning: 0-12 mio. Antal ansatte: 0-10	Klasse betingelser: Balancesum: 0-36 mio. Nettoomsætning: 0-72 mio. Antal ansatte: 0-50

En andelsboligforening skal efterleve de helt grundlæggende krav til regnskabsaflæggelsen. For langt de fleste foreninger betyder det, at de skal følge kravene i regnskabsklasse A. Nogle andelsboligforeninger har erhvervslejemål. I disse tilfælde vil andelsboligforeningen som udgangspunkt være omfattet af lov om visse erhvervsdrivende virksomheder og skal dermed efterleve kravene i regnskabsklasse B.

Efter ÅRL kan andelsboligforeningen vælge at værdiansætte ejendommen til den oprindelige *kostpris* eller til *dagsværdi*.

Af vejledningen fremgår det bl.a., at hvis ejendommens værdiansættes til *kostprisen*⁶, vil regnskaberne skulle følge reglerne i regnskabsklasse A. I disse tilfælde vil markedsværdien af en swapaftale kun skulle indregnes, såfremt det er nødvendigt for at give et retvisende billede af foreningens økonomiske forhold.

Hvis en forening vælger muligheden for at optage ejendommen til *dagsværdi*⁷, som er en regnskabsklasse B-bestemmelse, skal foreningen også indregne de øvrige bestemmelser fra klasse B, der vedrører ejendommen og finansieringen heraf. Det betyder, at eventuelle renteswapaftaler skal indregnes til dagsværdi, hvilket skyldes, at såvel værdien af ejendommen som af renteswapaftalen påvirkes af udviklingen i renteniveauet.

Da årsregnskabet skal give et retvisende billede af foreningens økonomi, skal der – hvis reglerne i ÅRL lægges til grund – være særligt gode grunde til at ændre værdiansættelsesmetode. Der kan således som udgangspunkt ikke skiftes mellem kostpris og dagsværdi fra år til år.

⁶ Kostprisen er det beløb, der oprindeligt er betalt, med tillæg af evt. betaling for tilbygninger og forbedringer af ejendommen.

⁷ Dagsværdien er et udtryk for prisen i handel og vandel mellem uafhængige parter.

5.3. Andelsboligforeningens fastsættelse af andelsværdien efter ABL

Ifølge ABL § 6, stk. 5, skal andelsværdien⁸, beregnet efter ABL § 5, oplyses som en note til årsregnskabet.

ABL § 5, stk. 1, fastsætter, hvad maksimalprisen må være ved overdragelse af en andel i en andelsboligforening. Bestemmelsen fastsætter endvidere, hvorledes værdien af andelsboligforeningens formue skal opgøres.

Udgangspunktet er, at formuen skal opgøres efter nettoformueprincippet, dvs. som forskellen mellem foreningens aktiver og passiver. Den enkelte andels pris fastsættes herefter til en værdi svarende til en andel af andelsboligforeningens formue.

ABL definerer ikke udtømmende, hvad der skal forstås som henholdsvis aktiver og passiver, og nævner alene foreningens ejendom samt værdien af forbedringer som et aktiv, og prioritetsgæld (tinglyst gæld i fast ejendom) i foreningens ejendom som et passiv. ABL § 5, stk. 2-10, regulerer, hvordan opgørelsen af foreningens aktiver og passiver skal ske.

Efter ABL § 5 stk. 2, litra a – c, kan andelsboligforeningen fastsætte ejendommens værdi som én af følgende værdier:

- a) Anskaffelsesprisen
- b) Den kontante handelsværdi som udlejningsejendom (valuarvurdering)
- c) Den offentlige ejendomsvurdering

Opgørelsen af foreningens prioritetsgæld afhænger af det valgte princip for fastsættelse af ejendommens værdi.

Hvis andelsboligforeningen har valgt at anvende *anskaffelsesprisen*, jf. ABL § 5, stk. 2, litra a), skal de hertil hørende passiver – de indestående realkreditlån – opgøres som den samlede pantebrevsgæld (det beløb, debitor uden konvertering skal indfri i form af afdrag over lånets restløbetid), jf. ABL § 5, stk. 4.

Anvendes ejendommens *kontante handelsværdi* eller *den offentlige ejendomsvurdering* som opgørelsesmetode, jf. ABL § 5, stk. 2, litra b) eller c), skal de indestående realkreditlån derimod ansættes til kursværdien for obligationsrestgælden, jf. ABL § 5, stk. 4.

Efter ABL er der ikke noget til hinder for at skifte fra ét værdiansættelsesprincip til et andet på næstkommende generalforsamling.

5.4. Skal markedsværdien af renteswapaftalen indregnes i andelsværdien?

ABL forholder sig ikke til, om og hvordan renteswapaftaler skal medregnes ved beregningen af andelsværdien i en andelsboligforening.

Den daværende Erhvervs- og Byggestyrelse har i 2010 vejledende udtalt, at værdien af renteswapaftaler skal medtages ved beregning af nettoformuen, hvis dette efter en konkret vurde-

⁸ Andelsværdien opgøres som andelshaverens forholdsmæssige andel af foreningens egenkapital på statusdagen. Andelshaverens forholdsmæssige andel opgøres som det oprindelige indskuds andel af andelskapitalen.

ring er nødvendigt for at give et retvisende billede af andelsboligforeningens aktiver og passiver samt finansielle stilling i øvrigt.

I henhold til styrelsens udtalelse skal en renteswapaftale som udgangspunkt opgøres på samme måde som foreningens prioritetsgæld og medtages til markedsværdi, når andelsboligforeningens ejendom værdiansættes efter *valuar- eller offentlig vurdering*, jf. ABL § 5, stk. 2, litra b og c.

Værdiansætter andelsboligforeningen derimod ejendommen til *anskaffelsesprisen*, jf. ABL § 5, stk. 2, litra a, skal værdien af renteswapaftalen *ikke* medtages i beregningen af andelsværdien.

Vestre Landsret har den 14. december 2011 taget stilling til spørgsmålet om indregning af renteswappen i andelsværdien, jf. boks 5.2.

Boks 5.2. Vestre Landsrets dom af 14. december 2011.

Den konkrete sag vedrørte et tilbagebetalingskrav fra en køber, der den 9. marts 2010 købte en andelsbolig for 571.000 kr.

Prisen var fastsat i henhold til en generalforsamlingsbeslutning i april 2009. Foreningen optog i 2008 et realkreditlån med tilknyttet renteswapaftale, og værdien af renteswappen var ikke indregnet i 2008-regnskabet. Der var endvidere anvendt valuarvurdering til opgørelse af ejendomsværdien.

Den 25. januar 2010 blev der udarbejdet ny valuarvurdering, der var 1.950.000 kr. lavere end den valuarvurdering, der blev anvendt til fastsættelse af andelsværdien på generalforsamlingen i april 2009.

Andelsværdien blev på en ny generalforsamling den 6. maj 2010 nedskrevet til 154.000 kr., da foreningen valgte at gå over til at opgøre ejendomsværdien til anskaffelsesprisen.

Vestre Landsret anfører, at det er ubestridt, at der blev udarbejdet en senere (lavere) valuarvurdering efter generalforsamlingen i april 2009. Retten lægger endvidere til grund, at renteswapaftalen i 2009-regnskabet var opgjort til en negativ værdi på 1.095.000 kr.

Herefter anfører retten, at maksimalprisen skal opgøres på handelstidspunktet. Retten anfører endvidere, at det er sædvanligt, at andelsværdien fastsættes på årlige generalforsamlinger, således at den er gældende til næste generalforsamling, og at foreningen efter retspraksis har en pligt til at regulere maksimalprisen, hvis der opstår væsentlige udsving i egenkapitalen mellem to generalforsamlinger.

På den baggrund finder Vestre Landsret, at der ved fastsættelse af andelsværdien på handelstidspunktet skulle have været taget højde for faldet i den kontante handelsværdi. Efter en konkret vurdering af omstændighederne ved indgåelse af renteswapaftalen finder retten, at den er en så integreret del af prioritetslåneforholdet, at den skulle have været indregnet ved opgørelsen af maksimalprisen, jf. ABL § 5, stk. 4.

Dommen er anket til Højesteret.

Dommen citerer Erhvervs- og Byggestyrelsens udtalelse fra 2010 og fastslår den deri indeholdte retsopfattelse.

5.5. Regulering af andelsværdien mellem to generalforsamlinger

Som nævnt ovenfor i afsnit 5.3 beregnes andelsværdien på statusdagen i forbindelse med udarbejdelsen af årsregnskabet og fremgår af en note til årsregnskabet.

Ifølge ABL § 5 må værdien af en andel på *overdragelsestidspunktet* ikke overstige maksimalprisen. Hvis foreningen har anvendt finansielle produkter med stor følsomhed overfor f.eks. renteutviklingen, kan foreningens formue blive påvirket så kraftigt, at den seneste generalforsamlingsopgørelse af foreningens formue ikke giver et reelt billede. Den senest fastsatte andelsværdi kan i så fald være i strid med maksimalprisreglen, hvis der ikke foretages en ny beregning af maksimalprisen.

Dette kan f.eks. være tilfældet, hvis foreningen har en renteswap (eller et andet form for inkonverterbart lån såsom RTL-10), og renten falder. Her vil kursværdien af foreningens restgæld stige, hvormed formuen falder.

Andelsboligforeningen bør således ved hvert enkelt salg foretage en konkret vurdering af, om foreningen er forpligtet til at indregne værdien af en renteswapaftale i andelsværdien.

Såfremt en forening, efter udarbejdelsen af årsregnskabet og efter en konkret vurdering af foreningens økonomiske forhold, anser det for nødvendigt at beregne en ny maksimalpris i forbindelse med salg af andele mellem to generalforsamlinger, skal der foretages en ny beregning af foreningens formue. Foreningen kan i dette tilfælde vælge alene at foretage en regulering af den eller de poster i regnskabet, som foreningen anser for nødvendige for, at foreningen overholder maksimalprisreglen.

5.6. Sammenfatning

Det er som udgangspunkt ikke et krav efter ÅRL, at andelsboligforeninger skal aflægge årsregnskab.

Det følger dog af ABL § 6, stk. 1, at sælgeren af en andelsbolig skal udlevere et årsregnskab til køberen inden aftalens indgåelse. Når dette regnskab skal udarbejdes, skal reglerne i ÅRL følges.

Efter ÅRL kan andelsboligforeningen ved regnskabsaflæggelsen vælge at værdiansætte ejendommen efter to principper: den oprindelige kostpris eller dagsværdien.

Årsregnskabet skal give et retvisende billede af foreningens økonomi. Der skal derfor i henhold til årsregnskabsreglerne være særligt gode grunde til at ændre værdiansættelsesmetode. Der kan således som udgangspunkt ikke skiftes mellem kostpris og dagsværdi fra år til år.

Efter ABL kan andelsboligforeningen fastsætte ejendommens værdi som én af følgende værdier:

- d) Anskaffelsesprisen
- e) Den kontante handelsværdi som udlejningsejendom (valuarvurdering)
- f) Den offentlige ejendomsvurdering

Som udgangspunkt skal en renteswapaftale opgøres på samme måde som foreningens prioritetsgæld. Hvis andelsboligforeningens ejendom værdiansættes efter *valuar- eller offentlig vurdering*, skal renteswappen medtages til markedsværdi.

Værdiansætter andelsboligforeningen derimod ejendommen til *anskaffelsesprisen*, jf. ABL § 5, stk. 2, litra a, skal værdien af renteswapaftalen *ikke* medtages i beregningen af andelsværdien.

Efter ABL er der ikke noget til hinder for at skifte fra ét værdiansættelsesprincip til et andet på næstkommende generalforsamling.

Ifølge ABL § 5 må værdien af en andel på *overdragelsestidspunktet* ikke overstige maksimalprisen. Hvis en forening har indgået en renteswap-aftale, kan foreningens formue blive påvirket af udsving i renteswappens værdi imellem to generalforsamlingen. I givet fald kan den i forbindelse med seneste generalforsamling opgjorte værdi være uanvendelig i forbindelse med opgørelse af andelens maksimalpris. I forbindelse med overdragelse af en andel kan der derfor være behov for at foretage en ny beregning af maksimalprisen på baggrund af udsving i renteswappen.

6. Omfanget af renteswapaftaler i andelsboligforeninger

I dette kapitel belyses omfanget af renteswapaftaler i forbindelse med realkreditbelåning af andelsboligforeningers ejendom. Grundlaget er dels oplysninger fra de største realkreditinstitutter (Nykredit, RD, Nordea Kredit og BRFKredit), der typisk formidler renteswapaftalerne, og dels oplysninger fra rapporten "Økonomisk Analyse. De 100 største foreninger i Hovedstadsområdet" (Andelsbasen.dk, november 2011).⁹

Det anslås, at der er tilknyttet en swapaftale til ca. en fjerdedel af de realkreditlån, der er ydet til andelsboligforeninger. Andelen er noget større for foreninger, der blev etableret i perioden 2005-2008. En del af andelsboligforeningerne har 30-årige swapaftaler og en relativt lille andel har trappelån.

Andelen af lån med tilknyttede swapaftaler varierer betydeligt mellem kreditinstitutterne: fra mellem 1/3 og halvdelen af alle indgåede låneaftaler til næsten ingen. De underliggende variabelt forrentede lån er typisk CIBOR-lån med rentetilpasning, f.eks. hvert halve år.

Også med hensyn til de indgåede swapaftalers løbetid er der stor forskel: et enkelt af de adspurgte institutter har en relativt stor andel af tilknyttede 30-årige swapaftaler, herunder af trapevarianten. Et enkelt institut har flest 10-årige swapaftaler, men også nogle 30-årige, og ét institut har kun swapaftaler med en løbetid på max. 10 år.

De fleste swapaftaler er indgået af andelsboligforeninger i tidligere udlejningsejendomme. Særligt foreninger, der er stiftet i perioden fra 2004/05 og frem til 2008, synes at have anvendt swapaftaler. Men der er også ydet lån med renteswaps til nybyggede ustøttede foreninger i denne periode.

Nogle pengeinstitutter anvender – eller har anvendt – klausuler til de indgåede swapaftaler, som giver instituttet mulighed for, dels at stille krav om sikkerhed (hvis swappen har en betydelig negativ værdi), og dels at kunne opsige swapaftalen. Det ser ud til, at disse institutter nu er ved at gå væk fra disse klausuler. Andre institutter har slet ikke benyttet klausuler af denne type i forbindelse med indgåelse af swapaftaler med andelsboligforeninger.

Samstemmende vurderer de adspurgte institutter, at andelsboligsektoren ikke er hårdere ramt af finanskrisen end ejerboligsektoren, snarere mindre ramt.

Andelen af egentlig problemramte foreninger er begrænset, og blandt disse foreninger er det slet ikke alle, der har swapaftaler. I mange nystiftede foreninger er det centrale problem større stigninger i boligafgiften end forventet, f.eks. som følge af langsommere salg af udlejede boliger eller større vedligeholdelsesudgifter end forudsat.

Der er mange foreninger, der har renteswaps kombineret med afdragsfrihed på det bagvedliggende rentetilpasningslån. Ved et rentefald bliver påvirkningen af restgælden her større, end hvis der blev betalt afdrag.

Kreditinstitutterne oplyser samstemmende, at der aktuelt indgås meget få swapaftaler, og at de (stort set) alle har en løbetid på højst 10 år. En stor del af de nye swapaftaler erstatter en udløbet aftale.

⁹ Andelsbasen.dk er en uafhængig analysevirksomhed, som indsamler og behandler data fra andelsboligforeninger til brug for banker, ejendomsmæglere, andelsboligforeninger, medier og andre interessenter på andelsboligmarkedet.

I Andelsbasens rapport (se boks 6.1) analyseres økonomien i de 100 største andelsboligforeninger i hovedstadsområdet, svarende til ca. 25.000 boliger. Rapportens konklusioner er ikke nødvendigvis repræsentative for sektoren som helhed. Der sondres – afhængigt af andelsboligforeningens solvensgrad – mellem formuestabile (14 foreninger), stabile (48), konsoliderende (23), spekulative (7) og truede (8) foreninger.

Andelen af andelsboligforeninger med en swap er højere jo lavere grad af solvens. 62,5 pct. af de truede foreninger har en swap mod 7,1 pct. af de formuestabile. Andelen af truede foreninger med swapaftaler er således relativt stor, men der synes omvendt ikke at være grundlag for at konstatere, at swapaftalerne i sig selv har skabt udfordringerne for disse foreninger.

Boks 6.1. Andelsbasen analyse af de 100 største andelsboligforeninger i Hovedstadsområdet.

I Andelsbasens rapport beregnes solvensgraden for de 100 foreninger som forholdet mellem andelsboligforeningens gæld og egenkapital ved brug af den offentlige vurdering, dvs.

$$\text{Solvens} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Offentlig vurdering} - \text{Gæld}} \times 100 \%$$

Derefter fordeler Andelsbasen de 100 foreninger i 5 intervaller efter deres solvensgrad, jf. nedenstående tabel.

De 100 største andelsboligforeninger i Hovedstadsområdet fordelt efter solvensgrad og andelen som har renteswap, 2010

Klassifikation	Solvens	Antal	Andel med swap, pct.
Formuestabile	> 90 %	14	7,1
Stabile	70 % - 90 %	48	18,8
Konsoliderende	50 % - 70 %	23	21,7
Spekulative	25 % - 50 %	7	28,6
Truede	< 25 %	8	62,5
Alle 100 foreninger		100	22,0

Kilde: Økonomisk Analyse. De 100 største foreninger i Hovedstadsområdet” (Andelsbasen.dk, november 2011).

Ud af de 100 største foreninger i hovedstadsområdet klassificerer Andelsbasen 62 foreninger som enten *formuestabile* eller *stabile*. Disse foreninger er typisk ældre foreninger, der er stiftet før de store prisstigninger i 00’erne. Der bliver i høj grad hensat midler til planlagt vedligeholdelse. De formuestabile foreninger holder sig primært til fastforrentede lån, mens de stabile foreninger også benytter sig af rentetilpasningslån. Der afdrages i høj grad på gælden, og 16 pct. af disse foreninger har en swap.

De 23 *konsoliderende* foreninger er typisk stiftet i 90’erne og har derfor typisk haft glæde af de store prisstigninger i 00’erne. Foreningerne benytter sig i høj grad af rentetilpasningslån og afdragsfrihed. Godt en femtedel har en swap.

7 foreninger klassificeres i rapporten som *spekulative*. Rapporten vurderer, at foreningerne har stor fokus på at holde en lav boligafgift for foreningens medlemmer, men at der er risiko for et fald i andelsværdien eller kraftige udsving i boligafgiften. Knap 29 pct. af disse foreninger har en swap.

Endelig karakteriserer rapporten 8 foreninger som *truede*. De truede foreninger kendetegnes ved at være stiftet på et meget spinkelt økonomisk grundlag på toppen af boligmarkedet i 00’erne. Rapporten vurderer, at foreningernes økonomi i høj grad afhænger af, at der kan frasælges et tilstrækkeligt antal lejeboliger. Generelt afdrager foreningerne ikke på gælden og anvender relativt få midler på vedligeholdelse. Næsten to tredjedele af disse foreninger har en swap.

For den veldrevne andelsboligforening synes renteswapaftaler således ikke nødvendigvis at udgøre noget problem. Det er langt fra alle foreninger med renteswaps, der har problemer. Og det er heller ikke alle de nødlidende andelsboligforeninger, der har renteswaps. Renteswappen synes således ikke generelt at være årsagen til, at visse foreninger i dag har økonomiske problemer. Men renteswaps kan bidrage til, at de økonomiske problemer bliver vanskeligere at komme ud af.

7. Udvikling i andelsboligforeningernes ejendomsværdier

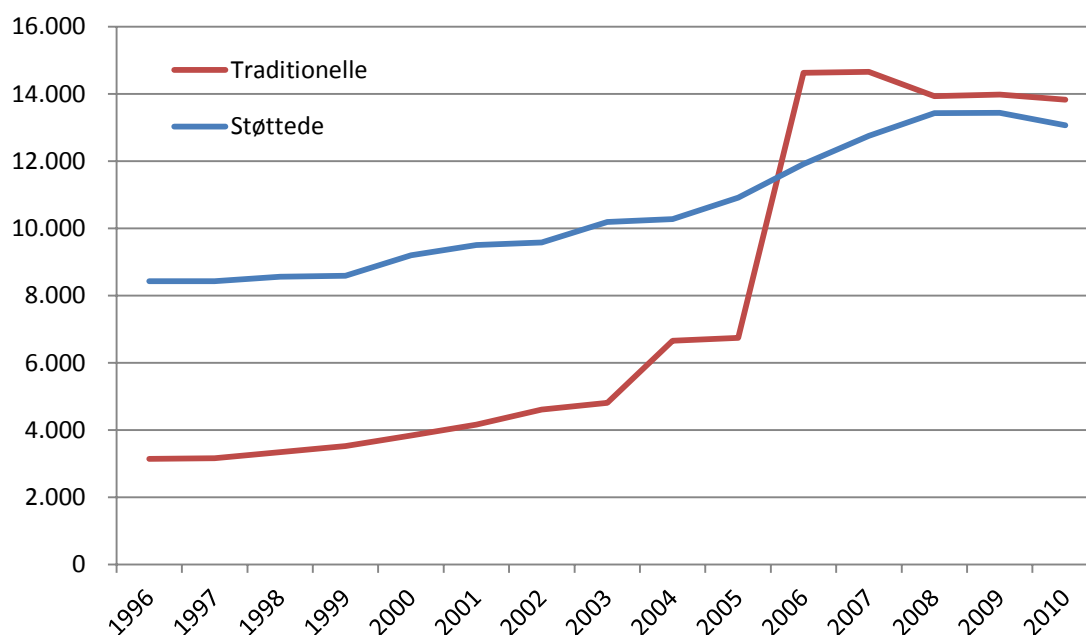
I det seneste årti har der været en kraftig udvikling i priserne på andelsboliger. Da der ikke findes statistik over priserne på andelsboliger, viser dette kapitel data for udviklingen i den offentlige ejendomsvurdering¹⁰ af ejendomme ejet af andelsboligforeninger. Grundlaget er et repræsentativt udsnit på i alt 680 ejendomme med godt 33.000 boliger.

Udviklingen i ejendomsværdierne understreger rapportens pointe om, at de indgåede swapaftaler er et ud af flere problemer, som især de nystiftede foreninger, kæmper med. En række andelsejendomme er købt meget dyrt, og den enkelte andelshaver kan have svært ved at sælge sin andel til en pris, der matcher den høje anskaffelsessum.

I figur 7.1 er udviklingen i ejendomsværdien pr m² boligareal for støttede og traditionelle andelsboligejendomme vist.

Fra 1996 til 2003 steg ejendomsværdierne for traditionelle andelsboligejendomme nogenlunde jævnt med gennemsnitligt 6 pct. pr. år. Derefter var der en stigning fra 2003 til 2004 på 38 pct. To år senere, fra 2005 til 2006, skete der en betydelig stigning på ikke mindre end 117 pct. Den store stigning i de offentlige ejendomsværdier i 2006 afspejler formentlig flere års prisstigninger for andelsboligejendomme, som ikke løbende er blevet registreret i ejendomsværdierne. Set over hele perioden 1996 til 2010 er værdien af de traditionelle andelsboligejendomme i gennemsnit mere end tredoblet.

Figur 7.1. Den offentlige ejendomsvurdering for hhv. traditionelle og støttede andelsboligejendomme 1996-2010 (kr. pr. m²)



Anm.: Datagrundlaget for de traditionelle andelsboliger udgøres af 350 ejendomme med i alt 25.000 boliger. Et mindre antal af disse er gamle andelsboligejendomme opført som andelsboliger før 1940. Datagrundlaget for de støttede andelsboliger udgøres af 330 ejendomme med i alt 8.300 boliger. I datagrundlaget indgår også et mindre antal andelsboligejendomme etableret ved ombygning af erhvervsjendomme mv. For begge type er det de samme ejendomme, der indgår i datagrundlaget i alle årene.

Kilde: Ministeriet for By, Bolig og Landdistrikter

¹⁰ Den offentlige ejendomsvurdering er en vurdering af alle landets faste ejendomme, der foretages hvert andet år som baggrund for ejendomsskatten og ejendomsværdiskatten. Ejendommene vurderes til deres kontante handelsværdi pr. 1. oktober.

Fra 1996 til 2008 steg ejendomsværdierne for støttede andelsboligejendomme nogenlunde jævnt med gennemsnitligt 4 pct. pr. år. Den højeste ejendomsværdi blev opnået i 2008 med ca. 13.900 kr. pr m². Derefter faldt ejendomsværdien frem til 2010 med 3 pct. til ca. 13.100 kr. pr. m².

Den forskellige udvikling i ejendomsværdierne for traditionelle og støttede andelsboligejendomme har udjævnet forskellene i ejendomsværdierne. Mens de støttede andelsboliger i 1996 havde en ejendomsværdi, der var mere end 2½ gange så stor som de traditionelle andelsboliger, så har de to typer andelsboliger således siden 2006 haft nogenlunde samme ejendomsværdi pr. m².

De meget betydelige prisstigninger på specielt traditionelle andelsboliger i løbet af relativt få år kan have medført en forholdsvis stor usikkerhed i prisdannelsen på andelsboliger. En del af disse har antagelig været prissat for højt.

Som nævnt findes der ikke en central statistik over priserne på andelsboliger. Mæglerne vurderer på baggrund af egne oplysninger, at der de senere år er sket et fald i priserne. Samtidig synes et stigende antal andelsboliger at blive solgt til priser, der ligger under maksimalprisen.

For især de traditionelle foreningers vedkommende har de kraftige prisstigninger betydet, at nogle af andelshaverne har købt "billigt", mens andre har købt "dyrt". Andelshavernes kan således have meget forskellige, måske endog modsatrettede interesser i forhold til f.eks. hvor store renterisici eller formuerisici, de hver især er villige til at påtage sig.

8. Renteswapaftalers fordele og ulemper

8.1. Indledning

Som kapitel 4 illustrerer, er renteswapaftaler et avanceret finansielt produkt, som samtidig er behæftet med en betydelig kursusikkerhed. Normalt bliver renteswapaftaler da heller ikke tilbudt boligejere, men er altså som det fremgik af kapitel 6 i et vist omfang blevet tilbudt andelsboligforeninger.

Som andre finansielle produkter har renteswapaftaler sine fordele og sine ulemper. Disse fordele og ulemper bør holdes op mod hinanden, når der skal tages stilling til, om de er egnede til andelsboligforeninger.

Analysen af fordele og ulemper ved renteswapaftaler indledes i afsnit 8.2 med en belysning af aftalernes konsekvenser for foreningens rentebetalinger og dermed den enkelte andelshavers boligafgift. Afsnit 8.3 belyser konsekvenserne for foreningens formue og dermed opgørelsen af andelsværdien. I nogle tilfælde kan den enkelte andelshaver have interesser, der er forskellige fra foreningens. Derfor diskuteres i afsnit 8.4 nogle af de særlige forhold, som gør sig gældende for henholdsvis foreningens økonomi som helhed og den enkelte andelshavers økonomi. I afsnit 8.5 opsummeres kort hovedpointerne i kapitlet.

8.2. Rentebetalinger og boligafgift

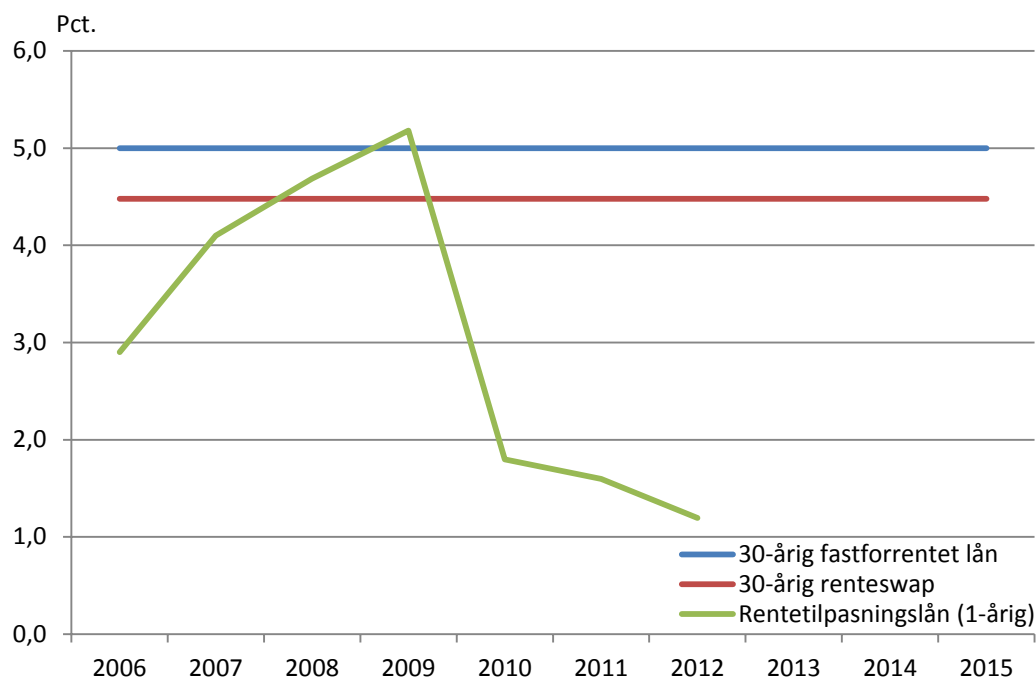
Andelsforeningens fælles realkreditbelåning og de tilhørende afdrag og rentebetalinger har betydning for fastsættelsen af boligafgiften. Renteswapaftalen giver andelsboligforeningen mulighed for at opnå en fast ydelse, der ligger under ydelsen på et fastforrentet konverterbart realkreditlån med samme løbetid. Andelsboligforeningen kan således bibeholde en fast ydelse og således også en fast og forudsigelig boligafgift for den enkelte andelshaver. "Prisen" herfor er, at foreningen samtidig giver afkald på retten til at konvertere lånet, hvis renten skulle falde.

I figur 8.1 er vist renten (2006) for 1) et CIBOR-lån med årlig rentetilpasning kombineret med en 30-årig renteswap (den røde kurve), 2) et traditionelt 30-årigt fastforrentet konverterbart lån (den blå kurve) og 3) et 1-årigt rentetilpasningslån (den grønne kurve).

Det ses, at det traditionelle fastforrentede lån med en årlig rente på 5,0 pct. ligger 0,5 pct.point over renten for renteswap-lånet. Forskellen på de 0,5 pct.point udgør den såkaldte konverteringspræmie, dvs. låntagers betaling for retten til at konvertere lånet.

Figuren viser, at det traditionelle fastforrentede lån på optagelsestidspunktet er dyrere end swaplånet. Det behøver imidlertid ikke at være tilfældet i hele lånets løbetid. Hvis renten på et tidspunkt er faldet tilstrækkelig meget, vil det kunne betale sig for andelsboligforeningen at konvertere det fastforrentede lån og dermed opnå en fast rente, der ligger under den viste swaprente. I givet fald kan det traditionelle lån vise sig at være billigst. Vel at bemærke samtidig med at foreningen beholder sin konverteringsret, som eventuelt en gang i fremtiden kan benyttes til at konvertere "opad" med henblik på at reducere restgælden på realkreditlånet.

Figur 8.1. Renten på henholdsvis et 30-årigt fastforrentet lån, en 30-årig renteswap og et rentetilpasningslån med en rentebindingsperiode på 1 år optaget i 2006



Anm. Den variable rente på det 1-årige rentetilpasningslån for et givet år svarer til resultatet af rentetilpasningen ultimo året før.

Kilde: Oplysninger hentet fra realkreditinstitutterne BRF, RD og Nykredit

Det ses endelig, at den faktiske rente på et rentetilpasningslån med en rentebindingsperiode på 1 år, som er vist for perioden 2006-2012 kan svinge betydeligt fra det ene år til det andet. Kun i årene 2008-2009 ligger renten på rentetilpasningslånet over swaprenten. Den variable rente er ukendt fra og med 2013. Ved at indgå en renteswapaftale er det muligt for andelsboligforeningen at fjerne denne renteusikkerhed.

Valg af finansiering af andelsboligforeningens ejendom har således stor betydning for rentebetalingerne størrelse og den enkelte andelshavers boligafgift. I boks 8.1 er der illustreret de forskellige lånetypers betydning for foreningens renteudgifter.

Når foreningen skal vælge realkreditfinansiering, kan den vælge, at en større eller mindre andel af belåningen skal være udsat for renterisiko ved f.eks. at "swappe" en større eller mindre del af foreningens variabelt forrentet realkreditbelåning til en fast rente. Da renteswappen er en selvstændig aftale ovenpå realkreditlånet, kan swappen indgås når som helst og for den periode, som er mest fordelagtig for foreningen. Dermed kan foreningen ændre på sine rentebetalinger uden at foretage en decideret låneomlægning med dertil hørende udgifter til gebyrer.

Boks 8.1. Renteudgiften i en andelsboligforening ved forskellige lånetyper

Valg af finansiering af andelsboligforeningens ejendom og betydningen heraf for den enkelte andelshavers boligafgift kan belyses ved hjælp af et eksempel:

Hvis en forening med 100 boliger/andelshavere i 2006 optog et afdragsfrit lån med hovedstol på 100 mio. kr., ville de månedlige renteudgifter pr. andelshaver være på 4.167 kr., hvis lånet var et fastforrentet konverterbart lån, jf. nedenstående tabel.

Til sammenligning ville renteudgifterne pr. andelshaver være på 3.733 kr., dvs. godt 10 pct. lavere end det konverterbare lån, ved en 30-årig swapaftale.

Endelig ville de månedlige renteudgifter på et rentetilpasningslån svinge fra 2.417 kr. pr. måned i 2006 til 4.317 kr. pr. måned 2009 og til 994 kr. pr. måned i 2012. Det kan imidlertid også gå den modsatte vej, hvorfor velfungerende andelsboligforeninger sparer op i de perioder, hvor renten er lav.

Månedlige renteudgifter pr. andelshaver ved forskellige lånetyper

	30-årig fastforrentet lån	30-årig renteswap	Rentetilpasningslån (1-årig)
2006	4.167	3.733	2.417
2007	4.167	3.733	3.417
2008	4.167	3.733	3.906
2009	4.167	3.733	4.317
2010	4.167	3.733	1.497
2011	4.167	3.733	1.331
2012	4.167	3.733	994
2013	4.167	3.733	?
2014	4.167	3.733	?
.			
.			
2035	4.167	3.733	?

8.3. Formue og andelsværdi

Opgørelsen af andelsboligforeningens nettoformue har betydning for andelsværdien og dermed for den maksimalpris den enkelte andelshaver kan opnå for sin andel, jf. afsnit 5.3. De væsentligste elementer i opgørelsen af nettoformuen er værdien af foreningens ejendom og værdien af foreningens gæld.

Hvis en andelsboligforening vælger at give afkald på sin konverteringsret, kan den opnå billigere lån, men den udsætter sig samtidig for en risiko for en stigning i værdien af restgælden, hvis renten falder. Det er et væsentligt argument for, at især lange inkonverterbare lån er uhenigtsmæssige til boligfinansiering, med mindre boligtagers tidshorisont er lang og forholdsvis sikker.

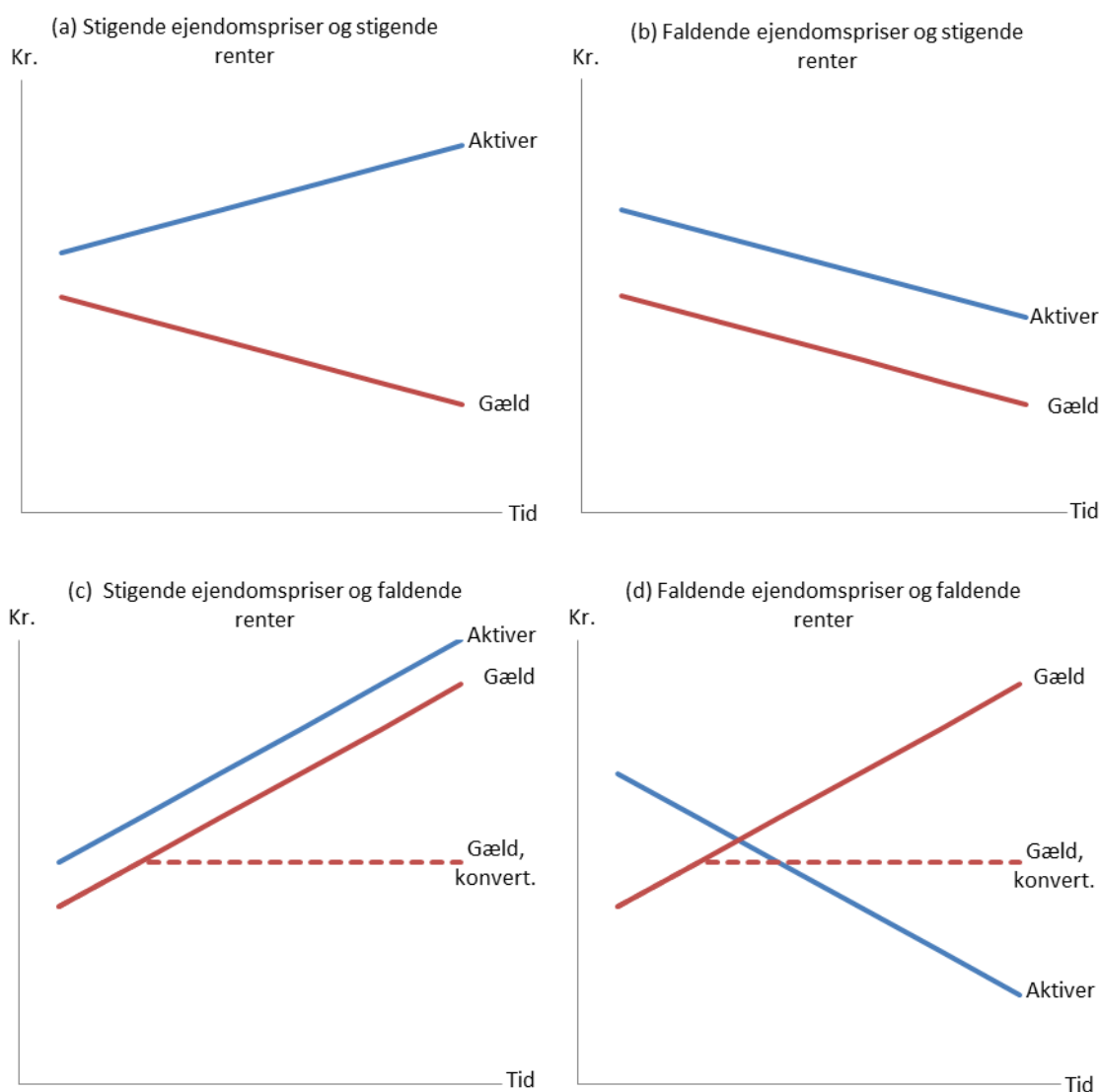
Dette gælder også renteswapaftaler. Foreningen opnår med en sådan aftale stor sikkerhed med hensyn til størrelsen af rentebetalingerne, men påtager sig samtidig en betydelig kursrisiko, der kan slå direkte igennem til den enkelte andelshavers formue i form af en lavere eller højere andelsværdi, jf. tabel 4.1 i kapitel 4.

Hvis renteswappen skal indregnes i andelsboligforeningens nettoformue og denne renteswap har en negativ værdi på 100.000 kr. pr. andelshaver, vil den samlede værdi af de enkelte an-

delshaveres andele tilsvarende blive reduceret med 100.000 kr. Et rentefald kan således betyde, at den enkelte andelshaver må sælge sin andel i foreningen med et væsentligt tab.

Ved at indgå en swapaftale har andelsboligforeningen med andre ord "swappet" renterisiko med formuerisiko. Det kan i den forbindelse ikke afvises, at en swapaftale med en betydelig negativ værdi kan gøre det dyrere for foreningen at finansiere, f.eks. en renovering af deres ejendom. Dyrere finansiering vil i princippet føre til en højere boligafgift for andelshaverne.

Figur 8.2. Udviklingen i aktiver (ejendom) og passiver (gæld) ved forskellige scenarier for en andelsboligforening med renteswapaftale.



Anm. Det er forudsat, at andelsboligforeningen i de forskellige scenarier benytter valuar- eller offentlig vurdering til at værdiansætte foreningens formue.

En andelsboligforening kan i princippet være udsat for mindst to former for formuerisici. Foreningens formue påvirkes altid af udviklingen i ejendomsværdien. I foreningen, hvor en renteswap medregnes i værdiansættelsen af foreningens formue, påvirkes formuen – og dermed andelsværdien – endvidere af udviklingen i renten. I figur 8.2 er angivet forskellige scenarier for udviklingen i foreningens aktiver (værdien af foreningens ejendom) og passiver (værdien af foreningens gæld) ved forskellige pris- og renteforudsætninger.

I panel a) betragtes et scenarie, hvor der forventes stigende ejendomspriser kombineret med et stigende renteniveau. Et stort antal andelsboligforeninger er stiftet i perioden 2005-2008, hvor der var en kraftig stigning i priserne på ejendomsmarkedet og en forventning om at renterne snart ville stige – dvs. en forventning stort set svarende til panel a). Hvis forventningerne var blevet indfriet, kunne foreningerne se frem til en dobbelt gevinst i form af stigende ejendomsværdi og faldende restgæld (som følge af at værdien af swappen bliver positiv) og dermed en kapitalgevinst på andelsboliginvesteringen.

I panel d) er vist et scenarie med faldende ejendomspriser og faldende renter, hvilket afspejler den faktiske udvikling siden 2008. De faldende ejendomspriser indebærer, at foreningens formue bliver reduceret. Det forværres af, at de faldende renter får restgælden til at stige (værdien af swappen bliver negativ). I panel d) medfører det, at foreningen bliver teknisk insolvent, idet foreningens samlede gæld overstiger dens aktiver. Havde foreningen til gengæld valgt at bevare sin mulighed for at konvertere sit lån, kunne foreningen vælge at konvertere sit lån så snart kursen på lånet overstiger kurs 100 (den stiplede linje). Derved ville det kun være faldet i ejendomspriserne, der påvirkede foreningens formue negativt.

I panel b) og c) er vist to scenarier, hvor faldende ejendomspriser kombineres med stigende renter og omvendt. Det er klart, at nettoresultatet – kapitalgevinst eller kapitaltab – afhænger af forholdet mellem de to kurvers hældning, dvs. hvor meget priser og renter henholdsvis stiger og falder.

Med den viden om finansielle produkter, man må forvente, at en typisk andelsboligforening har, er det derfor på ingen måde en ukompliceret aftale, foreningen skal tage stilling til – særligt når der er tale om renteswapaftaler med meget lang løbetid. Typisk vil der således være tale om et asymmetrisk vidensniveau mellem de to aftaleparter.

Der er nok ingen tvivl om, at nogle andelsboligforeninger har "troet", at de som følge af de daværende forventninger om stigende renter stod til en dobbelt gevinst (lav boligafgift og lavere restgæld (og dermed stigende andelsværdi) som følge af lavere kursværdi på swappen). De har dermed "overset", at de daværende forventninger til renteutviklingen var indregnet ved fastsættelsen af swaprenten. Kun ved en større rentestigning end forventet ville der blive tale om en formuegevinst for andelsboligforeningen.

En anden måde at illustrere, hvilke konsekvenser det kan have, at en andelsboligforening benytter swapaftaler er via et realistisk regneeksempel, jf. boks 8.2.

Boks 8.2. Eksempel på andelsboligforening stiftet primo 2006 med renteswap

Primo 2006 stifter 100 andelshavere en andelsboligforening, som køber en ejendom til 100 mio. kr. Købet finansieres med realkreditlån (80 pct.) og beboerindskud (20 pct.). Hver andelshaver skyder således 200.000 kr. i projektet.

Til realkreditbelåningen vælger foreningen et 30-årigt rentetilpasningslån med årlig rentetilpasning. Desuden vælges der afdragsfrihed i de første 10 år. I tilknytning til realkreditbelåningen indgår foreningen en 30-årig renteswapaftale med et pengeinstitut med henblik på at sikre en fast ydelse. På indgåelsestidspunktet ligger den 30-årige swaprente på 4,5 pct. p.a. Til sammenligning er renten på det bagvedliggende rentetilpasningslån 3,23 pct. p.a.

Foreningen vælger at anvende anskaffelsesprisen på de 100 mio. kr. som grundlag for værdiansættelsen af foreningens ejendom.

Foreningens formue (opgjort efter retningslinjerne i ABL), dens restgæld og værdien af renteswapaftalen fremgår af nedenstående tabel. Desuden viser tabellen udviklingen i andelsværdien, som er den maksimale pris en andel kan sælges for. I udgangspunktet er andelsværdien 200.000 kr. pr. andel, svarende til det oprindelige beboerindskud.

Eksempel på renteswappens konsekvenser for en andelsboligforenings (netto)formue og andelsværdien, primo året

	Ejendommens værdi (ABL)	Restgæld	Værdi af swap ¹⁾	Foreningens (netto)formue	Andelsværdi (maks. pris)
	Mio. kr.				-- Kr. --
2006	100,0	80,0	0,0	20,0	200.000
2007	100,0	80,0	-0,4	20,0	200.000
2008	120,0	80,0	-5,3	45,3	453.000
2009	115,0	80,0	3,2	31,8	318.000
2010	110,0	80,0	4,5	25,5	255.000
2011	105,0	80,0	6,3	18,7	187.000
2012 Valuar	100,0	80,0	17,7	2,3	23.000
2012 Anskaffelse	100,0	80,0	17,7	20,0	200.000

¹⁾ En negativ værdi betyder, at swappen reducerer den samlede gæld i foreningen. En positiv værdi betyder, at swappen forøger den samlede gæld.

Primo 2007 – Et år efter foreningens stiftelse – har swappen en positiv værdi på 0,4 mio. kr., fordi renten er steget. Da foreningen værdiansætter foreningens ejendom efter anskaffelsesprisen, skal swappens værdi imidlertid ikke medregnes i opgørelsen af foreningens nettoformue.

Primo 2008 vælger foreningen at gå over til valuarvurdering af ejendommen. Som følge heraf medregnes kursværdien af renteswappen nu også i foreningens nettoformue. Valuaren vurderer, at ejendommens værdi ligger 20 mio. kr. over anskaffelsesprisen. På grund af det relativt høje renteniveau i 2008 bidrager renteswappen til at reducere restgælden med 5,3 mio. kr. Foreningens nettoformue udgør således primo 2008 i alt 45,3 mio. kr., svarende til en andelsværdi på 453.000 kr. Fra den ene dag til den anden er foreningens opgjorte nettoformue således samlet set forøget med godt 25 mio. kr. og andelsværdien er øget med 253.000 kr.

Fra 2009 og frem begynder renten at falde. Swappen får derfor en negativ værdi, der bidrager til at forøge kursværdien af foreningens restgæld i stedet for at reducere den. Fra at reducere restgælden med 5,3 mio. kr. i 2008 forøger swappen i 2012 restgælden med 17,7 mio. kr. Desuden falder valuarvurderingen fra de 120 mio. kr. i 2008 til 100 mio. kr. i 2012. Det indebærer, at foreningens nettoformue falder fra 45,3 mio. kr. i 2008 til 2,3 mio. kr. i 2012. Det svarer til en andelsværdi på 23.000 kr., hvilket indebærer, at de andelshavere, som var med til at stifte foreningen har fået reduceret deres andelsværdi med 177.000 kr. siden stiftelsen.

Hvis foreningen i 2012 vælger at vende tilbage til at benytte anskaffelsesprisen i vurderingen af ejendommen, udgår værdien af swappen igen af foreningens formue. Dermed er foreningens nettoformue tilbage på de 20 mio. kr. og andelsværdien er på 200.000 kr. Tabet i andelsværdien på de 177.000 kr. er således nulstillet.

Den typiske andelsboligforening vil have en løbende omsætning af andelene. Hvis f.eks. én af andelshaverne benytter lejligheden til at sælge sin andel i 2008 og kan sælge andelen til maksimalprisen på 453.000 kr., vil denne andelshaver realisere en kapitalgevinst på 253.000 kr. Omvendt vil den andelshaver, der har købt sin andelsbolig for 453.000 kr., stå med et tab på 430.000 kr. i 2012. Vælger foreningen at gå over til at værdisætte ejendommen efter anskaffelsesprisen, kan dette tab i andelsværdien dog reduceres til 253.000 kr.

Det bemærkes, at de meget betydelige svingninger i andelsværdien beror på flere forhold. Først og fremmest spiller udviklingen i ejendomsværdien ind, men også valg af værdiansættelsesprincip samt udviklingen i swappens værdi spiller en betydelig rolle. I dette eksempel er anvendt afdragsfrit lån, hvorfor der ikke er noget bidrag fra afvikling af restgælden.

Problemet med en swappaftales store negative påvirkning af andelsværdien ved en lav rente kan i princippet delvist undviges ved at skifte værdiansættelsesmetode og gå over til anskaffelsesprisen. Dette er dog ikke en problemfri løsning, da anskaffelsesprisen i mange tilfælde vil være lavere end den valuarvurdering – eller den offentlige vurdering – foreningen skifter fra. Det vil isoleret set bidrage til, at foreningen vil indkassere et formuetab som følge af en lavere ejendomsværdi. Herudover er det ikke hensigtsmæssigt, hvis en forening løbende ændrer værdiansættelsesprincip – og dermed andelenes maksimalpris – ud fra kortsigtede økonomiske hensyn.

Uanset om renteswappen indregnes i opgørelsen af andelsværdien eller ej, vil swappen have en betydning for andelsboligforeningen, og skal derfor som udgangspunkt fremgå af foreningens regnskab. Andelsboligforeningen, andelshavere samt eventuelle købere er af flere grunde nødt til at forholde sig til renteswappen. Det gælder i særlig grad, hvis der til renteswappen er knyttet en klausul, der gør det muligt for pengeinstituttet i ekstraordinære situationer at stille krav om sikkerhed (svarende til swappens negative værdi) eller endda opsige aftalen. Det er klart, at et krav om sikkerhedsstillelse eller en opsigelse af en swappaftale med en meget stor negativ værdi kan have vidtrækkende konsekvenser for foreningen.

8.4. Andelsboligforeningens og andelshavernes økonomi

For den veldrevne andelsboligforening udgør renteswappaftaler ikke nødvendigvis noget problem. Hvis renten stiger i forhold til det forudsatte i renteswappaftalen, vil den, afhængigt af aftalens udformning, kunne opsige aftalen og høste en kursgevinst. Hvis renten falder, kan der være forskellige risikomomenter knyttet til

- om banken kan kræve ekstra sikkerhedsstillelse og opsige swappaftalen,
- muligheden for ekstra belåning og
- andelshavernes økonomi

Andelsboligforeningens risici vil være større, jo længere renteswappaftalens løbetid er. Mange andelsboligforeninger har optaget afdragsfrie lån og dette øger udsvingene i lånenes kursværdi ved renteændringer og dermed foreningens økonomiske sårbarhed.

Hvis renteswappaftalen er udformet som et trappelån (med stigende rentebetalinger), vil foreningens økonomiske risiko stige afhængigt af den usikkerhed, der er knyttet til forudsætningerne bag trappelånet. Flere andelsboligforeninger har f.eks. valgt et trappelån ud fra en for-

ventning om, at foreningens lejemål kunne sælges, efterhånden som de blev ledige – og foreningen på denne måde ville kunne få ekstra indtægter. Hvis denne type forudsætninger bryder, vil det i værste fald kunne igangsætte en negativ økonomisk spiral for foreningen.

Lange løbetider på swapaftalerne, afdragsfrihed og swapaftaler med rentetrapper giver risiko for, at der i forbindelse med rentefald, bliver så store kurstab på lånene, at det kan give foreningen problemer.

Hvis pengeinstituttet ifølge renteswapaftalen kan kræve ekstra sikkerhedsstillelse af andelsboligforeningen i tilfælde af, at kursen på renteswappen har bevæget sig tilstrækkeligt i ugunstig retning for foreningen, så vil et stort antal af disse foreninger få store problemer, idet de vil have endog meget svært ved i fællesskab at stille ekstra sikkerhed svarende til f.eks. 20 pct. af hele lånets hovedstol. Hvis banken ved manglende sikkerhedsstillelse kan opsige swapaftalen kan dette betyde, at andelsboligforeningen må gå konkurs. Selv om enkelte af andelshaverne ville være i stand til at stille den ekstra sikkerhed, der modsvarer deres andel af den fælles formue, vil det ikke være tilstrækkeligt til at redde foreningen, så længe ikke alle – eller de fleste – ikke er i stand til det. Krav om ekstra sikkerhedsstillelse, eller opsigelse af swapaftalen fra pengeinstituttets side er sandsynligvis kun sket i meget få tilfælde, og de fleste pengeinstitutter og realkreditinstitutter vil ikke have en selvstændig interesse i, at give deres låntagere ekstra problemer. Derfor vil det sandsynligvis også være relativt sjældent, at pengeinstitutter fremover vil kræve ekstra sikkerhedsstillelse. Men muligheden eksisterer for en del andelsboligforeningers vedkommende.

Generelt er det sådan, at jo større gæld f.eks. en andelsboligforening har, des sværere vil det være at låne flere penge. Det betyder alt andet lige, at en andelsboligforening med en renteswap vil have sværere ved at låne, jo mere negativ swappens kursværdi er. De sværere lånebetingelser kan give sig udslag i lån til en højere rente. Hvorvidt det vil være sværere for foreningen at få ekstra realkreditlån, kan afhænge af institutternes holdning til renteswaps.

Andelshavernes økonomi kombineret med deres manglende mulighed for at sælge andelene kan i visse tilfælde spille tilbage på foreningens økonomi. For eksempel vil en andelshavers manglende betaling af boligafgift kunne medføre at de resterende andelshavere – i det mindste i en periode – må bære en større økonomisk byrde. Andelshavernes mulighed for at sælge andele kan være påvirket af, om foreningen har indgået en swapaftale. Hvis tilstrækkeligt mange andelshavere har problemer med at sælge andele eller at betale boligafgiften, har andelsboligforeningen et problem.

Valget af andelsboligejendommens belåning er en af de økonomisk set meget tunge beslutninger for foreningen. Og i valget mellem de forskellige lånetyper kan det være meget svært at matche den mest fordelagtige belåning i forhold til hver enkelt andelshavers økonomi og flytteplaner.

Renteswappen giver som nævnt foreningen mulighed for at opnå en fast ydelse og dermed en fast og forudsigelig boligafgift for den enkelte andelshaver. Foreningen behøver således ikke at bekymre sig om renterisici – i form af pludseligt stigende renter – i den periode swappen løber. Videre kan foreningen, hvis renten stiger, opnå en formuegevinst, idet swappens værdi øges med stigende renter.

Disse fordele skal holdes op imod de betydelige formuerisici, der er forbundet med at indgå en renteswap, hvis renten falder i stedet for at stige. Faldende renter får værdien af swappen til at falde, hvilket får foreningens restgæld til at stige.

En andelshaver, som ønsker at blive boende i hele swapaftalens (eller et andet inkonverterbart låns) restløbetid bekymrer sig måske ikke om kursudsvingene ved rentefald, men kan se det som en fordel at have mulighed for at opsige swapaftalen ved rentestigninger. Andelshavere, som ønsker at flytte, kan som nævnt blive tvunget til at realisere et tab, som vil være større jo større rentefaldet og jo længere swapaftalens restløbetid er. Dermed risikeres en fastlåst situation for de enkelte andelshavere.

Hvis swapaftalen indgår i bestemmelsen af andelsværdien, vil et ikke forventet rentefald betyde, at alle andelshavere kan få sværere ved at belåne deres andelsbevis, som jo er blevet mindre værd.

Endelig kan fordelene sammenholdt med ulemperne ved at indgå en renteswap opleves forskelligt for de enkelte andelshavere, f.eks. afhængigt af, om de har købt "billigt" eller har købt "dyrt". Andelshavernes kan således have meget forskellige, måske endog modsatrettede interesser i forhold til, f.eks. hvor store renterisici eller formuerisici, de hver især er villige til at påtage sig.

8.5. Sammenfatning

Renteswapaftaler har som andre finansielle produkter både fordele og ulemper. På den ene side giver det andelsboligforeningen mulighed for at opnå en fast ydelse, der ligger under ydelsen på et traditionelt konverterbart lån med samme løbetid. Det har den fordel, at det giver en fast, relativt lav og forudsigelig boligafgift for den enkelte andelshaver.

På den anden side er en renteswapaftale inkonverterbar og dermed behæftet med en betydelig kursfølsomhed ved renteændringer. Hvis swappen skal medregnes i opgørelsen af foreningens nettoformue, vil swappen påvirke den maksimale pris en andelshaver må tage for sin andel. En swap med en betydelig negativ værdi kan medføre, at andelshaveren kun kan sælge sin andel med et betydeligt tab. Ved at indgå en swapaftale har andelsboligforeningen med andre ord "swappet" renterisiko med formuerisiko.

En andelsboligforening kan i princippet være udsat for mindst to former for formuerisici. Foreningens formue påvirkes altid af udviklingen i ejendomsværdien. I foreningen, hvor en renteswap medregnes i værdiansættelsen af foreningens formue, påvirkes formuen – og dermed andelsværdien – endvidere af udviklingen i renten.

Anvendelse af anskaffelsesprisen som værdiansættelse kan i princippet fjerne swappens negative konsekvenser for andelsværdien. En swapaftale kan dog påvirke den pris, en potentiel andelskøber er villig til at betale, negativt.

Til nogle renteswapaftaler er knyttet en klausul, der gør det muligt for pengeinstituttet at stille krav om sikkerhed (svarende til swappens negative værdi) eller endda opsige aftalen. Et krav om sikkerhedsstillelse eller en opsigelse af en swapaftale med en meget stor negativ værdi kan have vidtrækkende konsekvenser for foreningen.

Videre kan en renteswap med en betydelig negativ værdi muligvis gøre det dyrere at optage nye lån til f.eks. et presserende renoveringsprojekt og dermed have negative konsekvenser for den enkeltes boligafgift.

Valget af andelsboligejendommens belåning er en af de økonomisk set meget tunge beslutninger for foreningen. Og i valget mellem de forskellige låntyper kan det være meget svært at matche den mest fordelagtige belåning i forhold til hver enkelt andelshavers økonomi og flytteplaner.

Foreningen skal ved valg af finansiering holde fordele og ulemper ved forskellige låneformer op imod hinanden. Det bliver imidlertid ikke mindre kompliceret af, at disse fordele og ulemper kan opleves forskelligt for de enkelte andelshavere f.eks. afhængigt af, om de har købt "billigt" eller har købt "dyrt". Andelshaverne kan således have meget forskellige, måske endog modsatrettede interesser i forhold til f.eks. hvor store renterisici eller formuerisici, de hver især er villige til at påtage sig.

I boks 8.3 opsummeres forskellige lånetypers konsekvenser for forholdene for henholdsvis andelsboligforeningen (rente, ydelse, konverteringsret, indfrielse, formue/gæld)) og den enkelte andelshaver (boligafgift og salg af andelsboligen).

Boks 8.3. Sammenligning af fordele og ulemper ved forskellige finansieringsformer.

	30-årigt fastforrentet realkreditlån	30-årig rente-swap	Rentetilpasningslån med 10-årig rentebinding (RTL-10)	10-årig rente-swap	Rentetilpasningslån med 1-årig rentebinding (RTL-1)
Rente:	Fast, men ikke nødvendigvis konstant på grund af konverteringsmulighed. Renten er i udgangspunktet højere end den 30-årige swaprente.	Fast i 30 år. Er på optagelsestidspunktet lavere end renten på et fastforrentet realkreditlån.	Fast i 10 år. Renten er i typisk lidt højere end en 10-årig swaprente.	Fast i 10 år.	Variabel rente der tilpasses med 1 års mellemrum.
Ydelse:	Fast, men kan blive lavere ved konvertering.	Fast i 30 år.	Fast i 10 år.	Fast i 10 år.	Variabel ydelse der tilpasses med 1 års mellemrum.
Konverteringsret:	Ja (op- og nedkonverteringer).	Nej	Nej	Nej	Ja
Indfrielse:	Låntager kan altid indfri til kurs 100.	Långiver og låntager kan opsige aftalen til kursværdi, hvis det er aftalt på forhånd.	Låntager kan opsige lånet til kursværdi (ved køb af bagvedliggende obligationer). Forud for rentetilpasningen kan lånet indfries til kurs 100.	Långiver og låntager kan opsige aftalen til kursværdi, hvis det er aftalt på forhånd.	Låntager kan altid indfri til en kurs, der vil ligge tæt på 100.
Formue/gældens kursværdi:	Begrænset udsving i gældens kursværdi på grund af pari-regel (lån vil normalt være optaget til en kurs, der ikke ligger under ca. 95 og kurs vil sjældent komme nævneværdigt over 100).	Gældens kursværdi kan variere betydeligt – selv ved "normalt" forekommende renteændringer.	Gældens kursværdi kan variere betydeligt (dog mindre end ved en 30-årig swap) – selv ved "normalt" forekommende renteændringer.	Gældens kursværdi kan variere betydeligt (dog mindre end ved en 30-årig swap) – selv ved "normalt" forekommende renteændringer.	Begrænset udsving i gældens kursværdi på grund af den korte periode, der er mellem rentetilpasningerne.
Øvrig belåning:	Vil umiddelbart ikke have konsekvenser for foreningens øvrige belåning.	En høj kursværdi af gælden kan medføre, at det kan blive dyrere at låne til f.eks. renoveringer af ejendommen.	En høj kursværdi af gælden kan medføre, at det kan blive dyrere at låne til f.eks. renoveringer af ejendommen.	En høj kursværdi af gælden kan medføre, at det kan blive dyrere at låne til f.eks. renoveringer af ejendommen.	Vil umiddelbart ikke have konsekvenser for foreningens øvrige belåning.
Boligafgift:	Fast, men kan blive lavere ved konvertering.	Fast	Fast	Fast	Boligafgiften kan svinge op og ned, hvis ikke foreningen vælger at henlægge midler med henblik på at imødegå renterisiko.
Salg af andelsbolig:	Belåningen vil normalt ikke bidrage til udsving i andelsværdien. Dermed risikerer andelshavere heller ikke et stort tab ved salg af sin andel.	Kan bidrage til at gældens kursværdi - og dermed andelsværdi - kan variere meget betydeligt. Dermed risikerer andelshavere et tab ved salg af sin andel.	Kan bidrage til at gældens kursværdi - og dermed andelsværdi - kan variere betydeligt. Dermed risikerer andelshavere et tab ved salg af sin andel.	Kan bidrage til at gældens kursværdi - og dermed andelsværdi - kan variere betydeligt. Dermed risikerer andelshavere et tab ved salg af sin andel.	Belåningen vil normalt ikke bidrage til udsving i andelsværdien. Dermed risikerer andelshavere heller ikke et stort tab ved salg af sin andel.