



Markedskommentar

29. juni 2009

Danske Banks hybridkapital i britiske pund er for billig

Bankernes kapitalgrundlag

I relation til bankers kapitalgrundlag sondres der mellem kapital ("kernekapital"), der mindsker sandsynligheden for en likvidation, og kapital ("supplerende kapital"), der alene beskytter kreditorer mod tab i tilfælde af en likvidation.

I grove træk består den første type af bankernes egenkapital samt såkaldt hybridkapital, mens den anden type består af ansvarlig lånekapital.

Hybridkapital må – i modsætning til ansvarlige lånekapital – ikke have en forfaldsdato, den skal være efterstillet den ansvarlige lånekapital, og rentebetalingerne skal bortfalde, hvis den finansielle virksomhed mister sine frie reserver.

Nuværende markedsvilkår

To repræsentative eksempler på hybridkapital og ansvarlige lånekapital i Danske Bank giver i øjeblikket en effektive rente på henholdsvis 10,7 og 8,9 procent p.a.

Begge obligationer er denomineret i GBP, hvor den effektive rente på lange statsobligationer er ca. 3,5 procent p.a. Ovennævnte renter svarer derfor til en implicit konkursrisiko på 7,2 procent p.a. og en implicit "recovery rate" på 25 procent på den ansvarlige lånekapital.

Sammenligning

Specielt efter ansvarlig lånekapital risikomæssigt blev knyttet tættere sammen med hybridkapital i bankpakke 1 (jf. lov om finansiell stabilitet § 7, stk. 2), er den implicite recovery rate isoleret set på et naturligt niveau, men den reelle konkursrisiko er lavere end 7,2 procent p.a.

Som led i bankpakke 2 fik Danske Bank tilført DKK 24 milliarder i hybridkapital, der konverteres til aktier, hvis bankens solvens falder under 110 procent af minimumskravet, og som derfor reelt er efterstillet den gamle hybridkapital.

Selv hvis den faktiske konkursrisiko er 4 procent – hvilket er et højt niveau sammenlignet med niveauet før september sidste år, jf. vedlagte figur, og svarer til, at landet største bank går konkurs hver 25. år (!) – er den reelle værdi af bankens GBP-hybridkapital 42 procent højere end det aktuelle markedsniveau.

Opgjort på samme måde er potentialet på den ansvarlige lånekapital til sammenligning "kun" 20 procent, og bortset fra en konkurs er det kun, hvis banken mister sine frie reserver, at der er en forskel på de to typer kapital.

Da Danske Bank overførte resultat per 31/12 2008 svarede til 9,7 procent af de risikovægtede aktiver, er det rimeligt kun at se på konkursrisikoen.

Som det fremgår af vedlagte figur, er der samtidig mulighed for at udnytte en meget stor forskel på de implicite konkursrisici på GBP- og på EUR-denomineret hybridkapital, hvor sidstnævnte er 29 procent dyrere end førstnævnte.

Samlet vurdering

GBP-denomineret hybridkapital i Danske Bank er for billig og giver et bedre forhold mellem risiko og forventet afkast end for eksempel aktier.

Vilkårene svarer til, at man får over 10 procent i rente – hvilket mere end opvejer kreditrisikoen – mens man venter på en gevinst på godt 40 procent.

Implicit konkursrisiko

GBP- og EUR-denomineret hybridkapital

