



---

## Management Working Papers

2017-05

### Forslag til en aktionærforeningsmodel for Forenet Kredit (Foreningen Nykredit)

Johannes Raaballe

# **Forslag til en aktionærforeningsmodel for Forenet Kredit (Foreningen Nykredit)**

Johannes Raaballe  
Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

26. oktober 2017

# **Forslag til en aktionærforeningsmodel for Forenet Kredit (Foreningen Nykredit)**

Johannes Raaballe

Note: Jeg takker Anders Grosen, Michael Møller og Ken L. Bechmann for deres kommentarer og forslag. Jeg kan endvidere oplyse, at jeg igennem det sidste årti ikke har haft lån i Nykredit, og at jeg hverken direkte eller indirekte har modtaget eller vil modtage nogen økonomisk støtte fra Nykredit.

**Møller og Nielsen (2016) argumenterer for, at Nykredit Holding efter en børsnotering er "tvunget" til at maksimere markedsværdien af aktierne, og at dette indebærer, at Nykredits realkreditlåntagere og Forenet Kredit (Foreningen Nykredit) ikke får noget ud af "kundekronemodellen". Jeg er enig i Møller og Nielsens konklusioner.**

**Med dette som baggrund præsenteres og diskuteres i nærværende artikel en alternativ model – en aktionærforeningsmodel – til løsning af Nykredits kapitaludfordring.**

**Nærværende artikel er tænkt som et debatoplæg og rejser spørgsmålet, om man helt skal kaste en flere hundrede år gammel realkreditmodel, der har tjent realkreditlåntagerne godt, på møddingen.**

Møller og Nielsen (2016) argumenterer for, at fordelene ved en børsnotering af Nykredit Holding baseret på "kundekronemodellen" alene vil tilfalde minoritetsaktionærene i Nykredit Holding. De udbytter, som Nykredit Holding udbetaler til Forenet Kredit (Foreningen Nykredit), og som denne returnerer som "kundekroner" til realkreditlåntagerne via Nykredit Holding, kommer ikke realkreditlåntagerne til gavn, da realkreditlåntagernes bruttobidragssatser øges tilsvarende som følge af, at Nykredit Holding som et børsnoteret aktieselskab er "tvunget" til at maksimere markedsværdien af aktierne.

Hvis Nykredit Holding følger en anden målsætning end at maksimere markedsværdien af aktierne, opstår der en interessekonflikt mellem Forenet Kredit og øvrige aktionærer. Denne interessekonflikt diskuteres i nærværende artikel under overskriften: Ingen tjener kan tjene to herrer.

Artiklen afsluttes med at præsentere og analysere konsekvenserne af en alternativ model – en aktionærforeningsmodel – til løsning af Nykredits kapitaludfordringer. Forslaget til en aktionærforeningsmodel er baseret på, at Forenet Kredit ønsker at varetage såvel nuværende som fremtidige realkreditlåntageres interesser. En sådan aktionærforeningsmodel svarer i store træk til realkreditens historiske udgangspunkt, hvor låntagerne hæftede for hinanden og fik gavn af billig finansiering.

Artiklen er tænkt som et debatoplæg, og dens hovedkonklusion er: At der er tid nok til at stoppe op og genoverveje hele situationen inklusive formen på den foreslåede børsnotering på ny. Der hviler i den forbindelse et historisk ansvar på skuldrene af Nykredits ledelse, og ikke mindst på skuldrene af realkreditlåntageres repræsentanter i Forenet Kredit.

I det efterfølgende bruger jeg betegnelsen Foreningen om Forenet Kredit (Foreningen Nykredit).

## **Baggrund og motivering**

Den 4. februar 2016 annoncerede Nykredit, at man ønsker en børsnotering indenfor en periode på 12-24 måneder. I samme forbindelse tilkendegav Foreningen (se eventuelt koncerndiagram i appendiks A), at en væsentlig del af udbyttet på Foreningens aktier i Nykredit Holding vil blive returneret til Nykredit Holding<sup>1</sup>, der så igen returnerer dette beløb som "kundekroner" til realkreditlåntagerne i Nykredit. Herved reduceres realkreditlåntageres bruttobidragssats med "kundekronerne" til en lavere nettobidragssats

---

<sup>1</sup> I det følgende bruger jeg, hvor det ikke burde give anledning til misforståelser, Nykredit Holding som synonym med Nykredit Realkredit-koncernen (se eventuelt appendiks A).

Nykredit Holding er ejet af følgende aktionærer, hvor ejerandelen er angivet i parentes: Foreningen Nykredit (89,80%), Industriens Fond (4,70%), Østifternes f.m.b.a. (3,25%) og PRAS A/S (2,25%).

Nykredit Holding er ene-ejer af Nykredit Realkredit-koncernen, der består af Nykredit Realkredit A/S, Totalkredit A/S, Nykredit Bank A/S, Nykredit Mægler A/S, Nykredit Ejendomme A/S, Ejendomsselskabet Kalvebod A/S samt Bolighed A/S. Herudover ejer Nykredit Holding en række mindre aktiver og har en række mindre forpligtigelser. Resultat og bogført egenkapital for Nykredit Holding er for 2016 5,4 mia. kr. henholdsvis 67,2 mia. kr. De tilsvarende tal for Nykredit Realkreditkoncernen er 5,7 mia. kr. henholdsvis 71,0 mia. kr. Dette er begrundelsen for, at betegnelserne Nykredit Holding og Nykredit Realkreditkoncernen anvendes som synonymmer.

for realkreditlåntagerne. Man laver altså en efterbetaling til kunderne helt tilsvarende det, som man ser i eksempelvis landbrugssektoren.

Med børsnoteringen synes der ingen tvivl om, at Nykredit Holding fremadrettet må have til formål at maksimere markedsværdien af selskabets aktier, jævnfør argumentationen hos Møller og Nielsen (2016). Det synes også at være Foreningens opfattelse, hvilket ses af Foreningens eksplicit formulerede politik for aktivt ejerskab fra marts 2017 – Foreningen Nykredit (2017) – hvor der skrives:

*”Vi vil stemme for forslag, der – efter foreningens overbevisning – vil øge aktiernes aktuelle og fremtidige værdi.”*

Møller og Nielsen (2016) påpeger, at maksimering af markedsværdien af aktierne i Nykredit Holding må føre til, at Nykredit Holding vælger en bruttobidragssats på realkreditlånene, der er så høj, at nettobidragssatsen – forstået som realkreditlåntageres bruttobidragssats fratrukket efterbetalingerne (”kudekronerne”) til realkreditlåntagerne – svarer til de andre realkreditinstitutters bidragssats. Med et eksempel: Hvis øvrige realkreditinstitutters bidragssats er 1% p.a. og Nykredits efterbetaling til realkreditlåntagerne er 0,3% p.a., så vil Nykredit Holding vælge en bruttobidragssats på 1,3% p.a., hvorved man er konkurrencedygtig og tjener mest muligt/maksimerer markedsværdien af aktierne i Nykredit Holding.

I henhold til Møller og Nielsen (2016) får hverken Foreningen, Nykredit Holding eller realkreditlåntagerne nogen som helst glæde af de udbytter, som Foreningen returnerer til realkreditlåntagerne via Nykredit Holding.

De returnerede udbytter og efterbetalingerne synes således at være penge ud af vinduet for Nykredit.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Der har været ført en diskussion om tilstedeværelsen af kudekroner indebærer, at landets realkreditlåntagere får forøgede, uændrede eller reducerede nettobidragssatser. Christensen og Rangvid er af den opfattelse, at nettobidragssatserne bliver reducerede. Raaballe er af den opfattelse, at nettobidragssatserne forbliver uændrede eller måske endda forøges. Den interesserede læser henvises til Christensen og Rangvid (2016), Raaballe (2017a), Christensen og Rangvid (2017) samt Raaballe (2017b).

## Alternativer til kundekronemodellen

Men ovennævnte rejser jo spørgsmålet om, hvilke interesser Foreningen og dets repræsentantskab ønsker at varetage. Efter en diskussion heraf samt en diskussion af andre "kundekronemodeller" præsenteres som et alternativ til børsnoteringen med "kundekroner" en aktionærforeningsmodel, der er baseret på, at Foreningen varetager nuværende og fremtidige låntageres interesser samtidig med, at der tilvejebringes tilstrækkelig egenkapital i Nykredit Holding. Dette løsningsforslag er på mange måder som at vende tilbage til realkreditlånens historiske udgangspunkt, hvor låntagerne hæftede for hinanden og fik gavn af billig finansiering.

Aktionærforeningsmodellen kan tilvejebringe tilstrækkelig egenkapital i Nykredit Holding samtidig med, at realkreditlåntagernes bidragssatser på sigt kan bringes tilbage til ca. 0,5% p.a., altså til det niveau der var gældende før den danske bankkrise. Her og nu kan realkreditlåntagernes bidragssatser reduceres med 0,2% point p.a. i forhold til det nuværende niveau.

Aktionærforeningsmodellen består i korthed af, at realkreditlåntagerne tilbydes at købe aktier i Nykredit Holding – eksempelvis svarende til 1,5% af det lånte beløb. Altså for 15.000 kr. for hver lånt 1 million kr. Ved at gøre det får realkreditlåntageren et nedslag i den årlige bidragsprocent på 0,2% point. Forslaget er sådan indrettet, at det er særdeles fordelagtigt for realkreditlåntageren at besidde aktier i Nykredit Holding så længe, at aktionæren er realkreditlåntager i Nykredit Holding. Når aktionæren ikke længere er realkreditlåntager i Nykredit Holding, får aktionæren ikke længere glæde af den del af "udbyttet" på aktierne, der udgøres af en bidragsnedsættelse på 0,2% point. Aktionæren vil da formentlig sælge aktierne til nye realkreditlåntagere i Nykredit Holding eller til Nykredit Holding. Aktierne vil, som der senere argumenteres for, med en meget høj sandsynlighed kunne sælges til en pris, der er højere end den oprindelige købspris. Realkreditlåntagere i Nykredit Holding, der vælger at blive aktionærer i Nykredit Holding, opnår således baseret på dette regneeksempel (jævnfør senere) en næsten sikker årlig forrentning på aktierne på mindst 13,33%, og Nykredit Holding får tilført egenkapital i størrelsesordenen 18 mia. kr.

Man kan argumentere for, at aktionærforeningsmodellen blot er en genopfindelse af den dybe tallerken i den forstand, at aktionærforeningsmodellen har mange lighedspunkter med

de gamle kreditforeningers forretningsmodel baseret på reservefonde. Et simpelt eksempel i appendiks B illustrerer dette.

Der er mange knapper at skrue på i aktionærforeningsmodellen, hvorved modellen er særdeles robust overfor uforudsete fremtidige forhold.

## **Hvor står vi nu?**

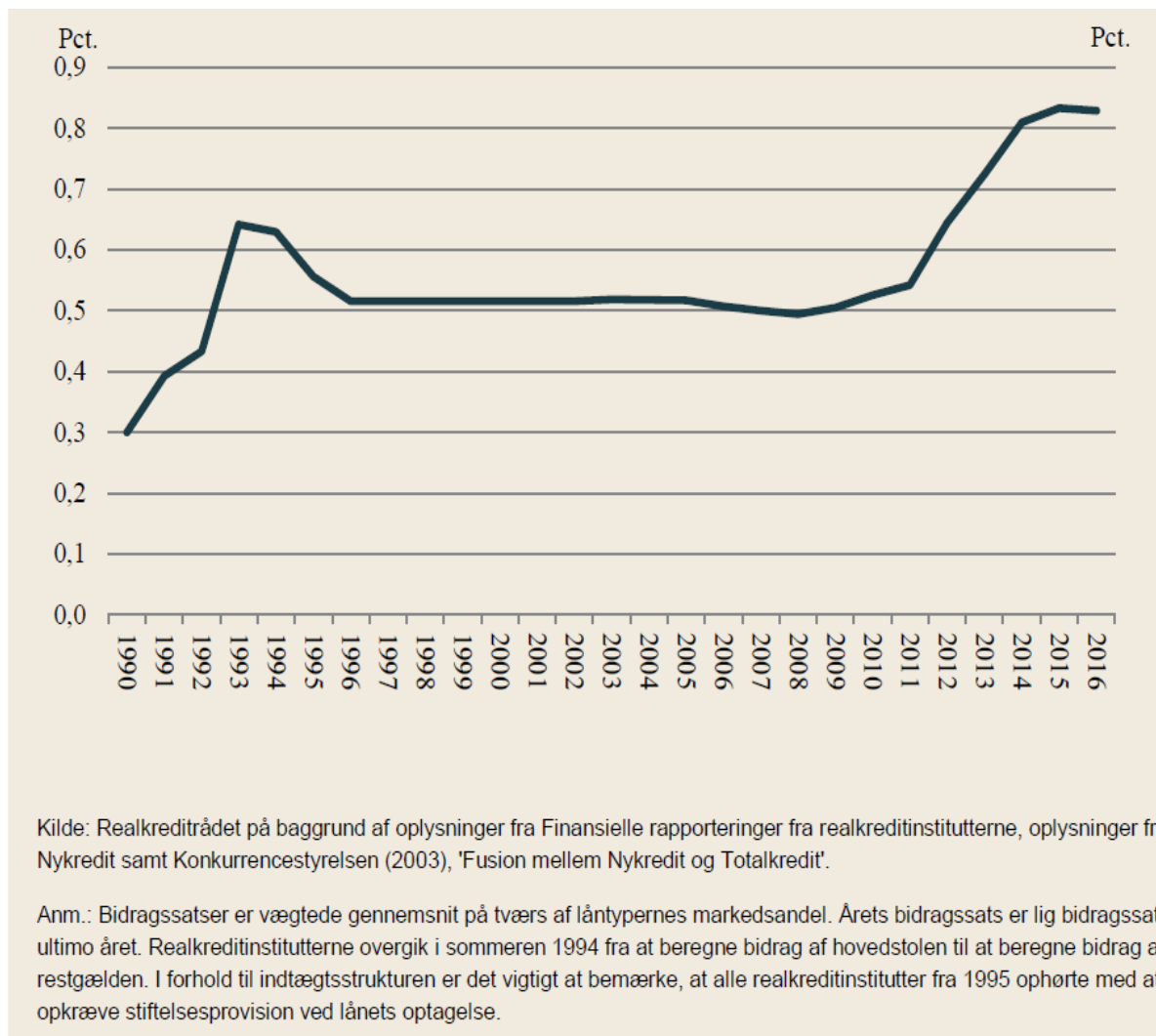
Baseret på analysen hos Møller og Nielsen (2016) kommer de udbytter, som Foreningen via Nykredit Holding returnerer til realkreditlåntagerne, ikke Foreningen til gavn. De returnerede udbytter, som videre returneres til realkreditlåntagerne som efterbetaling, har realkreditlåntagerne ligeledes ingen gavn af, da forventningen herom blot har forøget realkreditlåntagernes bruttobidragssats tilsvarende. De eneste vindere er Nykredit Holdings øvrige aktionærer, der modtager al udbytte (al indkomst i Nykredit Holding der ikke skal anvendes til vækst).

”Kundekronemodellen” synes således at være en høj pris at betale for mere egenkapital i Nykredit Holding. Det rejser spørgsmålene: Hvad er Foreningens målsætning, og hvad kan den være? Findes der andre og bedre modeller, herunder andre varianter af kundekronemodellen? Inden disse spørgsmål søges besvaret, gives en kort status over, hvor vi står.

Bidragssatsen i dansk realkredit har historisk og frem til den danske bankkrise været i størrelsesordenen 0,5% p.a. for private realkreditlåntagere – og måske endnu mindre. I dag udgør bidragssatsen i størrelsesordenen 0,8-0,9% p.a., men varierende på tværs af låntyper. Hertil kommer, at gebyrerne er steget kraftigt over samme årrække, jævnfør også Konkurrencestyrelsen (2017). Udviklingen i bidragssatsen er illustreret i Figur 1, der er Figur 2 i Erhvervs- og Vækstministeriets ”Rapport fra ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet.” (2016). Det ville have været ønskeligt med en væsentlig længere tidsserie for realkreditens bidragssatser – ikke mindst set i lyset af de lave bidragssatser før 1992 i Figur 1. Det forekommer forunderligt, at ekspertudvalget ikke har fundet det relevant at bidrage til belysning af realkreditens bidragssatser før 1990. Som illustreret i appendiks B havde dette været muligt.

Generelt er bidragssatsen sammensat af administrationsomkostninger på realkreditlånet (0,15% p.a.), forventede tab på realkreditlånet (0,20% p.a.) samt en risikopræmie på realkreditlånet (0,14% p.a.).<sup>3</sup> I alt 0,49% p.a. svarende til den historiske bidragssats. Hertil kan komme en overnormal profit på realkreditlånet som følge af svag konkurrence realkreditinstitutterne imellem.

**Figur 1 Bidragssatser for private i realkreditsektoren historisk set**



<sup>3</sup> I en eksamensopgave på oecon-studiets 5. semester (februar 2017) skønnes risikopræmien på Nykredits realkreditudlån. Metoden og resultaterne er således: Aktiebета estimeres for Jyske Bank, Sydbank og Spar Nord. Herudfra beregnes aktivbeta for hver af de tre banker. Jyske Bank har såvel bankaktiver som realkreditaktiver (BRF), hvorimod de to andre banker blot har bankaktiver. Hvis vi forudsætter, at de tre bankers bankaktiver har stort set samme betarisiko, kan vi beregne Jyske Banks beta for dens realkreditaktiver. Dette giver et skøn på realkreditaktivbetaet i intervallet 0,01 til 0,02. Hvis vi sætter skønnet i den høje ende (0,02), er resultatet, at bankaktiver er mindst en faktor 4 mere risikable end realkreditaktiver. Ud fra det højeste skøn på realkreditaktivernes beta (0,02) og ud fra Danmarks Nationalbanks skøn over risikopræmierne i Finansiell Stabilitet, 1. halvår 2016, finder man, at de højeste skøn på realkreditaktivernes risikopræmie er i størrelsesordenen 0,14% p.a.



Hvad er forklaringen på, at bidragssatsen er steget fra 0,5% p.a. til 0,8-0,9% p.a.? Det er svært at forestille sig, at administrationsomkostningerne er blevet højere. Tabene på realkreditlånene har selv under hele bankkrisen ligget på under 0,20% p.a., og er i dag nærmest ikke eksisterende. Er risikoen og dermed risikopræmien på realkreditlånene blevet højere? Det rimer ikke med de lave tab på realkreditudlånene, og i øvrigt heller ikke med mine beregninger for så vidt angår risikopræmierne – jævnfør fodnote 3.

En anden observation er, at inden bankkrisen var Totalkredit baseret på en bidragssats på 0,5% p.a. i stand til at etablere sig og tage kampen op imod de andre realkreditinstitutter – og det i en sådan grad, at Nykredit fandt det bedst at købe Totalkredit.

Den eneste tilbageværende forklaring på realkreditens bidragsstigning på 0,3-0,4% p.a. er svag konkurrence, jævnfør også Konkurrencestyrelsens rapport (august 2017). Svag konkurrence har givet sig udslag i en overnormal profit i størrelsesordenen 0,3-0,4% p.a. på realkreditudlån. Dette har ikke før 2016 slået ud i flotte årsregnskaber for Nykredit realkreditkoncernen, men er i stedet blevet aflejret som organisatorisk slack og ineffektivitet.

Øvrige realkreditinstitutter har generelt været kvikke til at følge trop, når Nykredit øgede bidragssatserne. Det var penge lige ned i posen. Øvrige realkreditinstitutter opfatter formentlig ikke "kundekronemodellen" som et problem, men snarere som et udtryk for at tingene bevæger sig i den rigtige retning.

Meget taler for, at Nykredit har virket som et anker på bidragssatserne frem til den danske bankkrise. Nykredit holdt til gavn for realkreditlåntagerne bidragssatserne i ave. Nykredit fik i løbet af bankkrisen behov for mere egenkapital som følge af en regulering, der er for rigid i den forstand, at der ikke tages tilstrækkeligt hensyn til kreditinstitutternes forskellige risici, herunder realkreditinstitutternes meget lave risici på deres udlån. Det var det, som skabte presset på Nykredit. I første omgang besluttede Nykredit, at "tjene" sig til mere egenkapital. Det kan kun ske tilstrækkeligt hurtigt ved at forhøje bidragssatserne og håbe på, at de andre realkreditinstitutter fulgte trop, og det gjorde stort set alle. Havde Nykredit haft mere egenkapital (alternativt at egenkapitalkravene til realkredit afspejlede de reelle risici), ville bidragssatserne i dag formentlig være i størrelsesordenen 0,5% p.a.

Det er dyrt for låntagerne, når Nykredit skal "tjene" sig til den forøgede egenkapital (og måske var det ikke muligt tilstrækkeligt hurtigt set i lyset af måske kommende regulering). Det er baggrunden for, at Nykredit har besluttet at lade sig børsnotere og ad denne vej skaffe mere egenkapital. Overordnet set kan dette synes fornuftigt, men som vi har lært af Møller og Nielsen (2016), er dette ikke uden problemer.

### **Problem: Ingen tjener kan tjene to herrer**

Nykredit Holding skal efter en børsnotering baseret på "kundekroner" tjene flere herrer: Foreningen, gamle og nye minoritetsaktionærer.

Hvis Foreningen i stedet for at udbetale kundekroner vælger at beholde pengene selv, rejser det spørgsmålet: Hvad skal pengene så bruges til? Måske til opsparing i Foreningen, så man kan deltage pro rata i eventuelle fremtidige emissioner. Men det forudsætter uventet meget høj vækst hos Nykredit Holding, en uventet væsentlig indtjeningsnedgang hos Nykredit Holding eller endnu højere kapitalkrav til Nykredit Holding. Men bundlinjen er og bliver, som Møller og Nielsen (2016) påpeger: Hvad skal pengene i Foreningen bruges til?

En alternativ mulighed i "kundekronemodellen" er at lade Nykredit Holdings (brutto) prissætning af realkreditlånene følge den bidragsats, som øvrige realkreditselskaber sælger lån til. Foreningen kunne da via Nykredit Holding efterbetale sin andel af Nykredit Holdings udbytteudlodning til realkreditlåntagerne. Herved opnår realkreditlåntagere i Nykredit Holding en lavere nettobidragsats end realkreditlåntagere i øvrige realkreditinstitutter. I det efterfølgende kalder jeg det for rabatmodellen.

Møller og Nielsen (2016) antager, at realkreditlåntagerne er meget prisbevidste i den forstand, at realkreditlåntagerne vælger den realkreditudbyder med den laveste (netto) bidragsats. Denne antagelse indebærer, at et realkreditinstitut mister alle sine låntagere, hvis realkreditinstituttet vælger en højere (netto) bidragsats end de øvrige realkreditinstitutter. Tilsvarende vil et realkreditinstitut med en lav bidragsats tvinge øvrige realkreditinstitutter til at matche denne bidragsats.

Rabatmodellen vil have to uheldige konsekvenser for øvrige aktionærer, herunder nye aktionærer i Nykredit Holding. For det første vil de modtage mindre i udbytte (ved fast udlåns mængde), og dermed er deres aktier mindre værd. For det andet vil det, baseret på at

realkreditlåntagerne er fuldt prisbevidste som diskuteret ovenfor, udløse et race to the bottom. Har de øvrige realkreditinstitutter eksempelvis en bidragssats på 1% p.a., vil Nykredit Holding udbyde realkreditudlån til en nettobidragssats på eksempelvis 0,7% p.a. Baseret herpå vil de øvrige realkreditinstitutter udbyde realkreditudlån ligeledes til en bidragssats på 0,7% p.a., hvorefter Nykredit Holding ... Dette er særdeles uheldigt set med de øvrige aktionærer i Nykredit Holdings øjne og særdeles gunstigt for realkreditlåntagerne. Min pointe er blot, at det ikke er muligt at tjene to herrer.

I modsætning til bankudlån er realkreditudlån en "stangvare", hvor det på længere sigt ikke er muligt at have en prissætning, der afviger væsentligt fra konkurrenternes. Men måske er det muligt for Nykredit Holding at operere med en nettobidragssats, der er 0,1-0,2 % p.a. lavere end konkurrenternes. Det rejser imidlertid en række spørgsmål. Hvad skal Foreningen bruge den andel af udbytte til, som den ikke kan anvende til kundekroner uden at sætte et race to the bottom i gang? Øvrige aktionærer i Nykredit Holding vil håbe på, at de øvrige realkreditselskaber vil hæve den fælles (brutto) bidragssats og sikkert også selv advokere for, at Nykredit Holding øger (brutto) bidragssatsen. Hvad bliver resultatet heraf? Kan Foreningen true med ikke at returnere sine udbytter til Nykredit Holding, hvis denne sætter bidragssatsen for højt efter Foreningens smag? Hvis truslen effektueres, hvem går det så ud over? Realkreditlåntagerne, øvrige aktionærer og/eller Nykredit Holding? Det bliver Nykredit Holdings opgave at tjene sine to herrer.

Andelsselskaberne i landbrugssektoren har i årtier tumlet med problemstillingen om at få nye indskydere af egenkapital ind i sektoren, uden at det er blevet til noget. De sparekasser, der blev omdannet til børsnoterede selskaber, fik problemer med at tjene flere herrer.

Jeg er af den opfattelse, at man ikke kan tjene to herrer. Man kan være uenig i den opfattelse, men så skylder man at anvise eksempler på vellykkede selskabsstrukturer, der tjener to herrer. Jeg har ikke været i stand til at finde sådanne eksempler.

Foreningen kan selvfølgelig undgå problemet med at tjene to herrer ved utvetydigt at erklære, at Nykredit Holdings målsætning er at maksimere markedsværdien af Nykredit Holdings aktier. Men som vi har set, er prisen herved høj for realkreditlåntagerne.

En mulighed i en helt anden boldgade er at undgå problemet med at tjene to herrer på en anden måde. I "gamle dage" stillede realkreditlåntagerne egenkapital til rådighed for realkreditselskabet ved, at realkreditlåntagerne skød penge i en reservefond og herved hæftede for hinanden. Realkreditlåntagerne kom så at sige selv med egenkapitalen til realkreditselskabet.

Man kunne give realkreditlåntagerne et incitament til at købe aktier i Nykredit Holding. Nykredit Holding har realkreditudlån i størrelsesordenen 1.200 mia. kr. 1,5% heraf udgør 18 mia. kr. Ved at købe aktier i Nykredit Holding svarende til eksempelvis mindst 1,5% af det, man låner, får man som realkreditlåntager ud over aktierne den fordel, at ens bidragsats eksempelvis nedsættes i størrelsesordenen 0,2 pct. point (måske med 0,25 pct. point eller mere for låntagere i "Totalkredit" og 0,15 pct. point eller mindre for låntagere i "Nykredit"). Ved en bidragsnedsættelse på 0,2 pct. point får realkreditlåntagerne en årlig samlet fordel på 2,4 mia. kr.<sup>4</sup> Altså et direkte afkast på 13,33% p.a. på en investering på 18 mia. kr. Der bliver ikke livlig handel i aktierne, da realkreditlåntagerne først vil sælge aktierne efterhånden, som de afdrager sig ud af lånet. Og køberne får kun fuld glæde af aktierne, hvis de har tilsvarende lån i Nykredit Holding, idet de ellers mister "den andel af udbyttet", der udgøres af bidragsnedsættelsen. Der skal løbende stilles nye aktier til rådighed i det omfang, at Nykredit Holdings udlånsmasse vokser.

Løsningsforslaget er i øvrigt i overensstemmelse med det oprindelige idegrundlag bag realkreditforeninger.

Corporate Governance i løsningsforslaget minder på mange måder om ideen i det traditionelle låntagerdemokrati i et realkreditselskab (låntager, repræsentantskab og forening). Men, der er nogle udestående punkter, som skal adresseres.

Når låntageraktionærerne ikke længere er realkreditlåntagere, er de interesserede i en høj aktiepris og dermed interesserede i en høj bidragsats. Herved kan man igen få problemet med at tjene to herrer. Men det kan forhindres ved, at Foreningen ejer aktiemajoriteten og udøver flertalsdiktatur. Helt tilsvarende kan strukturen forhindre, at nye

---

<sup>4</sup> Realkreditaktiviteterne i "Totalkredit" og "Nykredit" gav i regnskabsåret 2016 et samlet resultat før skat på 5,7 mia. kr. Heraf skal 2,4 mia. kr. altså bruges til bidragsnedsættelser. Det koster ikke nødvendigvis "Nykredit" 2,4 mia. kr., idet "Totalkredit-bankerne" også må formodes at deltage i finansieringen af bidragsnedsættelserne.

låntagere/aktionærer skal købe aktier til "en høj kapitaliseret pris" (generationsproblemet). Disse forhold behandles i det efterfølgende.

En ting er sikkert: Der bliver ved en aktionærforeningsmodel ikke tale om et traditionelt børsmarked for Nykredit Holdings aktier – markedet er alene for nuværende og fremtidige realkreditlåntagere i Nykredit Holding.

### **Hvad er aktierne værd?**

I de følgende afsnit præsenteres en række meget forsimplede eksempler. Formålet er alene at illustrere en række forhold på en så simpel måde som muligt.

En reduktion i bidragssatsen på 0,2% point svarer til en årlig besparelse på aktionærernes realkreditlån på 2,4 mia. kr. Nutidsværdien af en sådan besparelse ved uendelig løbetid og et afkastkrav på  $r$  er angivet i Tabel 1, og kan ses som den mindste værdi af aktierne.

**Tabel 1. Nutidsværdi af bidragsbesparelse (ved uendelig løbetid) som en funktion af afkastkravet  $r$**

$r$	2%	5%	10%
Besparelse (mia. kr.)	120	48	24

Aktierne er således langt mere værd for realkreditlåntagerne end det, som realkreditlåntagerne har givet for dem (18 mia. kr.).

For aktiekøbere, der ikke er realkreditlåntagere i Nykredit, har aktierne en værdi, der er væsentlig lavere end for aktionærer, der er realkreditlåntagere i Nykredit, idet aktionærer, der ikke er realkreditlåntagere i Nykredit, ikke modtager "udbytte" i form af en reduktion i bidragssatsen.

For aktiekøbere, der ønsker at blive realkreditlåntagere i Nykredit, har aktierne en meget høj værdi.

Hvis der i et givent år er flere aktiesælgende realkreditlåntagere end nye aktiekøbende realkreditlåntagere (fald i Nykredits realkreditudlån), må aktiesælgerne acceptere en lav pris (svarende til værdisætningen fra ikke realkreditlåntagende aktionærers side).

Hvis der omvendt i et givent år er flere aktiekøbere end aktiesælgere (stigning i Nykredits realkreditudlån), må aktiekøberne acceptere en høj kapitaliseret aktiepris.

Hvis man forståeligt (ikke mindst set ud fra realkreditens historiske baggrund) ikke kan acceptere, at det er de nuværende realkreditlåntagere, der får hele fordelene af aktionærforeningsmodellen, må man "tilpasse" aktionærforeningsmodellen.

Denne "tilpasning" kunne bestå i, at nye realkreditlåntagere får tilbudt de samme gunstige vilkår ved køb af aktier, som de gamle realkreditlåntagere blev tilbudt.

Det går efter det traditionelle princip i foreninger/andelsbevægelser: Nøgen ind, nøgen ud. Men hvad vil det egentlig sige? Dette diskuteres i det efterfølgende.

### **Et illustrerende og meget forsimplet eksempel**

De nuværende realkreditlåntagere får i aktionærforeningsmodellen en årlig bidragsrabat på 2,4 mia. kr. ved et egenkapitalindskud på 18 mia. kr. i Nykredit Holding. 18 mia. kr. udgør  $18/65$  svarende til ca. 28% af den nuværende bogførte egenkapital i Nykredit Holding.

For illustrationens skyld antager vi meget simpelt:

- Ingen udlånsvækst i Nykredit Holding (uforandret realkreditudlån på 1.200 mia. kr.)
- Al overskud i Nykredit Holding akkumuleres internt i Nykredit Holding med en rente på 0% p.a.
- Alle realkreditudlån er uden afdrag og løber over 20 år, hvorefter en ny generation af realkreditlåntagere tager over

Realkreditaktiviteterne i Nykredit Holding gav i regnskabsåret 2016 et samlet resultat før skat på 5,7 mia. kr. Årets *realkreditoverskud* efter efterbetaling i form af bidragsrabat til realkreditlåntagerne og før skat er da  $5,7 - 2,4 = 3,3$  mia. kr.

Efter skat overskuddet er da ca. 2,5 mia. kr. Herved er den bogførte egenkapital efter 20 år:  $65 + 18 + 20 \times 2,5 = 133$  mia. kr. (bogført egenkapital primo + indskud fra låntagerne + akkumuleret overskud).

Hvis nye realkreditlåntagere (efter 20 år) indskyder 18 mia. kr. (som Nykredit Holding anvender til at tilbagekøbe de gamle realkreditlåntageres aktier) for at få en bidragsfordel på 0,2% p.a., så er nye realkreditlåntagere stillet som de gamle realkreditlåntagere.

Men herved får de gamle realkreditlåntagere ikke en fordel af, at de har sparet  $20 \times 2,5 = 50$  mia. kr. op i Nykredit Holding. De afleverer et stærkere Nykredit Holding. Hvem skal have fordel heraf?

Fremtidige realkreditlåntagere får det ikke, hvis mønstret gentages fremadrettet.

Hvis nuværende realkreditlåntagere skal kompenseres, skal de enten have en højere aktiepris ved udløb (og nye realkreditlåntagere/aktionærer skal tro på, at de senere bliver kompenseret for den højere aktiepris), eller bidragssatsen skal nedsættes med 50 mia. kr. over det 20-årige åremål.

## **Corporate Governance**

Ingen tjener kan tjene to herrer. Dette må ikke forveksles med, at man ikke samtidig kan være ejer af og kunde i eller ejer af og leverandør til et selskab.

Eksempler på dette findes i den danske landbrugssektor. Eksempelvis er såvel Danish Crowns som Arlas ejere også leverandører. Der findes også en del eksempler, hvor landmanden er ejer og kunde. Uden for landbrugssektoren ser vi tilsvarende konstruktioner. Et eksempel herpå er de store og middelstore (op til Jyske Bank og Sydbank) bankers fælles IT-selskaber. Her er bankerne såvel ejere som kunder. Fælles for konstruktionerne er, at ejerrollen er underordnet leverandør- og kunderollen. Det er helt parallelt til Nykredits problemstilling.

Ovenstående eksempler er kendetegnet ved, at konstruktionen har en væsentlig økonomisk betydning for ejeren/kunden/leverandøren. Endvidere er konstruktionerne kendetegnet ved meget regulerede ind- og udtrædelsesbestemmelser – og måske lidt overraskende tages der i mange af konstruktionerne væsentlige hensyn til kommende deltagere i konstruktionerne.

Helt væsentligt er, at ejer/kunde/leverandør rollen fungerer, men vi har endnu til gode at se eksempler på, at modellen med to herrer fungerer.

Fordelene ved aktionærforeningsmodellen er:

- Skærper væsentligt konkurrencen i realkreditsektoren til fordel for realkreditlåntagerne
- Bygger på principper, om end i en ny udformning, der er historisk velkendte i realkreditsektoren
- Er analog med velfungerende principper, vi ser i den øvrige forenings- og andelssektor
- Undgår problemet med flere herrer
- Låntageraktionærer kan købe og sælge deres aktier i Nykredit Holding

Ulemperne ved aktionærforeningsmodellen er:

- Hvem sikrer, at Nykredit Holdings ledelse bliver holdt til ilden?
- Der bliver ikke tale om et "egentligt" børsmarked for aktierne i Nykredit Holding

I landbrugssektoren bliver ledelserne holdt til ilden som følge af meget aktive landmænd. I moderne finansieringsjargon er der ikke meget free riding blandt landmændene. De møder op. Den tradition er ikke blevet brudt gennem hele landbrugsselskabernes historie.

Læren heraf er, at foreningsdemokratiet i Foreningen skal revitaliseres under en aktionærforeningsmodel, hvis realkreditlåntagernes interesser skal tilgodeses bedst muligt. I samme forbindelse skal reglerne for realkreditlåntagernes ind- og udtræden som aktionærer i Nykredit Holding overvejes nøje således, at såvel nuværende som fremtidige realkreditlåntageres interesser varetages. Efter min opfattelse er det alle parter ansvar. Og det kræver, at alle ser realiteterne i øjnene og stræber efter indsigt. Man kunne jo starte med, om man kan blive enige om følgende forslag til målsætning (og hvordan den nærmere skal forstås) for Foreningens ejerskab af Nykredit:

*Nykredit varetager nuværende og fremtidige realkreditlåntageres interesser ved udstedelse af AAA-realkreditobligationer med markedets laveste bidragssatser. I det omfang bankaktiviteter understøtter dette formål, kan der også drives bankaktiviteter.*

Efter min opfattelse er det afgørende med en klar og snæver målsætning for at sikre, at det er realkreditlåntagernes interesser, der tilgodeses.



## Nykredits egenkapital – ”herreløse” penge, der udgør en urimelig konkurrencefordel?

Som illustration af problemstillingen anvendes igen et simpelt eksempel baseret på følgende ligeledes simple antagelser:

- Nykredit har en egenkapital på 50 mia. kr., der er placeret til den risikofrie rente på 1% p.a. Afkastet anvendes til at nedsætte realkreditlåntagernes ”rente”
- Nykredit har realkreditudlån på 1.000 mia. kr. Disse udlån er evigtvarende og afdragsfrie
- Der er ingen tab på udlånene, og det er omkostningsfrit at producere disse udlån

Hvis realkreditlåntageren låner i Nykredit, betaler realkreditlåntager altså en årlig rente på 0,95% ( $1\% - \frac{1\% \times 50}{1000}$ ). Hvis realkreditlåntager i stedet låner hos et realkreditselskab, der skal have egenkapitalen forrentet, betaler realkreditlåntager en årlig rente på 1,00%.

Hvis vi er i en situation med knivskarp (fuldkommen) konkurrence realkreditselskaberne imellem, så udgør Nykredits ”herreløse” penge et konkurrenceproblem – Nykredit kan producere realkreditudlån til under kostpris, hvorved de øvrige realkreditudbydere må lukke deres realkreditaktiviteter.<sup>5</sup>

Hvis vi derimod er i en konkurrencesituation med overnormale profitter (som argumenteret for tidligere), så er Nykredits ”herreløse” penge derimod løsningen på et alvorligt konkurrencemæssigt problem – ikke mindst set med realkreditlåntagerøjne.

Bemærk at ovenstående blot er en illustration af det klassiske argument fra andelsbevægelsernes og kooperativernes side: Vi er her for at holde priserne i ave.

Bemærk også at diskussionen om Nykredits ”herreløse” penge ikke er anderledes end om pengene i andelsbevægelserne og kooperativerne, som Danmark er så rige på.

---

<sup>5</sup> Regneeksemplet kan også anvendes til at illustrere en art af pengeillusion. Hvis vi eksempelvis antager, at renten er 10% p.a. i stedet for 1% p.a., så kan Nykredit tilbyde realkreditlån til en rente på 9,5% p.a. ( $10\% - \frac{10\% \times 50}{1000}$ ) mod konkurrenternes 10% p.a. Altså en konkurrencefordel på 0,50% p.a. mod før 0,05% p.a.

Men har Nykredit da en større konkurrencefordel ved et renteniveau på 10% p.a. end ved 1% p.a.? Nej. Ved et renteniveau på 10% p.a. opnår realkreditlåntagerne en samlet årlig besparelse på 5 mia. kr. ved at låne hos Nykredit fremfor hos et andet realkreditinstitut. Nutidsværdien af denne besparelse udgør ved et renteniveau på 10% p.a. 50 mia. kr. Ved et renteniveau på 1% p.a. er Nykreditlåntagernes årlige besparelse på blot 0,5 mia. kr. Men ved et renteniveau på 1% p.a. har disse besparelser ligeledes en nutidsværdi på 50 mia. kr. Altså i begge tilfælde har besparelserne en værdi på 50 mia. kr. for realkreditlåntagerne.

## **Ingen tjener kan tjene to herrer – og dog?**

Igennem mere end et årti har Nykredit Holding ud over hovedaktionæren Foreningen (Nykredit) haft tre minoritetsaktionærer med en stort set samlet ejerandel på 10% over tid. Ultimo 2016 har Foreningen en ejerandel på 89,80%, Industriens Fond, Østifternes f.m.b.a og PRAS A/S har ejerandele på 4,70%, 3,25% henholdsvis 2,25%. I ovennævnte periode er der ikke blevet foretaget udlodninger til de fire ejere.

Om denne ejerstruktur anfører Møller og Nielsen (2016): "Selv om Nykredit Holding A/S i dag ikke er børsnoteret, er eksistensen af mindretsaktionærer et argument for, at selskabet *skal* drives med gevinstmaksimering til følge. En majoritetsaktionær må ikke bruge sin kontrol over et aktieselskab til at træffe beslutninger, der gavner hovedaktionæren (dvs. Foreningen Nykredits medlemmer) på de øvrige aktionærers bekostning."

Jeg er principielt enig med Møller og Nielsen. Men, i praksis har forholdet stået på i mere end et årti, uden at det har slået ud i en offentlig konflikt. Måske har i det mindste nogle af minoritetsaktionærernes og Foreningens interesser ikke været så forskellige trods alt. Men forholdet forekommer rodet. I relation til en aktionærforeningsmodel ville det være naturligt at give minoritetsaktionærerne et tilbud om at blive købt ud svarende til deres andel af den bogførte egenkapital i Nykredit Holding. Hvis alle minoritetsaktionærerne vælger at tage imod dette tilbud, ville det koste 6,5 mia. kr. af Nykredit Holdings bogførte egenkapital. Afhængigt af hvor mange minoritetsaktionærer, der ønsker at blive købt ud, kan det ske over driften igennem en årrække og/eller ved at forhøje låntagernes aktieindskud fra 1,5% af realkreditlånene til 2% af realkreditlånene – forholdet diskuteres yderligere i næste afsnit.

## **Lakmusprøven for aktionærforeningsmodellen**

Det afgørende for, om en aktionærforeningsmodel er levedygtig, er, at næsten alle realkreditlåntagere i Nykredit Holding vil vælge at tilslutte sig ordningen. I Tabel 2 angives et simpelt regnestykke for realkreditlåntagerne i Nykredit Holding, hvis de vælger at tegne aktier i Nykredit Holding.

**Tabel 2. Regnestykke for en Nykredit-realkreditlåntager ved at gå med i aktionærforeningsmodellen - alt er regnet pr. 1 millioner kr. lånt**

Aktieindskud	15.000 kr.
Årlig besparelse i bidrag	2.000 kr.
Direkte forrentning	13,33%
Tilbagealg af aktier (mindst)	15.000 kr.

Aktieindskuddet fremkommer som  $1.000.000 \times 1,5\% = 15.000$  kr.

Den årlige besparelse i bidrag fremkommer som  $1.000.000 \times 0,2\% = 2.000$  kr.

Den direkte forrentning fremkommer som  $2.000/15.000 = 13,33\%$  p.a.

Realkreditlåntagers tilbagealg af aktierne mindst til købspris er baseret på, at Nykredit Holding (jævnfør tidligere) selv efter bidragsrabat stadig har et overskud på 2,5 mia. kr. efter skat. Med et stort set garanteret afkast på 13,33% synes regnestykket særdeles tiltrækkende for realkreditlåntagerne. Regnestykket er også et forsigtigt regnestykke set med realkreditlåntagerøjne/aktionærøjne.

Men en eventuel vækst i realkreditudlånet skal også kunne dækkes ind med egenkapital.

Efter indskud af aktionærforeningsaktier har Nykredit Holding en bogført egenkapital på 83 mia. kr. (65 + 18) svarende til 6,92% af realkreditudlånene. Uden vækst i udlånene vokser denne procent år for år som følge af, at der hvert år lægges 2,5 mia. kr. til den bogførte egenkapital. Men med vækst i realkreditudlånene, der blot bidrager med 1,5% af udlånsvæksten til den bogførte egenkapital, ser regnestykket anderledes ud.

Det illustreres med et simpelt regnestykke. Vi antager, at Nykredit Holding de næste år ved ingen vækst i realkreditudlånene opnår et overskud efter skat og bidragsrabat på 3,5 mia. kr. – altså 1 mia. kr. mere end antaget tidligere. Antagelsen skyldes, at Nykredit Holdings bidragsforhøjelser og effektiviseringer endnu ikke er slået fuldt igennem i regnskabet for 2016. Ved en 5,5% vækst i realkreditudlånene forøges de 3,5 mia. kr. til 3,69 mia. kr. En 5,5% vækst i realkreditudlånene indebærer en udlånsvækst på 66 mia. kr. 1,5% heraf udgør 0,99 mia. kr. Bogført egenkapital udgør således næste år  $83 + 3,69 + 0,99 = 87,68$  mia. kr.,

hvilket igen udgør 6,93% af realkreditudlånene. Der kan altså finansieres en årlig udlånsvækst på op til 5,5% uden at skrue på nogle knapper.

Der er mange knapper at skrue på i aktionærforeningsmodellen. Skulle man komme i egenkapitalmangel som følge af lykkelig høj udlånsvækst, kan man eksempelvis hæve aktionærindskudsprocenten og indrømme realkreditlåntagerne en tilsvarende besparelse på deres bidrag som compensation for realkreditlåntagernes øgede indskud af egenkapital. Der er plads til det. En forøgelse af aktionærindskudsprocenten fra 1,5% til eksempelvis 3% vil indbringe yderligere 18 mia. kr. i egenkapital. Man kunne også forøge aktionærindskudsprocenten fra 1,5% til 2% og herved købe minoritetsaktionærerne ud af Nykredit Holding her og nu, hvis de måtte ønske det,.

### **Kort om den praktiske implementering af aktionærforeningsmodellen**

Orientering/information om aktionærforeningsmodellen skal foregå som generel information på Forenet Kredits hjemmeside. Heri er ingen lovgivningsmæssige problemer (Forenet Kredit er som låntagerforening ikke undergivet Lov om finansiel virksomhed), og det er i øvrigt helt analogt til den information, der i dag findes på Forenet Kredits hjemmeside om kundekroneprogrammet.

Realkreditlåntagere, der ønsker at låne penge til et aktiekøb i Nykredit Holding, kan få et sådant lån i ethvert pengeinstitut. Det var oprindeligt min opfattelse, at låntager måske ikke kunne opnå et sådant lån i Nykredit Bank, idet dette kunne stride imod §46 stk. 2 (Roskilde Bank-reglen) i Lov om finansiel virksomhed. Af Finanstilsynets udtalelser i Økonomisk Ugebrev nr. 32, 2017 kan jeg forstå, at jeg har været for forsigtig på det punkt. Nykredit Bank kan give lån til realkreditlåntagernes køb af aktier i Nykredit Holding – også uden at komme i konflikt med "god skik"-reglerne i §43 i Lov om finansiel virksomhed.

Det vil under alle omstændigheder være en naturlig service for foreningens medlemmer, at Forenet Kredit indhenter generelle tilbud om lån til køb af aktier i Nykredit Holding og offentliggør de bedste tilbud på foreningens hjemmeside.

## Afslutning

Aktionærforeningsmodellen forøger konkurrencen i realkreditsektoren markant og sænker herved bidragssatserne, undgår problemet med at tjene flere herrer, tilvejebringer den fornødne egenkapital og er ledelsesmæssigt fleksibel, da der er mange knapper at skrue på.

Det er ledelsen i Forenet Kredit og repræsentantskabet, der bestemmer, om Nykredit Holding skal børsnoteres eller ej. Og i tilfælde af en børsnotering på hvilken måde det skal ske.

En sådan beslutning stiller store krav til repræsentantskabet, og dermed har repræsentantskabet behov for et fagligt, detaljeret og komplet beslutningsgrundlag i god tid inden, at beslutning skal træffes. Ansvar for beslutning og det grundlag beslutning træffes på, vil altid hvile på ledelsen i Forenet Kredit og repræsentantskabet.

Offentligheden, repræsentantskabet og formentlig bestyrelsen i Forenet Kredit ved i dag stort set ikke mere om kundekronemodellen end de gjorde, da den blev annonceret for godt halvandet år siden. Kundekronemodellen er ikke fuldt gennemtænkt endsige kommunikeret detaljeret ud til offentligheden og repræsentantskabet. Om dette forhold skriver Forenet Kredit (19. maj 2017) på sin hjemmeside: "Når bestyrelsen har valgt ikke at anbefale en konsulentundersøgelse, så skyldes det især, at den fremtidige model for KundeKroner ikke er klar endnu. Det er noget Nykredit-koncernen arbejder på. ... Når den fremtidige model for KundeKroner ligger klar, så vil den selvfølgelig også være gennemanalyseret." Med andre ord: Mere end halvandet år efter annoncering af en mulig børsnotering baseret på kundekroner foreligger der stadig ikke noget, der minder om et beslutningsgrundlag. Det forekommer mig uansvarligt. Vi taler om landets største långiver.

Frem til starten af den danske bankkrise har bidragssatserne i dansk realkredit været på 0,5% p.a. eller lavere. I dag udgør bidragssatserne 0,8-0,9% p.a. Den eneste forklaring, som jeg kan se herpå, er, at Nykredit som følge af egenkapitalmangel har hævet sine bidragssatser. Dette var muligt, da "konkurrenterne" valgte ikke at konkurrere. Det var penge lige ned i posen. Som følge af manglende konkurrence er realkreditlåntagerne altså

blevet fattigere. For hver lånt 1 million kr. over 30 år uden afdrag er realkreditlåntagerne blevet godt 90.000 kr. fattigere<sup>6</sup>.

For nærværende har Nykredit ikke et akut behov for mere egenkapital. Det er således muligt at stoppe op og overveje, om man helt skal kaste en flere hundrede år gammel realkreditmodel på møddingen til fordel for en stort set udokumenteret kundekronemodell. Den historiske realkreditmodel har tilvejebragt særdeles billige lån til realkreditlåntagerne i form af bidragssatser ikke højere end 0,5% p.a.

Det naturlige spørgsmål er derfor, om der findes andre varianter af den historiske realkreditmodel, der kan producere lige så billige realkreditlån samtidig med, at Nykredit tilføres tilstrækkelig egenkapital?

Gennem besvarelse af dette spørgsmål påtager Forenet Kredits ledelse, og ikke mindst realkreditlåntagernes repræsentanter i Forenet Kredit, sig et historisk ansvar.

## Litteratur

Christensen, Peter Ove og Jesper Rangvid, 2016: Hvad hvis Nykredit gør som RD? – markedsstruktur i dansk realkredit. *Finans/Invest*, 3/16, s. 24-32.

Christensen, Peter Ove og Jesper Rangvid, 2017: *Replik: Diskussionen af Nykredits børsnotering i Finans/Invest samt forslag til en aktionærforeningsmodel*. Peter Ove Christensens hjemmeside på CBS, september 2017.

Danmarks Nationalbank, 2016: Finansiell Stabilitet, 1. halvår 2016.

Erhvervs- og Vækstministerier, 2016: Rapport fra ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet, september 2016.

Foreningen Nykredit, 2017: Politik for aktivt ejerskab. Foreningen Nykredit, marts 2017.

Konkurrencestyrelsen, 2017: Konkurrencen på realkreditmarkedet, august 2017.

---

<sup>6</sup> 3.500 kr. tilbagediskonteret over 30 år med en diskonteringsrente på 1% p.a.

Møller Michael og Niels Chr. Nielsen, 2016: Nykredit, børstnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer. *Finans/Invest*, 2/16, s. 25-32.

Nykredit Realkredit-koncernen. Diverse årsrapporter.

Raaballe, Johannes, 2017a: *Diskussionen af Nykredits børstnotering i Finans/Invest samt forslag til en aktionærforeningsmodel*. Management Working Papers 2017-03, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

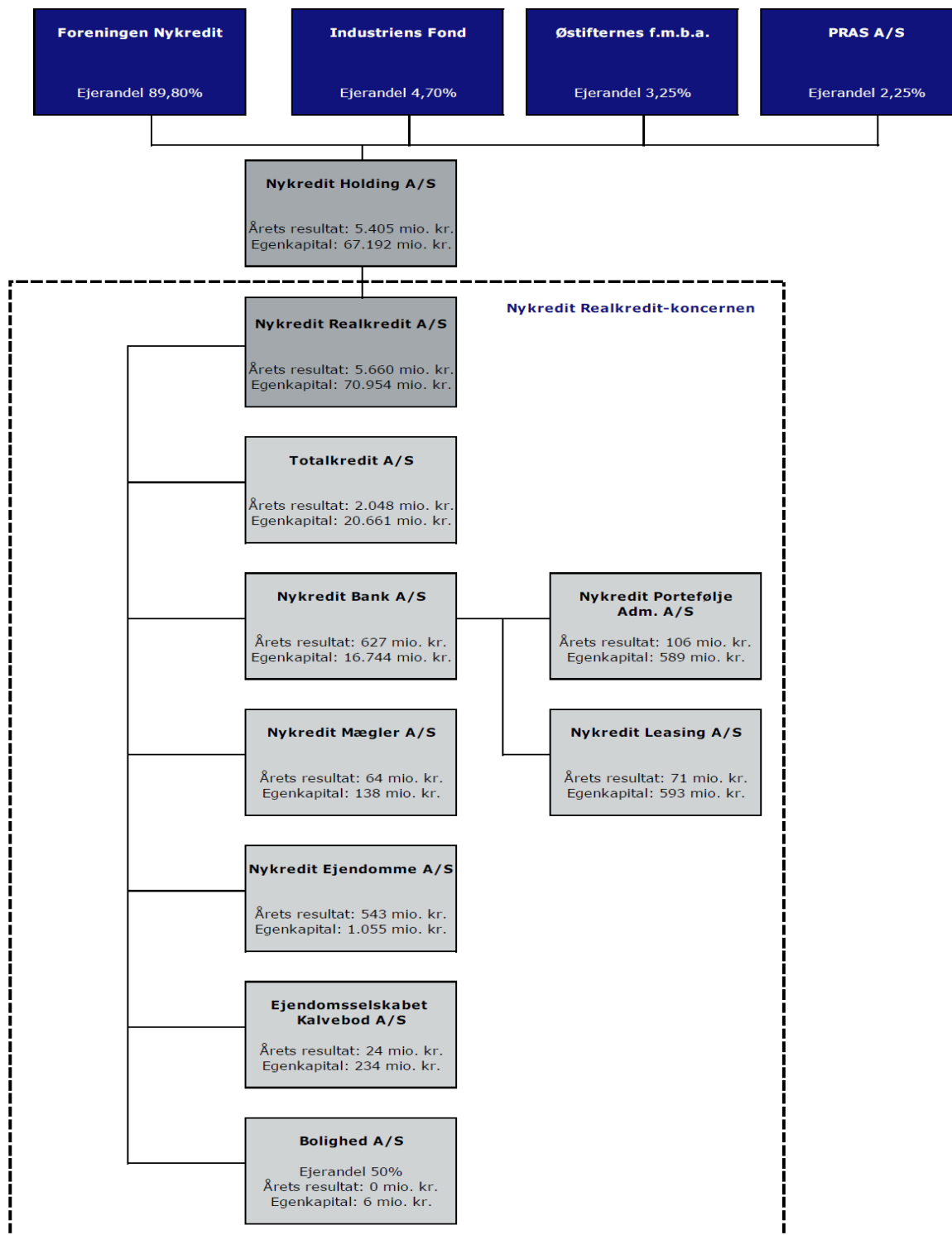
Raaballe, Johannes, 2017b: *Duplik til Peter Ove Christensen og Jesper Rangvids replik (september 2016) vedrørende Nykredits børstnotering*. Management Working Papers 2017-04, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

Raaballe, Johannes, 2017c: *Afkastkrav i forbindelse med Nykredits børstnotering*. Omprøve på BA-oeconstudiet, Aarhus Universitet.

Økonomisk Ugebrev, 2017: Finanstilsynet blåstempler Raaballes Nykredit-model. 2017, nr. 32.

## Appendiks A. Koncerndiagram

### KONCERNDIAGRAM





## **Appendiks B. Et realkreditlån optaget i juni 1964 og indfriet i maj 1985**

I juni 1964 optager en husejer et 6,5% 30-årigt annuitetslån på 34.000 kr. hos Jyllands Kreditforening. På samme tidspunkt indbetaler husejeren et reservefondsindskud på 510 kr. til Jyllands Kreditforening.

I maj 1985 indfrier husejeren lånet, der på dette tidspunkt har en restgæld på 17.007 kr., ved at indlevere obligationer svarende til lånets restgæld til Jyllands Kreditforening – nu Nykredit. Som følge heraf modtager husejeren sit oprindelige reservefondsindskud, der nu udbetales med 1.258 kr.

Administrationsbidraget på realkreditlånet udgjorde årligt 95 kr. – den gang beregnedes administrationsbidraget af realkreditlånets hovedstol og ikke af dets restgæld.

Husejerens bidragsprocent, administrationsbidraget sat i forhold til realkreditlånets restgæld, udgjorde:

Første år: 0,28% (95/34.000)

Sidste år: 0,56% (95/17.007)

Husejeren havde således set med dagens øjne en lav bidragsprocent mod ved realkreditlånets oprettelse at foretage et reservefondsindskud på 510 kr., hvilket svarer til 1,5% af realkreditlånets hovedstol. Dette reservefondsindskud fik husejeren tilbagebetalt med 1.258 kr. svarende til en årlig forrentning på 4,39%.

Der er således mange lighedspunkter mellem de gamle kreditforeningers forretningsmodel baseret på reservefonde og aktionærforeningsmodellen. Og endnu vigtigere for husejeren: Et relativt lavt egenkapitalindskud sikrede husejeren lave bidragsprocenter set med dagens øjne.

## Management Working Paper

- 2013-01: Johannes Raaballe: Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder?
- 2013-02: Ken L. Bechmann, Anders Grosen and Johannes Raaballe: Højere kapitalkrav løfter krav til indtjening i den finansielle sektor – en replik
- 2013-03: Tom Engsted and Johannes Raaballe: Den finansielle krise i Danmark: Diskussion af rapporten fra ”Udvalg om årsagerne til finanskrisen”
- 2014-01: Tom Engsted and Johannes Raaballe: Den finansielle krise i Danmark: Diskussion af rapporten fra Udvalget om årsagerne til finanskrisen: Duplik
- 2014-02: Johannes Raaballe, Mathias Hessellund Jeppesen og Sait Sahin: Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling
- 2014-03: Robert P. Ormrod: Political Market Orientation and the Network Party Type: Understanding Relationship Structures in Political Parties
- 2016-01: Johannes Raaballe: Er regnskabs- eller markedsbaserede data nøglen til at opdage finansiell ustabilitet?
- 2016-02: Anders Grosen and Johannes Raaballe: Markedsbaserede solvensmål for banker – en diskussion
- 2016-03: Anders Grosen and Johannes Raaballe: Teorien bag måling af MSolvens – belyst med data fra den danske bankkrise
- 2016-04: Johannes Raaballe and Nadja Schwabach: Udviklingen i danske børsnoterede bankers corporate governance karakteristika under bankkrisen
- 2017-01: Johannes Raaballe and Anders Grosen: Duplik: MSolvens – Thomas Sangill/Danmarks Nationalbank
- 2017-02: Johannes Raaballe: Ultimo 2016-rangliste over de danske børsnoterede bankers soliditet
- 2017-03: Johannes Raaballe: Diskussionen af Nykredits børsnotering i Finans/Invest samt forslag til en aktionærforeningsmodel
- 2017-04: Johannes Raaballe: Duplik til Peter Ove Christensen og Jesper Rangvids replik (september 2017) vedrørende Nykredits børsnotering
- 2017-05: Johannes Raaballe: Forslag til en aktionærforeningsmodel for Forenet Kredit (Foreningen Nykredit)