



Management Working Papers

2017-03

Diskussionen af Nykredits børsnotering i Finans/Invest
samt forslag til en aktionærforeningsmodel

Johannes Raaballe



AARHUS
UNIVERSITY

BUSINESS AND SOCIAL SCIENCES
DEPARTMENT OF ECONOMICS AND BUSINESS

**Diskussionen af Nykredits børsnotering i *Finans/Invest*
samt forslag til en aktionærforeningsmodel**

Johannes Raaballe
Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

3. september 2017

Diskussionen af Nykredits børsnotering i *Finans/Invest* samt forslag til en aktionærforeningsmodel

Johannes Raaballe

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 Foreningen Nykredit ikke får noget ud af "kundekronemodellen".

Christensen og Rangvid (2016) argumenterer for, at "kundekronemodellen" tjener til at holde realkreditlåntagernes bidragssatser i ave.

Disse argumenter diskuteres og klarlægges i denne artikel. På baggrund heraf præsenteres og diskuteres 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 på møddingen.¹

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 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.

Christensen og Rangvid (2016) argumenterer for, at der i Møller og Nielsens analyse bør medtages en yderligere effekt, nemlig at "kundekroner" holder realkreditlåntagernes nettobidragssatser i ave – oven i købet således, at jo højere ejerandel Foreningen Nykredit har i Nykredit Holding, desto mere holdes nettobidragssatserne i ave.

¹ Jeg takker Anders Grosen og Michael Møller for deres mange kommentarer og forslag.

I nærværende artikel vises, at "kundekronemodellen" uanset Foreningen Nykredits ejerandel ikke holder nettobidragssatserne i ave for hverken Nykredits eller andre realkreditudbyderes låntagere, hvis Nykredit Holding følger en målsætning om at maksimere værdien af aktierne.

Hvis Nykredit Holding følger en anden målsætning end at maksimere markedsværdien af aktierne, opstår der en interessekonflikt mellem Foreningen Nykredit og øvrige aktionærer. Denne interessekonflikt diskuteres 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 Foreningen Nykredit 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.

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 Nykredit (se eventuelt koncerndiagram i appendiks A), at en væsentlig del af udbyttet på Foreningens aktier i Nykredit Holding vil blive returneret til Nykredit Holding², der så igen returnerer dette beløb som "kundekroner" til realkreditlåntagerne i Nykredit. Herved reduceres realkreditlåntagernes bruttobidragssats med "kundekronerne" til en lavere nettobidragssats

² 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 Foreningen Nykredits opfattelse, hvilket ses af Foreningen Nykredits 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 realkreditlåntagerens bruttobidragssats fratrukket efterbetalingerne (”kundekronerne”) 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, Nykredit Holding eller realkreditlåntagerne nogen som helst glæde af de udbytter, som Foreningen Nykredit returnerer til realkreditlåntagerne via Nykredit Holding.

Nykredit Holding udbetaler et udbytte til Foreningen Nykredit, som returnerer dette udbytte til Nykredit Holding. Dette har ingen effekt hverken hos Foreningen Nykredit eller hos Nykredit Holding. Foreningen Nykredit giver altså i realiteten et afkald på et udbytte i Nykredit Holding mod, at Nykredit Holding laver en efterbetaling til realkreditlåntagerne af samme størrelse. Men det sidstnævnte koster ikke Nykredit Holding noget, da Nykredit Holding forøger (har forøget) realkreditlåntagerens bruttobidragssatser med et tilsvarende beløb. Disse to beløb udligner hinanden såvel før som efter skat i Nykredit Holding, da efterbetalingerne til realkreditlåntagerne er skattemæssigt fradragsberettigede i Nykredit

Holding. Øvrige aktionærer ender altså i realiteten op med at få al udbytte i Nykredit Holding, der har en uændret indtjening som følge af de forøgede bruttobidragssatser. Tilsvarende kan øvrige aktionærer acceptere vilkårligt store udbytter til Foreningen Nykredit, blot denne returnerer disse udbytter til Nykredit Holding. Øvrige aktionærer i Nykredit Holding er således de ultimative vindere og kan acceptere vilkårligt store efterbetalinger til realkreditlåntagerne, når bruttobidragssatserne øges tilsvarende. Nye aktionærer i Nykredit Holding er villige til at betale en høj pris for aktierne, da Foreningen Nykredit jo i realiteten har givet afkald på deres andel af udbyttet i Nykredit Holding. Men nye aktionærer betaler præcist for det, som de får – og får dermed ikke et windfall gain. Hele gevinsten ved arrangementet tilfalder altså, baseret på Møller og Nielsens argumentation, de hidtidige minoritetsaktionærer (se eventuelt koncerndiagram i appendiks A).

De returnerede udbytter og efterbetalingerne synes således at være penge ud af vinduet for Nykredit, idet hverken Foreningen Nykredit, Nykredit Holding eller dets realkreditlåntagere får nogen som helst glæde af pengene.

Men det kunne jo være, at de returnerede udbytter tjener det formål at holde alle realkreditudbyderes nettobidragssatser i ave. Det er et klassisk argument fra andelsbevægelsernes og kooperativernes side: Vi er her for at holde priserne i ave.

Christensen og Rangvid (2016) argumenterer netop herfor – om end med et andet ordvalg. Som Møller og Nielsen (2016) antager Christensen og Rangvid (2016), at Nykredit Holding maksimerer markedsværdien af selskabets aktier. Som hos Møller og Nielsen (2016) udbyder alle realkreditselskaber deres realkreditlån med samme (netto) bidragssats. Dermed tilfalder hele gevinsten ved arrangementet også i Christensen og Rangvids fremstilling minoritetsaktionærene. Men ifølge Christensen og Rangvid (2016) er der imidlertid også en fordel, der tilfalder alle landets realkreditlåntagere. Jo højere ejerandel Foreningen Nykredit er i stand til at bibeholde i Nykredit Holding, desto højere samlet udbud af realkreditlån og dermed lavere fælles (netto) bidragssats for alle realkreditlåntagere, idet Christensen og Rangvid (2016) antager, at (netto) bidragssatsen er faldende i udbuddet af realkreditlån. Man holder således priserne i ave, og jo højere

ejerandel Foreningen Nykredit har i Nykredit Holding, desto mere holdes nettobidragssatserne i ave.

Sidstnævnte konklusion hos Christensen og Rangvid (2016) er imidlertid ikke, som vi skal se senere, baseret på, at Nykredit Holding maksimerer markedsværdien af selskabets aktier. Hvis man i stedet i Christensen og Rangvids model maksimerer markedsværdien af Nykredit Holdings aktier, da er udbuddet af realkreditlån helt uafhængigt af Foreningen Nykredits ejerandel i Nykredit Holding, og dermed er der ingen effekt på realkreditlåntagernes nettobidragssatser, hvorved bidragssatserne ikke holdes i ave. Møller og Niensens konklusioner står således baseret på deres præmisser uforandrede.

Alternativer til kundekronemodellen

Men ovennævnte rejser jo spørgsmålet om, hvilke interesser Foreningen Nykredit 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 Nykredit 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 i, 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 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 C illustrerer dette.

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

Hvad hvis Nykredit gør som RD?: Analysen hos Christensen og Rangvid (2016)

Det første formål med dette afsnit er, baseret på Møller og Nielsens præmisser, at vise, at Nykredit Holdings udbud af realkreditudlån og realkreditudlånenes nettobidragssats er uafhængige af Foreningen Nykredits ejerandel i Nykredit Holding, når Nykredit Holdings målsætning er at maksimere værdien af aktierne.

Det andet formål med afsnittet er at klarlægge, hvad Christensen og Rangvids kriteriefunktion er. Hvad driver så at sige værket i deres model?

Der tages udgangspunkt i Christensen og Rangvids model, og notationen er forklaret i Formelboks 1.

Christensen og Rangvid (2016) tager udgangspunkt i en steady-state model for Nykredit Holding, hvor markedsværdien af aktierne i Nykredit Holding er givet ved (se venligst Formelboks 1 for notation):

$$(1): V^E = BVE + \frac{ROE - r_E}{r_E - g} BVE = \frac{ROE - g}{r_E - g} BVE, \text{ hvor } g < r_E.$$

Formelboks 1. Notation

- V^E : Markedsværdien af alle aktier i Nykredit Holding
- $BVE(=Q)$: Bogført værdi af egenkapitalen i Nykredit Holding
- ROE : Return on equity. Egenkapitalforrentningen (af bogført egenkapital) efter skat i Nykredit Holding
- r_E : Aktionærernes afkastkrav på aktierne i Nykredit Holding
- g : Den andel af bogført egenkapital der geninvesteres i Nykredit Holding
- P : Realkreditlåntagernes nettobidragssats (regnet pr. bogført egenkapitalkrone)
- K : Udbytte fra Nykredit Holding til Foreningen Nykredit, der returnerer dette udbytte til Nykredit Holding, der videre returnerer dette udbytte som efterbetaling ("kundekrone") til realkreditlåntagerne (regnet pr. bogført egenkapitalkrone)
- $G (= P + K)$: Realkreditlåntagernes bruttobidragssats (regnet pr. bogført egenkapitalkrone).
- Omk : Omkostningerne i Nykredit Holding ved at producere et realkreditudlån, der indbringer bruttobidragssatsen G (regnet pr. bogført egenkapitalkrone).
- s : Selskabsskattesatsen.
- α : Foreningen Nykredits ejerandel af aktierne i Nykredit Holding.
- $1 - \alpha$: Øvrige aktionærers ejerandel af aktierne i Nykredit Holding.

Det er tælleren i formel (1)'s sidste udtryk, der i første omgang er interessant for vort formål. Indtjeningen efter skat (ROE) i Nykredit Holding anvendes til to formål: Vækst (g) og udbytter til aktionærerne ($ROE - g$). Markedsværdien af Nykredit Holdings aktier er altså den tilbagediskonterede værdi af udbytterne, der hver periode vokser med g .

For fastholdt vækst, afkastkrav til aktierne og bogført egenkapital er maksimering af markedsværdien af aktierne i Nykredit Holding altså ensbetydende med maksimering af Nykredit Holdings egenkapitalforrentning efter skat, *ROE*. I det efterfølgende underafsnit ser jeg derfor nærmere på *ROE*.

ROE for Nykredit Holding

Inden Nykredit Holding laver en efterbetaling i form af kundekroner til realkreditlåntagerne, har Nykredit Holding en indtjening på $G - Omk$ (regnet pr. bogført egenkapitalkrone). Dette giver efter selskabsskat en indtjening på $(1 - s)(G - Omk)$. Nykredit Holding udbetaler et udbytte K til Foreningen Nykredit, som straks returnerer dette beløb til Nykredit Holding. Dette har ingen økonomisk/likviditetsmæssig effekt hverken hos Foreningen Nykredit eller hos Nykredit Holding. For den sags skyld kunne Nykredit Holding udbetale et vilkårligt stort udbytte (herunder intet udbytte) til Foreningen Nykredit, blot at denne returnerer udbyttet til Nykredit Holding. Men Nykredit Holding er nu forpligtiget til at efterbetale K til realkreditlåntagerne. Det koster Nykredit Holding $(1 - s)K$ efter skat. Nykredit Holdings indtjening efter skat (*ROE*) ender således op med at være:

$$(2): \quad ROE = (1 - s)(G - Omk) - (1 - s)K = \overbrace{(1 - s)(P + K - Omk)} - (1 - s)K = (1 - s)(P - Omk)$$

Det er udtrykket markeret med en tuborgklamme i (2), der er interessant.³ Nykredit Holdings omkostning efter skat ved at efterbetale K til realkreditlåntagerne er givet ved $(1 - s)K$. Men det koster netto ikke noget i Nykredit Holdings *ROE*, idet realkreditlåntagernes bruttobidragssats øges med det samme beløb (K) – og realkreditlåntagerne vil stadig købe lån i Nykredit Holding, idet de forventer en efterbetaling, der bringer lånets nettobidragssats (P) på niveau med de andre realkreditudbyderes bidragssats (P). Dette giver Nykredit Holding en merindtjening på $(1 - s)K$ efter skat. Efterbetalingen til realkreditlåntagerne bliver altså i Nykredit Holding

³ Bemærk i øvrigt analogien til andelssektoren. Eksempelvis Arla udbetaler løbende en afregning for landmandens mælk. Denne afregning suppleres efterfølgende med en efterbetaling til landmanden. Det var formentlig det forhold, der gjorde, at Nykredit Holding blev indrømmet skattemæssigt fradrag for deres efterbetaling til realkreditlåntagerne.

hundrede procent finansieret ved en højere bidragssats (og dermed en uændret nettobidragssats $G - K = P + K - K = P$). Foreningen Nykredit, øvrige aktionærer i Nykredit Holding, Nykredit Holding og realkreditlåntagerne er således alle under disse betingelser helt indifferente med hensyn til størrelsen af bruttoudbyttet ($K \geq 0$) til Foreningen Nykredit. Jo højere K , desto højere nettobidragssats og dermed uændret ROE i Nykredit Holding. Da ROE er uafhængig af bruttoudbyttet, modtager øvrige aktionærer således et udbytte ($ROE - g$), der er uafhængigt af efterbetalingen til realkreditlåntagerne og bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit. Det er således alene øvrige aktionærer i Nykredit Holding, der modtager et positivt nettoudbytte fra Nykredit Holding.⁴

Ovenstående indebærer også, at Nykredit Holdings udbud af realkreditlån og nettobidragssatsen på disse er uafhængige af Foreningen Nykredits ejerandel i Nykredit Holding. Med andre ord ville man få samme resultat, hvis Foreningen Nykredit ikke ejede aktier i Nykredit Holding. Dette følger af, at alle udtryk i formel (1) er uafhængige af Foreningen Nykredits ejerandel – blandt andet som følge af, at ROE er uafhængig af

⁴ Af hensyn til læsere, der er mere fortrolige med "tal", har jeg valgt også at illustrere formel (2) ved hjælp af et simpelt regneeksempel. Det antages, at resultatet før skat i Nykredit Holding er 4 (eksempelvis mia. kr.), hvis der ikke udbetales kundekroner. Ved en selskabsskattesats på 25% er resultatet/likviditeten i Nykredit Holding da på 3.

Jeg spørger nu: Hvad er konsekvensen hos Foreningen Nykredit, realkreditlåntagerne og Nykredit Holding, hvis der udbetales kundekroner med beløbet 8? (De 8 er baseret på fremstillingen hos Christensen og Rangvid (2016) svarende til, at Foreningen Nykredit har en ejerandel på 2/3 i Nykredit Holding).

- a) *Foreningen Nykredit*: De 8 udbetales af Nykredit Holding som (brutto) udbytte til Foreningen Nykredit, der returnerer de 8 til Nykredit Holding. Da ingen af disse to beløb er skattepligtige/fradragsberettigede hos Foreningen Nykredit, er den økonomiske/likviditetsmæssige effekt hos Foreningen Nykredit lig med 0.
- b) *Realkreditlåntagerne*: Disse betaler nu 8 mere i bidrag, men de kompenseres herfor, da Nykredit Holding efterbetaler 8 som kundekroner til realkreditlåntagerne. Da beløbene er skattemæssigt fradragsberettigede henholdsvis skattepligtige hos realkreditlåntagerne, er nettoeffekten lig med 0 såvel før som efter skat hos disse.
- c) *Nykredit Holding*: Her fremkommer to effekter som følge af kundekroner, men begge effekter er lig med 0. 1) Nykredit Holding udbetaler 8 i (brutto) udbytte til Foreningen Nykredit. Denne returnerer disse 8 til Nykredit Holding. Da ingen af disse to transaktioner er skattepligtige i Nykredit Holding, er den økonomiske/likviditetsmæssige nettoeffekt heraf lig med 0 i Nykredit Holding. 2) Nykredit Holding modtager 8 ekstra i bidrag fra realkreditlåntagerne, men returnerer efterfølgende dette beløb til realkreditlåntagerne som kundekroner. Da beløbene er skattepligtige henholdsvis skattemæssigt fradragsberettigede i Nykredit Holding, er nettobeløbene således lig med 0 såvel før som efter skat i Nykredit Holding. Samlet set er resultatet/likviditeten efter skat i Nykredit Holding således uændret på 3.

Dette er essensen i Møller og Nielsens model: Foreningen Nykredit, realkreditlåntagerne og Nykredit Holding får intet ud af kundekronerne. Og den uændrede likviditet i Nykredit Holding på 3 efter skat skal nu ikke længere deles ud på vækst (eksempelvis 1), udbytte til Foreningen Nykredit (eksempelvis 1,33) og udbytte til øvrige aktionærer (0,67), men skal nu alene anvendes til vækst (1) og udbytte til øvrige aktionærer (2) i Nykredit Holding. Vinderne er således øvrige aktionærer.

bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit (K) = efterbetalingen til realkreditlåntagerne. Man kan i ovenstående model, som hos Christensen og Rangvid (2016), vælge en metode til udbetaling af bruttoudbytte (K) til Foreningen Nykredit, hvor bruttoudbyttet afhænger af Foreningen Nykredits ejerandel i Nykredit Holding, og som er baseret på et udbyttegrundlag (se appendiks B) bestående af den del af Nykredit Holdings resultat, der ikke skal anvendes til vækst ($ROE - g$), tillagt bruttoudbyttet (K) til Foreningen Nykredit. Men man kan også helt generelt anvende andre udbytteudbetalingsmetoder. Det vil ingen effekt have, da formeludtrykkene i (1) og (2) er uafhængige af bruttoudbyttet (K) til Foreningen Nykredit.

Konklusion 1: Baseret på Foreningen Nykredits efterbetalingsmodel (kundekroner), hvor hele bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit returneres til Nykredit Holding, der videre returnerer dette beløb til realkreditlåntagerne, og baseret på at Nykredit Holding maksimerer markedsværdien af aktierne, fås følgende konklusioner:

- Foreningen Nykredit, øvrige aktionærer i Nykredit Holding, Nykredit Holding og realkreditlåntagerne er alle indifferente med hensyn til størrelsen af bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit, når denne returnerer dette udbytte til Nykredit Holding. Og Foreningen Nykredit, Nykredit Holding og realkreditlåntagerne får ikke nogen som helst glæde af bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit
- Indtjeningen (ROE) i Nykredit Holding er helt uafhængigt af, hvor meget der efterbetales til realkreditlåntagerne, da bruttobidragssatsen forøges tilsvarende. Alle interessenter er derfor også indifferente med hensyn til efterbetalingens størrelse (K), da realkreditlåntagernes nettobidragssats (P) er uafhængig af efterbetalingen
- Øvrige aktionærer modtager i realiteten alt udbytte fra Nykredit Holding (den del af ROE der ikke skal anvendes til vækst)
- Foreningen Nykredits ejerandel i Nykredit Holding har ingen betydning for Nykredit Holdings udbud af realkreditlån og nettobidragssatsen på disse. Foreningen Nykredit holder således ikke priserne i ave under disse forudsætninger
- Hertil kan komme en ubehagelig sideeffekt af kundekronerne i form af et opadgående prispres på nettobidragssatsen hos såvel realkreditlåntagerne i Nykredit Holding som hos realkreditlåntagerne i øvrige realkreditinstitutter. Det sker, hvis "Totalkreditbankerne" modtager en andel af det beløb, hvormed realkreditlåntagernes bidrag

forøges som følge af kundekroneprogrammet, uden at "Totalkreditbankerne" betaler en tilsvarende andel af kundekronerefusionen til realkreditlåntagerne.⁵

Hvad driver værket hos Christensen og Rangvid (2016)?

Christensen og Rangvid (2016) bruger et andet udtryk for ROE , end ROE givet ved formeludtryk (2). Dette andet udtryk benævner jeg ROE_{CR} , og udtrykket er givet ved:

$$(3a): ROE_{CR} = (1-s)(G + F - A - L) + sK = (1-s)(G - Omk) + sK,$$

Hvor omkostninger (Omk) som tidligere er defineret ved: $Omk = A + L - F$. A , L og F er forklaret i nedenstående citat.

Om udtrykket skriver Christensen og Rangvid (2016) nederst side 27, 2. spalte og øverst side 28, 1. spalte:

" ROE_{CR} ("fodtegnet" CR er min tilføjelse) er efterskat-værdien af summen af gebyrindtægter (G) (bruttobidragssatsen $P + K -$ min tilføjelse) og nettoafkast på fonds mv. (F) fratrukket administrations- og distributionsomkostninger (A) og tab på lån (L) tillagt skatteværdien af KundeKroner (sK)."

Jeg kan ikke indse, at Nykredit Holding kan få skattemæssigt fradrag (sK) for en efterbetaling til realkreditlåntagerne, som Nykredit Holding i henhold til formel (3a) ikke har foretaget. Man burde i udtrykket (3a) også have fradraget efterbetalingen til realkreditlåntagerne. Herved ville man få $ROE_{CR} - K = (1-s)(G + F - A - L) + sK - K = (1-s)(P + K - K - Omk) = (1-s)(P - Omk) = ROE$, idet efterbetalingen til realkreditlåntagerne koster Nykredit Holding $(1-s)K$ efter skat.

ROE_{CR} er altså ikke et return on equity/en egenkapitalforrentning efter skat. Men hvad er det så? Ved at omskrive (3a) fås:

$$(3b): ROE_{CR} = (1-s)(P + K - Omk) + sK + (1-s)K - (1-s)K$$

⁵ Rent teknisk følger det af, at resultatet efter skat i Nykredit Holding under disse forudsætninger er faldende i kundekroneprogrammets omfang. Analysen er i øvrigt helt parallel til analysen hos Christensen og Rangvid (2016)

$$= (1-s)(P - Omk) + K = ROE + K.$$

Christensen og Rangvid (2016) maksimerer altså Nykredit Holdings return on equity (ROE) plus bruttoudbyttet (K) til Foreningen Nykredit. ROE_{CR} kan også gives en anden fortolkning.

Ved at omskrive (3b) fås:

$$(3c): ROE_{CR} = (ROE - g) + K + g.$$

Første led er de udbetalte nettoudbytter, der jævnfør forrige afsnit alle tilfalder øvrige aktionærer. Andet led er bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit og g er den andel af ROE , der skal anvendes til vækst. Christensen og Rangvid (2016) maksimerer altså for fastholdt vækst (g) summen af udbytter til øvrige aktionærer (alle nettoudbytter) og bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit (nettoudbytte lig med 0).

Christensen og Rangvid (2016) maksimerer således ikke markedsværdien af Nykredit Holdings aktier, idet dette i henhold til formel (1) ville kræve en maksimering af ROE og ikke en maksimering af $ROE_{CR} = ROE + K$.

Baseret på ovenstående er ideen hos Christensen og Rangvid (2016) at lade Nykredit Holding i konkurrence med øvrige realkreditselskaber bestemme udbuddet af realkreditudlån. Som en proxy for mængden af realkreditudlån vælger Christensen og Rangvid (2016) den bogførte værdi af egenkapitalen, BVE . Kriteriet er at maksimere Nykredit Holdings nutidsværdi af fortjenesten ved at ændre omfanget af realkreditudlån. Kriteriet er altså i henhold til (1) – hvor vi som hos Christensen og Rangvid (2016) har erstattet BVE med Q :

$$(4): \text{Max } \frac{ROE - r_E}{r_E - g} Q.$$

I dette udtryk indsætter Christensen og Rangvid i stedet for ROE udtrykket $ROE_{CR} = (1-s)(P - Omk) + K = ROE + K$. Herved fås:

$$(5): \text{Max } \frac{ROE + K - r_E}{r_E - g} Q.$$

Christensen og Rangvid antager, at nettobidragssatsen P afhænger af Q således, at et højere udbud af realkreditlån indebærer en lavere nettobidragssats.⁶

Vi bemærker, at udtrykket i (5) alene kan afhænge af Foreningen Nykredits ejerandel, hvis bruttoudbyttet K afhænger af Foreningen Nykredits ejerandel. Og vi så i forrige underafsnit, at dette ikke nødvendigvis behøver at være tilfældet. Hvis Foreningen Nykredit i modellen skal holde nettobidragssatserne i ave, er det altså ikke nok at droppe forudsætningen om, at Nykredit Holding maksimerer markedsværdien af aktierne. Christensen og Rangvid (2016) vælger en udbyttepolitik, hvor bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit afhænger af dens ejerandel af aktierne i Nykredit Holding, og som er baseret på et udbyttegrundlag bestående af den del af Nykredit Holdings resultat, der ikke skal anvendes til vækst, tillagt bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit.

Konklusion 2: Baseret på Christensen og Rangvids model fås følgende konklusioner:

- I modellen er det ikke markedsværdien af Nykredit Holdings aktier (og dermed ROE), der maksimeres
- I stedet maksimeres summen af ROE plus bruttoudbyttet (K) til Foreningen Nykredit. Eller ækvivalent: Summen af udbytter til øvrige aktionærer (den del af ROE der ikke skal anvendes til vækst) plus bruttoudbyttet (K) til Foreningen Nykredit.

Hvor står vi så nu?

Baseret på analyserne hos Møller og Nielsen (2016) samt Christensen og Rangvid (2016) kommer de udbytter, som Foreningen Nykredit via Nykredit Holding returnerer til realkreditlåntagerne, ikke Foreningen Nykredit til gavn. De returnerede udbytter, som

⁶ Uafhængigt af om Nykredit Holding maksimerer kriteriet givet ved (4) eller (5), har Foreningen Nykredits aktier en værdi på nul. Vil og kan Foreningen Nykredit deltage i en egenkapitaludvidelse? Vil øvrige aktionærer deltage i en egenkapitaludvidelse? I tilfælde af at Nykredit Holding forfølger kriteriet (4) (markedsværdimaksimering), kan man argumentere for, at øvrige aktionærer vil finansiere hele egenkapitaludvidelsen og til trods herfor lade Foreningen Nykredit bibeholde dens ejerandel, idet øvrige aktionærer får hele fordelene ved egenkapitaludvidelsen og ikke mister noget ved at lade Foreningen Nykredit bibeholde dens ejerandel. Hvis der imod Nykredit Holding forfølger kriteriet (5), stiller sagen sig anderledes. Hvis øvrige aktionærer finansierer hele egenkapitaludvidelsen, lider de tab herved. Dette rejser altså spørgsmålet om finansieringen af egenkapitaludvidelsen. Dette forhold nævnes desværre ikke med ét ord i fremstillingen hos Christensen og Rangvid (2016).

videre returneres til realkreditlåntagerne som efterbetaling, har disse 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 der ikke skal anvendes til vækst). Hertil kan komme et opadgående prispres på nettobidragssatsen hos såvel realkreditlåntagerne i Nykredit Holding som hos realkreditlåntagerne i øvrige realkreditinstitutter. Det sker, hvis "Totalkreditbankerne" opnår en økonomisk fordel som følge af kundekroneprogrammet.

"Kundekronemodellen" synes således at være en høj pris at betale for mere egenkapital i Nykredit Holding. Det rejser spørgsmålene: Hvad er Foreningen Nykredits 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.

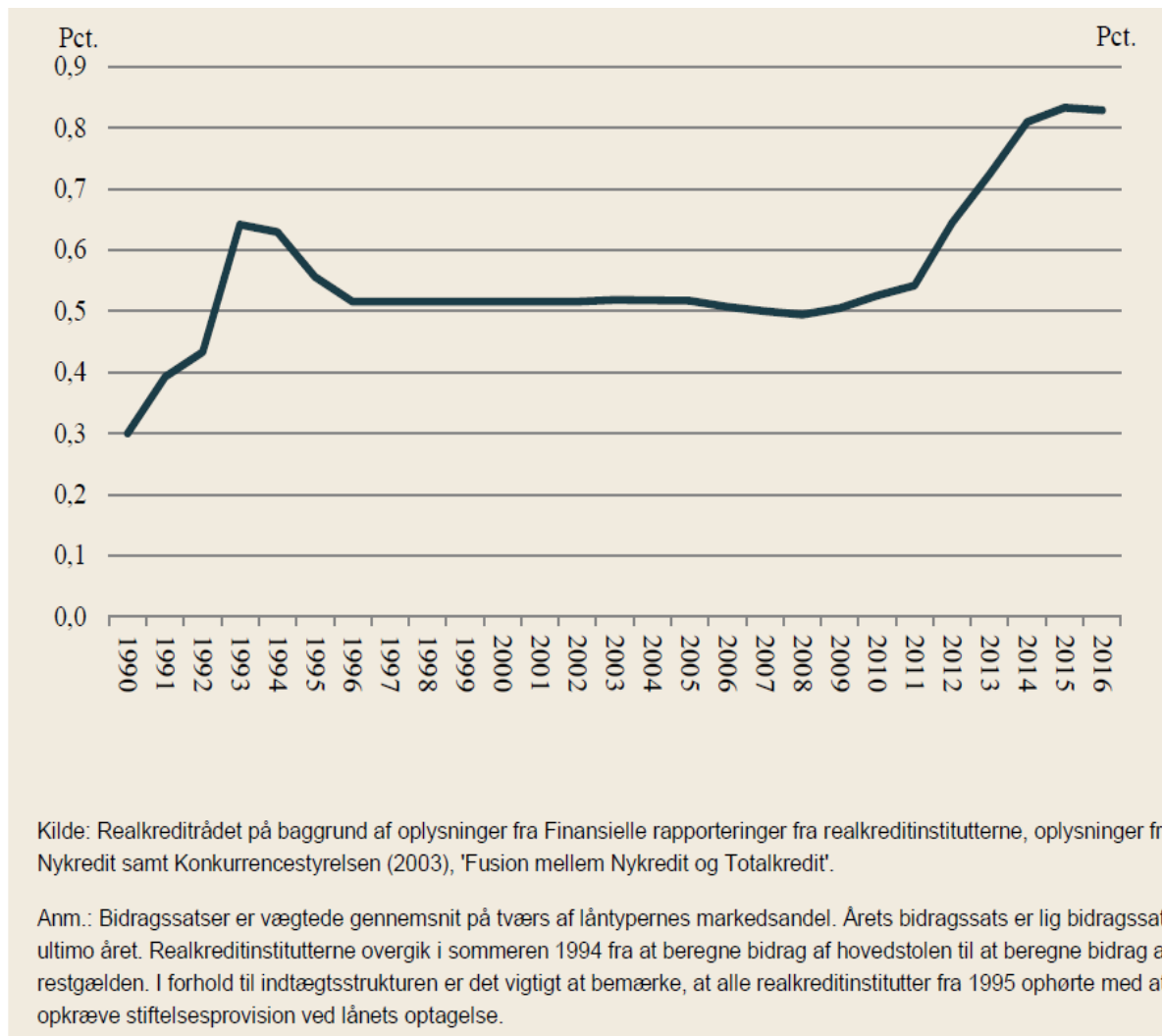
Bidragssatsen i dansk realkredit har historisk og frem til den danske bankkrise været i størrelsesordenen 0,5% p.a. for private realkreditlåntagere – og måske endnu mindre. I dag udgør bidragssatsen i størrelsesordenen 0,8-0,9% p.a., men varierende på tværs af lånetyper. Hertil kommer, at gebyrerne er steget kraftigt over samme årrække, jævnfør Konkurrencerådet (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 C 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.)⁷. I alt 0,49% p.a. svarende til den historiske bidragssats. Hertil

⁷ 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

kan komme en overnormal profit på realkreditlånet som følge af svag konkurrence realkreditinstitutterne imellem.

Figur 1 Bidragssatser for private i realkreditsektoren historisk set



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 under hele bankkrisen ligget på under 0,20% p.a. 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 7.

(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.

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, der 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) samt Christensen og Rangvid (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 Nykredit, gamle og nye minoritetsaktionærer.

Hvis Foreningen Nykredit i stedet vælger at beholde pengene, rejser det spørgsmålet: Hvad skal pengene så bruges til? Måske til opsparing i Foreningen Nykredit, så man kan deltage pro rata i eventuelle fremtidige emissioner. Men det forudsætter uventet meget høj vækst i Nykredit Holding, en uventet væsentlig indtjeningsnedgang i 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 Nykredit 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 Nykredit 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.⁸

Såvel Møller og Nielsen (2016) samt Christensen og Rangvid (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 bidragsats på 1% p.a., vil Nykredit Holding udbyde realkreditudlån til en nettobidragsats på eksempelvis 0,7% p.a.

⁸ Vi ved reelt meget lidt om kundekronemodellen, idet den efter halvandet år stadig ikke er kommunikeret detaljeret ud til offentligheden.

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 Nykredit bruge den andel af udbytterne 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 Nykredit true med ikke at returnere sine udbytter til Nykredit Holding, hvis denne sætter bidragssatsen for højt efter Foreningen Nykredits 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 Nykredit 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 hæftede for hinanden.

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.⁹ 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 Nykredit ejer aktiemajoriteten og udøver flertalsdiktatur. Helt tilsvarende kan strukturen forhindre, at nye 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.

⁹ 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.

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.

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

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

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.

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 realkreddittens 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.

Fordelen 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 Nykredit 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 Foreningen 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 simple eksempler 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 realkreditlåntagerens "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.¹⁰

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 andelsbevægelsesernes 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.

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.

¹⁰ 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 Nykreditlåntagerens 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.

Ultimo 2016 har Foreningen Nykredit 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 Foreningen Nykredits 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.

Realkreditlåntagers tilbagesalg af aktierne til mindst købspris er baseret på, at Nykredit Holding har (jævnfør tidligere) et overskud efter skat og bidragsrabat på 2,5 mia. kr. Med et stort set garanteret afkast på 13,33% synes ovenstående regnestykke særdeles tiltrækkende

for realkreditlåntagerne. Regnestykket er også et forsigtigt regnestykke set med realkreditlåntagerøjne/aktionærøjne.

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%
Tilbage salg 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.

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. 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, hvis de måtte ønske det, af Nykredit Holding her og nu.

Afslutning

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

Efter min opfattelse er den største udfordring i aktionærforeningsmodellen at tilvejebringe god corporate governance i Foreningen Nykredit.

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 konkurrerer. 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. fattigere¹¹.

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. Vel og mærke en realkreditmodel der historisk set har tilvejebragt særdeles billige lån til realkreditlåntagerne i form af bidragssatser ikke højere end 0,5% p.a. Findes der andre varianter af den historiske realkreditmodel, der kan

¹¹ 3.500 kr. tilbagediskonteret over 30 år med en diskonteringsrente på 1% p.a.

producere lige så billige realkreditudlån samtidig med, at Nykredit tilføres tilstrækkelig egenkapital?

Gennem besvarelse af dette spørgsmål påtager Nykredits ledelse 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.

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.

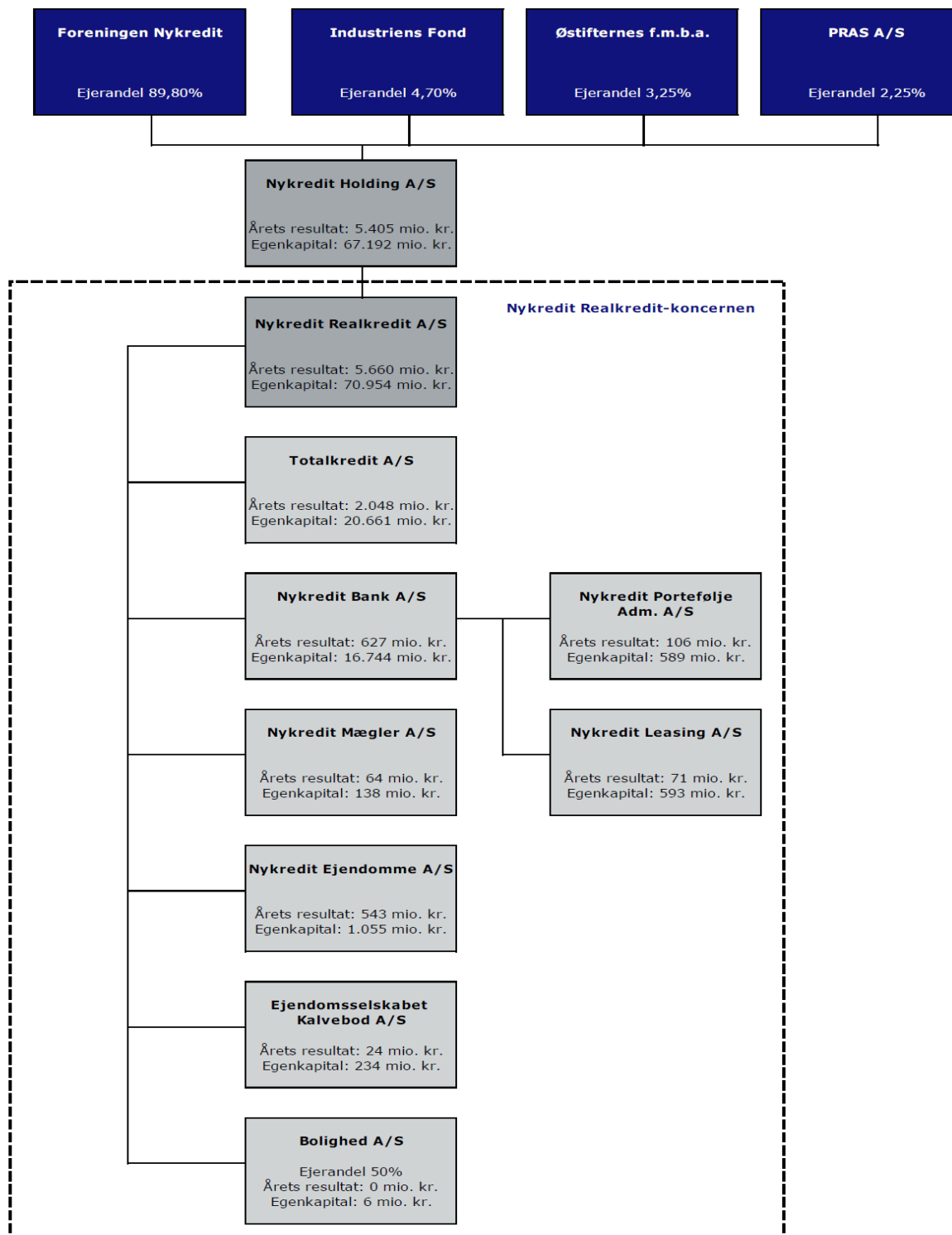
Møller Michael og Niels Chr. Nielsen, 2016: Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer. *Finans/Invest*, 2/16, s. 25-32.

Nykredit Realkredit-koncernen. Diverse årsrapporter.

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

Appendiks A. Koncerndiagram

KONCERNDIAGRAM



Appendiks B. Hvad driver værket hos Christensen og Rangvid (2016)?

Der er i "kundekronemodellen" mange måder at fordele udbyttet fra Nykredit Holding mellem Foreningen Nykredit og øvrige aktionærer. Under punkt A vises, hvorledes udbytteerne fordeles i Christensen og Rangvids model.

Under punkt B vises, at nettobidragssatserne i Christensen og Rangvids model holdes i ave, når en bestemt udbyttepolitik vælges, og Nykredit Holding maksimerer summen af return on equity og bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit (og altså ikke maksimerer markedsværdien af aktierne).

A. Hvis udbytteerne til Foreningen Nykredit (bruttoudbyttet) og øvrige aktionærer skal være baseret på et fælles udbyttegrundlag (UG), og udbytteerne til aktionærerne skal være proportional med aktionærernes ejerandel, så er det eneste fælles udbyttegrundlag (UG) givet ved:

$$(A1): \quad UG = ROE - g + K = ROE_{CR} - g.$$

Det er dette udbyttegrundlag, som Christensen og Rangvid har valgt. Konsekvensen heraf er, at bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit hos Christensen og Rangvid er givet ved:

$$(A2): \quad K = \frac{\alpha}{1 - \alpha} [ROE - g].$$

Bemærkninger: Udbyttegrundlaget hos Nykredit Holding er i "udgangspunktet" $ROE - g$. Da Foreningen Nykredits udbytte returneres til Nykredit Holding, udbyttebetalingerne sker proportionalt og øvrige aktionærer modtager hele (netto) udbyttet $ROE - g$, skal udbyttegrundlaget forhøjes med bruttoudbyttet (K) til Foreningen Nykredit.

Det bemærkes også (af (A2)), at bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit er voksende i Foreningen Nykredits ejerandel. Endvidere skal bruttoudbyttet være ganske højt. Hvis ROE er 8%, g er 2% (nogenlunde i overensstemmelse med Nykredit Realkredit-koncernens årsregnskab for 2016), så er $ROE - g$ lig med 6%, og dermed skal bruttoudbyttet K til Foreningen Nykredit ved en ejerandel på 70% være på 14% - altså godt og vel dobbelt op i forhold til det beløb der samlet er disponibelt til udbytter, $ROE - g$ lig med 6%.

Bevis: Bruttoudbyttet til Foreningen Nykredit er givet ved nedenstående formel (A3). Udbyttet til øvrige aktionærer, der jo skal være på $ROE - g$ er givet ved nedenstående formel (A4):

$$(A3): K = \alpha UG$$

$$(A4): ROE - g = (1 - \alpha)UG.$$

Ved at løse (A3) med hensyn til α og indsætte i (A4) fås:

$$ROE - g = \left(1 - \frac{K}{UG}\right)UG \Leftrightarrow$$

$$UG = ROE - g + K = ROE_{CR} - g, \text{ hvilket er (A1).}$$

Ved at indsætte udtrykket for UG i (A3) fås:

$$K = \alpha(ROE - g + K) \Leftrightarrow$$

$$K = \frac{\alpha}{1 - \alpha} [ROE - g], \text{ hvilket er (A2).}$$

□

B. Baseret på at Nykredit Holding maksimerer $ROE + K$ (og altså ikke markedsværdien af aktierne) og udbetaler bruttoudbytter til Foreningen Nykredit givet ved (A2), og at realkreditlåntagernes nettobidragssats er aftagende i den udbudte mængde af realkreditudlån, da er udbuddet af realkreditudlån voksende og nettobidragssatsen faldende i Foreningen Nykredits ejerandel.

Bevis: Christensen og Rangvid (2016) maksimerer altså (5), hvilket er ækvivalent med maksimering af:

$$\begin{aligned} [ROE_{CR} - r_E]Q &= [ROE + K - r_E]Q = \left[ROE + \frac{\alpha}{1 - \alpha}(ROE - g) - r_E\right]Q \\ &= \left[ROE - g + \frac{\alpha}{1 - \alpha}(ROE - g) + g - r_E\right]Q \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
&= \frac{1}{1-\alpha} [(ROE - g)(1-\alpha) + \alpha(ROE - g) + g(1-\alpha) - r_E(1-\alpha)]Q \\
&= \frac{1}{1-\alpha} [ROE - g + g(1-\alpha) - r_E(1-\alpha)]Q \\
&= \frac{1}{1-\alpha} [ROE - r_E + \alpha(r_E - g)]Q.
\end{aligned}$$

For fast α er dette ækvivalent med at maksimere:

$$[ROE - r_E + \alpha(r_E - g)]Q, \text{ hvor } ROE = (1-s)(P(Q) - Omk).$$

Den optimale løsning hertil, $Q(\alpha)$, er givet ved nedenstående førsteordensbetingelse, der angiver den optimale løsning, $Q(\alpha)$, som en implicit funktion af α :

$$[ROE - r_E + \alpha(r_E - g)] + (1-s)P'(Q(\alpha))Q(\alpha) = 0.$$

Hvis vi som Christensen og Rangvid antager, at P' er lig med en negativ konstant, ser vi, at $Q'(\alpha) > 0$ og dermed $\frac{dP(Q(\alpha))}{d\alpha} < 0$ for $\alpha \geq 0$, da $r_E > g$.

□

Appendiks C. 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

- 2012-1: Robert P. Ormrod and Heather Savigny: Election Marketing to Young Voters: Which Media is Most Important?
- 2012-2: Robert P. Ormrod: Defining Political Marketing
- 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