CBS COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN

Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer

Møller, Michael; Nielsen, Niels Christian

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2016

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Møller, M., & Nielsen, N. C. (2016). Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer. *Finans/Invest*, (2), 25-32.

Link to publication in CBS Research Portal

General rights
Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy
If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 02. Jul. 2025

CBS COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL
HANDELSHØJSKOLEN

Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer

Michael Møller and Niels Chr. Nielsen

Journal article (Publishers version)

Cite: Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer. / Møller, Michael; Nielsen, Niels Christian. In: Finans/Invest, No. 2, 04.2016, p. 25-32.

Uploaded to Research@CBS: June 2016

Nykredit, børsnotering, markeds-effektivitet og ejerløse formuer

Denne artikel ser på corporate governance-problemer, fordelingsproblemer og allokeringsproblemer i forbindelse med dels noterede, dels unoterede realkreditaktieselskaber med en kreditforening som dominerende ejer. Der argumenteres for, at den løsning, der er lagt op til i Nykredit, ikke er tilstrækkelig gennemtænkt og har en række uønskede konsekvenser.

AF FORFATTERE

Professor, lic.polit. **Michael Møller**,
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: mm.fi@cbs.dk

Michael Møller er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.

Professor, dr. polit. **Niels Chr. Nielsen**,
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School
E-mail: ncn.fi@cbs.dk

Niels Chr. Nielsen er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.

Note: Forfatterne takker artiklens referee, Peder Harbjerg Nielsen, for en række konstruktive kommentarer til artiklen.

Nykredit er det sidste tilbageværende foreningsdominerede realkreditinstitut af betydning. Nykredit Holding A/S er på vej til fondsbørsen. Foreningen Nykredit planlægger, at de udbytter, der modtages fra det børsnoterede selskab, skal udloddes til låntagerne i Nykredit i form af "kundekroner". Denne udlodningspolitik indebærer, at Nykredit forærer sin formue væk.

I en verden uden skat er modtagerne under visse forenklende forudsætninger hverken låntagerne eller de nye aktionærer, der kommer til ved børsintroduktionen, men derimod de nuværende minoritetsaktionærer i Nykredit Holding. De ejer i dag ca. 11% af selskabet, men får reelt foræret resten af formuen.

Usikkerhed om Foreningen Nykredits fremtidige udlodning af kundekroner, risiko for indgreb fra konkurrencemyndighederne, manglende fuldkommen konkurrence og skatteregler vil modificere ovennævnte konklusion om, at hele foreningens formue tilfalder de nuværende mindretalsaktionærer. En del af formuen vil gå til staten, hvis Foreningen Nykredits udlodninger til låntagerne beskattes som kapitalindkomst. En del af formuen kan gå til de nye aktionærer (som risikopræmie for tab, hvis foreningen ændrer udlodningspolitik). Indgreb fra konkurrencemyndighederne kan gøre, at en del af formuen går til låntagerne. Men overordnet set kommer formuen kun i mindre grad låntagerne til gode.

Der har været en del kritik i dele af medlemskredsen mht. Nykredits børsnotering. Der har dog været forholdsvis lidt debat om det måske mest væsentlige spørgsmål, nemlig hvad der reelt sker med Foreningen Nykredits formue.

Lidt realkredithistorie

For at forstå de komplicerede problemstillinger i forbindelse med Nykredits eventuelle børsnotering og foreningens skift til udlodning af kundekroner er det hensigtsmæssigt med lidt realkredithistorie.

For 30-40 år siden var realkredit ensbetydende med lån ydet af låntagerdominerede kreditforeninger[1], en model der går mere end 150 år tilbage. Nu er de sidste rester af kreditforeningsmodellen ved at forsvinde med Nykredits planer om at gå på børsen. Det er værd at diskutere disse planer i lyset af en kort redegørelse for kreditforeningstankens historie.

Kreditforeningsmodellen byggede ikke på en ren idealistisk tankegang, modsat hvad mange tror. Initiativtagerne til oprettelsen af kreditforeninger var ofte idealister, men i øvrigt var forretningsidéen, at det skulle kunne betale sig for de enkelte låntagere at være medlemmer, og at de stemte og agerede ud fra rent egoistiske interesser.

Da kreditforeningstankegangen tog fart efter enevældens afskaffelse og den dermed forbundne større foreningsfrihed, var idéen ikke, at kreditforeninger skulle opbygge egne formuer. Kreditforeningens overskud på lån til en given låntagerkreds skulle senere udbetales til de selv samme låntagere, den såkaldte reservefondsudlodning. Der var ikke noget ønske om omfordeling mellem forskellige låntagere, herunder låntagere af forskellige årgange. Faktisk er det lidt misvisende at tale om én kreditforening. En kreditforening bestod reelt af flere "minikreditforeninger" med hver deres regnskaber og medlemmer. En "minikreditforening" omfattede alle låntagere, der havde optaget lån i en given periode. Minikreditforeningens overskud fra alle lån, som den ydede, blev udbetalt til de pågældende låntagere, når lånene var tilbagebetalt.[2]

Nogle har i dag en vis nostalgi efter de gode gamle kreditforeninger med stærkt medlemsdemokrati. Men rent faktisk var kreditforeningerne overforsigtige. En kreditforening blev styret af dem, der allerede havde lån, og disse låntagere havde selvfølgelig et ønske om, at der kun skulle ydes nye lån til meget sikre låntagere. Lidt firkantet sagt ville man kun yde lån til nye

1. *Billedet er en lille smule mere kompliceret. Byggeriets Realkreditfond, der nu er en del af Jyske Bank, var ikke en forening, men en fond, og derudover er kreditforeningerne ikke 100% låntagerstyrede, da obligationsejerne også har haft repræsentanter i de styrende organer.*
2. *Af praktiske grunde var det kun de låntagere, der ikke indfriede deres lån undervejs, der fik udloddet penge. Men dengang byttede man ikke lån om ustandseligt.*

låntagere, på hvem der var mindre risiko end på de allerede eksisterende låntagere. For hvis man ydede lån til nye låntagere, som påførte foreningen tab, var det til skade for de allerede eksisterende låntagere. I en stor del af kreditforeningernes historie var kreditforeningerne derfor overforsigtige.

Først fra omkring 1970 begyndte kreditforeningerne i større omfang at opbygge "ejerløse pengekasser", som ikke skulle udloddes til låntagerne.[3] Det blev vedtaget, at der for så vidt angår nye låntagere ikke skulle ske reservefondsudlodning, dvs. at overskud på nyudlån blev i foreningerne. De kom herved tættere på f.eks. sparekasserne. Sparekasserne havde i mange år opbygget deres egne formuer gennem overskud.

Én af årsagerne til, at det lykkedes at få denne konstruktion med opbygningen af kreditforeningsformuer igennem de besluttende organer, var sandsynligvis, at medlemmernes indflydelse på og forståelse af, hvad der egentlig skete på disse områder, var beskeden. Det hjalp selvfølgelig også, at afskaffelsen af udlodningen af foreningernes overskud til låntagerne kun fik virkning for nye låntagere og ikke for de eksisterende låntagere. Det var derfor gratis for de eksisterende låntagere at stemme for, at fremtidige låntagere *ikke* skulle få penge tilbage, men at pengene i stedet skulle bruges til at opbygge kapital i kreditforeningen.

Der blev senere gennem lovgivning lagt bånd på kreditforeningernes muligheder for at udlodde foreningernes formuer til medlemmerne, hvilket ellers let kunne være sket, hvis medlemmerne var tilstrækkeligt opmærksomme på deres egne interesser.[4] I den daværende Realkreditlov blev indsat en paragraf, der lød:

"I tilfælde af en opløsning af en forening, der ejer et realkreditaktieselskab, kan egenkapitalen ikke udloddes til foreningens medlemmer."

Gennem stoppet for reservefondsudlodning (overskudsudlodning) til låntagerne skete der reelt det, at de første låntagere efter de nye regler kom til at bidrage til fremtidige låntagere. For når der først var opbygget en kreditforeningsformue, kunne foreningen fremadrettet nøjes med lave bidrag på de ydede lån. Kreditforeningen stillede jo ikke krav om "markedsafkast" af sin kapital.

Når der først var opbygget kreditforeningsformuer, ville det under realistiske forudsætninger være vanskeligt for gevinstmaksimerende realkreditaktieselskaber at konkurrere med kreditforeningerne. I begyndelsen af 80´erne var realrenten som bekendt omkring 10%. Til den rente var der ikke behov for, at realkreditinstitutter med en rimelig formue tjente penge på selve udlånsdelen. De kunne operere med et underskud på udlånsdelen, fordi forrentningen af den opbyggede egenkapital, som typisk var investeret i obligationer, var større end foreningens behov for konsolidering. Børsnoterede aktieselskaber vil af indlysende årsager ikke acceptere et forventet underskud på selve driften.[5]

Så længe det ikke var tilladt at drive realkreditvirksomhed i aktieselskabsform, var dette konkurrencespørgsmål ret akademisk, men det blev tilladt fra 1989 som følge af EU-regulering.

Ud fra en samfundsøkonomisk synsvinkel kan det være problematisk med store realkreditformuer, hvis afkast bruges til at holde rentemarginalen nede. En lav rentemarginal er ikke et samfundsmæssigt mål i sig selv. En kreditforening med stor formue vil kunne overleve, selv om den ikke er så effektiv som konkurrerende aktionærejede realkreditinstitutter. "Survival of the fittest" bliver afløst af "survival of the fattest".

Afviklingen af kreditforeninger og reallånefonde

Kreditforeningerne og kreditfondene (BRF, Industriens Realkreditfond) er forsvundet gennem de sidste 25 år. De har - mere eller mindre frivilligt - afviklet sig selv.

RD (Realkredit Danmark) fusionerede i 1998 med BG Bank og i 2000 med Danske Bank. Foreningens formue havnede i fonden Realdania, som bruger afkastet af formuen til forskellige almennyttige formål.

Industriens Realkreditfond solgte realkreditaktiviteterne til Nykredit, hvorefter fonden stod tilbage med en mindretalsaktiepost i Nykredit. Der var lidt ubegribeligt ikke indgået aftaler om udbyttepolitik eller eventuel børsnotering. Bestyrelsen i Industriens Realkreditfond havde nok ikke tænkt tilstrækkeligt som "ejer" af en større formue. Eftersom Nykredit ikke ønskede at udlodde udbytte, førte Industriens Realkreditfond en del år en hensygnende tilværelse uden at have midler til uddeling. Fonden har siden gennem langvarige forhandlinger med og sagsanlæg mod Nykredit fået solgt en del af sine aktier til Nykredit og derved fået mulighed for at uddele midler til sit nye overordnede formål, nemlig at styrke dansk erhvervslivs konkurrenceevne. Men det var en besværlig proces, som kunne være undgået, hvis man havde tænkt mere som "ejer", da man solgte realkreditaktiviteterne.

BRF indgik i februar 2014 en aftale om sammenlægning med Jyske Bank. Der var på det tidspunkt ikke tænkt dybere over, hvad formålet med fonden, der nu blev storaktionær i Jyske Bank, så skulle være. Som der står i fondens regnskab for 2014:

"Efter sammenlægningen af BRFkredit a/s og Jyske Bank A/S, ejer det 100% ejede datterselskab BRFholding a/s nu 25% af selskabskapitalen i Jyske Bank A/S, og råder over likvide midler. På den baggrund har fondens bestyrelse iværksat et strategiarbejde for at definere rammerne for det fremtidige virke, herunder forvaltning af fondens rolle som ejer og rammerne for eventuelle uddelinger af fondens midler. Når disse rammer er fastlagt, vil der blive taget stilling til den fremtidige ledelse og organisation af fondens aktiviteter."

Siden har man så fået tilpasset fondens vedtægter. Fonden skal konsolidere sig, så den kan deltage i eventuelle kapitaludvi-

3. *I modsætning til kreditforeningerne søgte realkreditfondene som f.eks. BRF og Industriens Realkreditfond at opbygge egen formue allerede fra deres oprettelse.*
4. *I mange andelsboligforeninger, oprettet af idealister, som ønskede, at andelsboliger skulle handles til kostpris, så der ikke var "arbejdsfri kapitalgevinster", har efterfølgende mere kyniske andelsbolighavere valgt at gå over til at sætte andelsboligprisen højst muligt, så de nuværende andelsbolighavere scorede gevinster, opbygget af foregående generationer.*
5. *I teorien kan man selvfølgelig godt have en lang periode, hvor vækstraten i udlånsmassen er større end afkastkravet til aktieafkast, men hovedreglen vil nok være det modsatte.*

delser i Jyske Bank. Derudover kan overskud uddeles til almennyttige eller alment velgørende formål.

Den ovenfor skitserede historiske udvikling efterlader indtryk af, at man ved fusioner m.v. har været mest optaget af, hvad der skulle ske med selve organisationen, og ikke været så opmærksom på spørgsmålet om *anvendelsen* af formuen. Det er ikke hensigtsmæssigt, givet de store involverede beløb.

Nykredits historiske udvikling

Foreningen Nykredit ejer knap 90% af Nykredit Holding A/S, som er det selskab, man vil børsnotere. Nykredit Holding A/S ejer så 100% af bl.a. Nykredit Realkredit A/S og Totalkredit A/S.

Man kan møde den opfattelse, at foreningen har fuldstændig kontrol over Nykredit Holding A/S. Med den opfattelse må man selvfølgelig betragte det som en stor ændring, hvis Nykredit Holding A/S overgår til at være et gevinstmaksimerende børsnoteret aktieselskab.

Man kan endog møde den opfattelse, at selve det forhold, at Foreningen Nykredit også efter en børsnotering vil eje aktiemajoriteten i Nykredit Holding A/S, vil give foreningen ”kontrollen” også efter børsnoteringen.

Begge dele er forkert

Nykredit Holding A/S har i mange år været et aktieselskab, hvor der ud over Foreningen Nykredit er tre andre ejere/ejergrupper, nemlig Industriens Fond, Foreningen Østifterne, og endelig PRAS, som består af en række mindre/mellemstore pengeinstitutter, som fik aktier i Nykredit i forbindelse med Nykredits køb af Totalkredit.

Selv om Nykredit Holding A/S i dag ikke er børsnoteret, er eksistensen af mindretalsaktionærer 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.

”Springet” ved en børsnotering er således ikke så stort, som det indimellem opfattes.

Nykredit og de mulige strategier

Foreningen Nykredits repræsentantskab har vedtaget, at aktieselskabet Nykredit Holding A/S skal børsintroduceres, hvilket skal ske gennem en nytegning af aktier, for at man kan øge egenkapitalen i Nykredit A/S. Det er lidt uklart, om holdningen hos bestyrelse og repræsentantskab i Foreningen Nykredit er, at:

- Det er nødvendigt at blive børsnoteret, fordi risikoen ved ikke at gøre det er alt for stor, givet sandsynligheden for større egenkapitalkrav.
- En børsnotering er en god idé, helt uafhængig af kapitalkravene, fordi det fører til større effektivitet, bedre governance, klarere målsætning osv.

Holdningerne er formodentlig delte i Nykredit. Men overordnet har Nykredit nedenstående mulige strategier for så vidt angår selve realkreditdriften:

1. Foretage en kraftig opbremsning i udlånet her og nu og forhøje bidragene (som allerede sket), og eventuelt sælge Nykredit Bank.
2. Som 1., men man forbereder en eventuel børsnotering, som udskydes så længe som muligt. Jo længere man venter, desto bedre kender man det nødvendige kapitalbehov. Hvis det alligevel bliver nødvendigt med en børsnotering, hentes så lidt kapital som muligt. Man udbetaler ikke kundekapital, men udbytter til Foreningen Nykredit bruges til at tilbagekøbe aktier på børsen.
3. Hente ny aktiekapital gennem en børsnotering og ”for evigt” skifte status til at være et selskab, der drives efter rent markedsmæssige principper med det formål at maksimere aktionærernes formue.

Det beløb, som Nykredit finder det nødvendigt at hente i form af ny egenkapital forekommer ikke enormt, givet usikkerheden om de fremtidige regler. Der tales om manglende egenkapital på i størrelsesordenen 15-25 mia. kr., et tal, der hersker nogen usikkerhed om. Nykredits nuværende egenkapital er omkring 65 mia. kr. Vi bruger bogført værdi, da vi af gode grunde ikke har en markedsværdi. Men for en gevinstmaksimerende ejer burde egenkapitalen være mindst bogført værdi værd. Han kan jo blot vælge en afviklingsstrategi med forhøjelse af rentemarginal og stop for udlån. Så falder driftsomkostningerne til næsten 0, der tjenes en rentemarginal, og egenkapitalen kan udloddes til aktionærerne forholdsvis hurtigt, da kunder forsvinder løbende pga. indfrielse og omprioritering.

En udenforstående, som ikke har adgang til det materiale, som bestyrelsen har, kan ikke afgøre, hvor stor risikoen ville være ved at afgive markedsandele de næste par år, afvente hvilke kapitalkrav der vil blive stillet til Nykredit, og udskyde en eventuel børsnotering, til de fremtidige kapitalkrav ligger mere fast.[6]

En strategi med at gå på børsen, hvis det er meget nødvendigt, med mulighed for senere at gå af børsen, er ikke oplagt, men heller ikke helt umulig. Nykredits kapitalmangel er sandsynligvis kun et midlertidigt problem.[7] Det fremgår også af, at Nykredit regner med at udlodde overskud nærmest fra starten af sin karriere som børsnoteret selskab. På lidt længere sigt vil selskabet kunne opretholde sin nuværende markedsandel gennem tilbageholdte overskud og samtidig udbetale store udbytter. Fra 2018 forventer Nykredit en forrentning på omkring 11% af egenkapitalen før skat, svarende til knap 9% efter skat. Realkreditmarkedet vil på lidt længere sigt formodentlig kun vokse proportionalt med BNP eller lidt mere, dvs. måske 4%.

Problemet er, at med en sådan strategi er man nødt til ikke alene at købe de ved børsintroduktionen udstedte aktier tilbage men også de omkring 11%, der tilhører de nuværende mindretalsaktionærer.

Tilbagekøb af de udestående aktier over en årrække, så man kunne gå af børsen og tilbage til ”foreningsstatus”, kunne være inden for mulighedernes grænse, hvis Foreningen Nykredit prioriterede det højt.

---

6. *Kravene kan komme både fra regulatorer og fra markedet. Hvis investorerne anser Nykredits obligationer for mere risikable end andre realkreditinstitutters, hjælper det ikke, at man opfylder lovgivningens mindstekrav.*
7. *Med mindre selskabet føler det nødvendigt at blive del af en bankkoncern for at kunne få kunder, f.eks. ved at fusionere med nogle af de tilbageværende lidt større banker.*

For en ordens skyld bemærkes, at det ikke er en politik, vi anbefaler.

Hjertets renhed er at ville ét

Hjertets renhed er at ville ét, skriver Søren Kierkegaard. Men hvad er målsætningen for Foreningen Nykredit – og hvad er målsætningen for Nykredit Holding A/S?

Et aktieselskab har som formål at varetage sine aktionærers interesser. For et børsnoteret aktieselskab er det at maksimere aktionærernes formue.

En forenings målsætning kan variere. Målsætningen fastlægges af medlemmerne, og målsætningen kan variere over tid. En forenings målsætning kan være at varetage de til enhver tid værende medlemmers interesser. Det var situationen i de klassiske kreditforeninger. Den kan være at varetage både nuværende og fremtidige medlemmers interesser. Det har vel i høj grad været målsætningen i kreditforeninger efter 1970, hvor de eksisterende medlemmer accepterede, at der blev opbygget en formue, der så ville komme fremtidige låntagere til gode i form af lavere bidrag i fremtiden. I den situation glider målsætningen nok ofte reelt til ikke kun at varetage interesserne for fremtidige låntagere i selskabet, men for fremtidige låntagere generelt. Dvs. foreningen kan se det som et mål at øge konkurrencen, således at også andre låntagere får billigere lån. Det er langt fra altid, at foreningen har gjort sig målsætningen helt klar. Uenighed blandt medlemmerne kan også tale for en lidt uklart formuleret målsætning. En kreditforening kan f.eks. have som formål at eje og drive et realkreditinstitut. Men hvis ejerskabet består i delvist ejerskab af et børsnoteret selskab, der maksimerer indtjeningen, er det noget uklart, hvad det endelige formål med foreningen egentlig er.

Målsætningen for "forretningen Nykredit" (dvs. aktieselskabet Nykredit, i modsætning til foreningen Nykredit), er over tid blevet mere og mere mudret.

Oprindelig var Nykredit en forening. Her var målsætningen nogenlunde klar. For en del år siden blev forretningen Nykredit så et aktieselskab med meget få aktionærer, hvor Foreningen Nykredit ejede knap 90% af aktierne. Allerede på det tidspunkt bliver målsætningen noget uklar. Mindretalsaktionærerne og flertalsaktionæren har forskellig målsætning. Man kan diskutere, om Nykredit A/S allerede i dag – hvor ca. 11% af aktierne ejes af andre aktionærer – lovligt kan varetage andre interesser end gevinstmaksimering. Det kan betragtes som misbrug af dominerende aktionærposition, nøjagtig som hvis en flertalsaktionær bruger sin magt til at sælge selskabets aktiver billigt til sig selv.

Men efter en børsnotering vil der i hvert fald ikke være nogen tvivl om, at målsætningen i forretningen er gevinstmaksimering, uanset om foreningen måtte have flertallet af aktierne og stemmerne, hvad der er det mest sandsynlige.

Når et selskab er børsnoteret, så er formålet at tjene penge, helt uanset aktionærkredsens sammensætning og magtforholdene i aktionærkredsen. Foreningen kan ikke tillade sig at bruge sin magt som dominerende aktionær til at nedsætte bidragene for at glæde medlemmerne. Beslutningerne skal maksimere aktiernes markedsværdi. For en kreditforening var det naturligt at sætte priserne således, at egenkapitalen voksede lige præcis så meget, at foreningen kunne udvide sit udlån i takt med markedets vækst, men i øvrigt ikke tilstræbe et overskud derover. En sådan prispolitik er selvfølgelig totalt uacceptabel for almindelige aktionærer i et børsnoteret selskab.

Så den nuværende situation med en forening med én målsætning, der ejer aktiemajoriteten i et aktieselskab med mindretalsaktionærer, der har en helt anden målsætning, er ikke særlig hensigtsmæssig. På den baggrund kan man godt forstå ønsket om en børsnotering med den deraf følgende klare målsætning.

BOKS 1: Hvem får drikkepengene?

Turister i lavindkomstlande, hvor prisniveauet er lavere end hjemme, er ofte relativt gavmilde med drikkepenge. En klassisk opgave til unge økonomistuderende er at spørge, hvem der egentlig får drikkepengene. I første omgang kunne man tro, det var tjenerne. Men de gode drikkepenge vil påvirke lønnen. Hvis drikkepengene er tilstrækkeligt store, vil folk betale for at være tjenere, eller de vil arbejde 4 timer gratis i køkkenet for at få lov til at arbejde gratis 4 timer som tjener. Det er ligevægten, hvis drikkepengene ved 4 timers tjenerarbejde svarer til 8 timers løn ved anden beskæftigelse. Så drikkepengene går ikke nødvendigvis til tjenerne, som det egentlig var formålet.

Men det er en misforståelse at tro, at det er restauratøren, der nyder godt af drikkepengene. For konkurrerende restauratører har også gratis arbejdskraft takket være de mange drikkepenge.

Hvis der kun er plads til få restauranter på det givne område, vil drikkepengene blive kapitaliseret i højere ejendomspriser, dvs. de tilfalder grundejeren. Hvis der er plads til mange restauranter, vil de gode drikkepenge blive nedvæltet i priserne, idet konkurrencen vil presse priserne på restaurationsmad ned. Hvis alle restauranter har gratis arbejdskraft, falder markedsprisen på måltider selvfølgelig. De gavmilde kunder får så som gruppe en del af drikkepengene tilbage i form af lavere priser på mad, mens resten af drikkepengene tilfalder de nærige kunder, der ikke giver drikkepenge.

Gjensidige Forsikring – og Nykredit

Nordmanden Helge Leiro Baastad, direktør i Gjensidige Forsikring i Norge, er ifølge Jyllands-Posten Erhverv blevet bedt om at indtræde i bestyrelsen for Nykredit.

Han har som direktør i Gjensidige Forsikring, som var et kundeejet selskab, været med til at omdanne dette selskab fra et "ineffektivt og kundeejet selskab til en toptrimmet børsnoteret virksomhed med fokus på lønsomhed", for nu at citere Jyllands-Posten, 2016 (10. februar 2016).

Han bliver citeret for følgende:

"*Vi ændrede vores formål. Tidligere skulle vi have de lavest mulige priser og den højest mulige kundetilfredshed. Nu fik vi som mål at maksimere egenkapitalforrentningen for at have en langsigtet eksistensberettigelse.*"

Baastad giver udtryk for, at det for ledelsen var vigtigt at gå over til de fri markedsprincipper:

"*Det kan blive meget diffust, hvordan ledelsen skal lede et selskab, når man mikser rollen som kunde og ejer. Derfor skilte vi rollerne ad og fastslog, at ledelsen skal optimere driften og forrentningen, hvorefter overskuddet deles med ejerne, som er kunderne*."

Selskabet udlodder hvert år udbytte til aktionærerne, hvoraf en meget væsentlig ejer er fonden "Gjensidigestiftelsen", der er modstykket til foreningen Nykredit, og som ejer 62% af Gjensidige. Denne fond udlodder så dette udbytte til Gjensidiges kunder, baseret på den præmie, som de betalte til Gjensidige året før.

Nordmanden giver udtryk for, at dette setup har mange fordele:

"*Vi øger vores markedsandel, mens vores hovedkonkurren-*

ter, IF og Tryg, mister markedsandele. Udbyttemodellen har været med til at give os en loyalitet, så kunderne bliver i selskabet."

Nykredits planer om "kundekroner", hvor foreningens udbytter fra Nykredit Holding A/S skal udbetales til kunderne (låntagerne) i Nykredit A/S er meget parallel med den norske model.

Der savnes i den offentlige debat – og i udmeldingerne fra Nykredit - en analyse/diskussion af, *hvem* der egentlig får fordelen af udbetalingen af "kundekroner". Det er nemlig langt fra oplagt, jf. Boks 1, der indeholder en parallel problemstilling.

Som det fremgår af boksen, skal man tænke sig grundigt om, når man giver drikkepenge. Det gælder endnu mere, når man giver kundekroner, da det drejer sig om noget større beløb.

Hvem får glæde af Foreningen Nykredits nuværende formue?

En simpel model, hvor Foreningen Nykredits udbytter udloddes som "kundekapital" til låntagerne, giver som resultat, at hele værdien af Foreningen Nykredits formue tilfalder de *nuværende mindretalsaktionærer* i Nykredit Holding A/S, der i dag ejer omkring 11% af Nykredit Holding A/S. Hverken de nutidige låntagere, de fremtidige låntagere eller de nye aktionærer vil få glæde af formuen. Det belyses nedenfor.

Betragt en stiliseret situation, hvor Nykredits egenkapital er 100, der er udestående lån på 1000, og der ses bort fra alle omkostninger og tab. Obligationsrenten antages at være 0, ligesom balancen antages at være konstant. Andre realkreditinstitutter har samme kapitalstruktur som Nykredit A/S. Rentemarginalen på realkreditlån hos alle andre udbydere end Nykredit A/S er 1%. Denne rentemarginal er i et velfungerende marked bestemt af aktionærernes afkastkrav. Med disse antagelser opnår aktionærerne i alle andre realkreditinstitutter en forrentning af egenkapitalen på 10%. Der ses bort fra skat.

Foreningen Nykredit antages at eje 2/3 af aktierne i Nykredit Holding A/S, der antages at udlodde hele overskuddet til aktionærerne. Foreningen Nykredit udbetaler så hvert år det modtagne udbytte til låntagerne i Nykredit A/S. Ovenstående antagelser er ikke væsentlige for hovedkonklusionerne, deres formål er kun at forenkle beregningerne.

Hvilken rentemarginal vil en *gevinstmaksimerende* direktion fastsætte i Nykredit A/S?

En gevinstmaksimerende direktion vil *ikke* sætte rentemarginalen til 1%, som konkurrenterne gør. For så vil Nykredit **reelt** have en mindre rentemarginal end de andre, når der tages hensyn til, at låntagerne i Nykredit får årlige udbetalinger fra Foreningen Nykredit.

Nykredit A/S vil med de valgte forudsætninger sætte en rentemarginal på 3%! Med den rentemarginal vil selskabet være konkurrencedygtig med sine konkurrenter, som tager en rentemarginal på 1%, jf. nedenfor.

Nykredit Holding A/S vil med en rentemarginal på 3% tjene 30 om året, og heraf vil 2/3, dvs. 20, blive udbetalt som udbytte til Foreningen Nykredit, der ejer 2/3 af aktierne. Disse penge sendes tilbage til kunderne i Nykredit A/S. Dvs. kunderne vil med lån på 1000 betale 30 i rentemarginal, men de vil få 20 tilbage i form af udlodning fra Foreningen Nykredit. Så den reelle "rentemarginal" bliver den samme som i konkurrerende realkreditinstitutter.

Den stiliserede model giver følgende resultater:

- Låntagerne i Nykredit betaler – som markedsligevægt kræver – nøjagtig samme rentemarginal efter udlodning af kundekapital fra foreningen Nykredit, som låntagere i andre realkreditinstitutter gør.
- Foreningen Nykredit udlodder hvert år store beløb til sine "interessenter" (kunderne i Nykredit A/S).
- Nykredit A/S forrenter egenkapitalen med 30%, hvor alle andre realkreditinstitutter forrenter den med 10%, og den administrerende direktør bliver kåret som årets bedste direktør.
- Den nuværende kreds af mindretalsaktionærer bliver forgyldt, for forrentningen af den bogførte egenkapital bliver 3 gange markedsafkastet. Det bliver selvfølgelig kapitaliseret i aktiekursen, der bliver 3 gange så høj i forhold til indre værdi sammenlignet med andre realkreditinstitutter.

Det er selvfølgelig en stiliseret model. Der er en række forhold, der komplicerer billedet og i nogle situationer kan modificere resultaterne. De væsentligste gennemgås nedenfor:[8]

Der er behov for henlæggelser til vækst. Langt fra hele overskuddet i Nykredit vil blive udloddet, fordi realkreditmarkedet og dermed kapitalkravet vokser over tid, og formuen i foreningen Nykredit vil derfor også vokse over tid. Det gør det mere kompliceret at gennemskue, hvad der sker, men resultatet er nøjagtigt det samme. Et eksempel kan belyse forholdet. Antag, at en ejer af en formue på 100 sætter pengene i en fond, og pengene investeres i obligationer, der giver 10% rente. Antag, at det bestemmes, at hele afkastet af obligationerne skal udbetales til personen A hvert år, så han hvert år ud i al fremtid får udbetalt 10. Så er det klart, at det svarer til, at A har fået hele formuen på 100.

Men hvad nu, hvis fonden hvert år skal lægge halvdelen af årets overskud til side, mens resten skal udbetales til personen. A vil det første år så kun få udbetalt 5. Til gengæld vil han næste år få udbetalt 5,25, og det udbetalte beløb vil nu vokse med 5% om året. Det svarer også til, at A har fået de 100 foræret.

Foreningen vil om 100 år som følge af henlæggelserne have en formue på 100 x $1{,}05^{100}$, hvilket svarer til 13150 kr. Men nutidsværdien af det er med en rente på 10% kun 0,95 kr. På 100 år har A fået over 99% af foreningens oprindelige formue på 100.

Der er ikke skat med i modellen: Inddragelse af skat er kompliceret, for effekten vil afhænge af, hvordan og om udbetalingen af kundekapital beskattes hos låntagerne. Det logiske fra et økonomisk synspunkt er, at låntagerne beskattes, som om det var renteindtægt.[9] Hvis Nykredit blot havde opkrævet en lavere rentemarginal, havde låntagerne jo haft lavere fradrag og derved sparet mindre i skat. Hvis de først betaler et højt bidrag, som de kan trække fra som renteudgift, og bagefter får en del af dette høje bidrag tilbage i form af skattefri "kundekapital", får de net-

8. *Man kan også diskutere indretningen af aftalerne med de samarbejdende banker. Vi går ud fra, at aftalerne tilpasses, så bankerne får nøjagtigt det samme ud af at samarbejde med Nykredit, som de gør af at samarbejde med andre realkreditinstitutter.*
9. *Vi ser ikke på spørgsmålet ud fra et skattejuridisk synspunkt.*

to en skattebegunstigelse. Til gengæld trækker selskabsskatten i den modsatte vej, for der bliver betalt 22% skat af pengene i Nykredit, før de udloddes til kunderne.

Hvis de udbetalte kundekroner ikke beskattes, indebærer det mulighed for skattearbitrage. Antag for enkeltheds skyld, at Foreningen Nykredit i dag var eneejer af Nykredit A/S og forhøjede bidragene for hver låntager med 100 kr., hvor Foreningen Nykredit så tilbagebetalte det øgede overskud efter skat i form af kundekapital.

Låntager ville først betale 100 kr. mere i bidrag, og det ville efter 33% rentefradrag være 67 kr. Nykredit ville efter 22% selskabsskat have 78 kr. til udlodning til låntageren. Han ville så netto komme til at tjene 11 kr. ved at Nykredit forøgede bidraget og udbetalte fortjenesten efter skat til låntageren. Det forekommer meningsløst, hvis skattevæsenet belønner en sådan transaktion. For en ordens skyld bemærkes, at det i sidste ende ikke vil være låntager, men derimod mindretalskationærerne i Nykredit, der vil få gevinsten, jf. ovenfor.

Hvis kundekronerne beskattes, vil staten derimod netto få en gevinst som følge af selskabsskatten i Nykredit A/S, og mindretalsaktionærerne vil få tilsvarende mindre i gevinst.

Konkurrencemyndighederne kan lægge loft over de tilladte rentemarginaler, som Nykredit kan opkræve. I det tilfælde bliver billedet af vindere og tabere noget mere kompliceret. Nykredit vil så få en konkurrencefordel ved, at de let kan erobre markedsandele fra de øvrige konkurrenter, selv hvis Nykredit bruger færre penge på reklame, markedsføring osv. Foreningen Nykredits formue vil så blive delt mellem mindretalsaktionærerne i Nykredit Holding på den ene side og nuværende og fremtidige realkreditkunder i Nykredit på den anden side. Derudover kan der være nogle effekter på konkurrencen og dermed på kunder i konkurrerende realkreditinstitutter.

Foreningen Nykredit kan selvfølgelig ikke bruge sin formelle stemmemajoritet til at gennemtvinge en udlånspolitik, hvor Nykredit A/S sætter rentemarginalen lavere, end hvad der maksimerer markedsværdien for aktionærerne, jf. i øvrigt Baastads udtalelser citeret tidligere.

Noget helt andet er, at det ikke nødvendigvis er nogen samfundsøkonomisk forbedring, hvis Nykredit A/S bruger sit "tilskud" til at vinde markedsandele. Samfundsøkonomisk skal det være den mest effektive udbyder, der vinder markedsandele. Den mest effektive er ikke den, der får et tilskud på afkastet af en kapital på 65-70 mia. kr. til at udkonkurrere de øvrige realkreditlånudbydere.

Når man læser om Gjensidige Forsikrings store succes efter omdannelsen fra *"et ineffektivt og støvet kundeejet selskab til en toptrimmet børsnoteret virksomhed*", kan man ikke lade være med at spørge sig selv, om selskabet reelt er dygtigere end de andre – eller om det blot lever godt af "tilskuddet" fra majoritetsaktionæren.

Hvad sker ved børsnoteringen?

Vi har ovenfor skitseret, at udbetaling af Foreningen Nykredits udbytter til låntagerne i Nykredit vil tendere mod at gå i lommerne på de nuværende mindretalsaktionærer.

I en verden med fuld gennemsigtighed, hvor kursen ved kapitaludvidelsen sættes til det maksimalt opnåelige, vil de nye aktionærer derimod ikke få nogen fordel af, at Foreningen Nykredit sender "kundekroner" tilbage til kunderne. Den markedspris, der kan opnås ved nytegningen af aktier, vil selvfølgelig afspejle det tilskud, der ligger i Foreningen Nykredits årlige udbetaling af "kundekroner".

I et perfekt marked vil nye aktionærer ikke kunne tjene penge ved at købe aktier, med mindre udbyder med vilje sælger dem til en pris under markedsprisen. Markedsprisen på de nyudstedte aktier vil blive høj, ikke fordi Nykredit A/S er en fremragende drevet forretning, men fordi afkastet af Foreningen Nykredits store aktiepost bliver ydet som tilskud til det børsnoterede aktieselskab.

Nykredit Holding A/S skal derfor ikke udstede så mange aktier for at skaffe det ønskede provenu. Aktierne kan sælges til en høj kurs sammenlignet med situationen, hvor Foreningen Nykredit ikke ydede det nævnte tilskud.

Vinderne bliver derfor de *nuværende* mindretalsaktionærer, der ejer omkring 11% af aktiekapitalen.

Markeder er ikke perfekte. Det helt store problem er selvfølgelig, hvilken tiltro aktionærerne ved børsnoteringen har til, at Foreningen Nykredit i al fremtid vil udlodde hele sit modtagne udbytte til realkreditlåntagerne i Nykredit A/S.

Hvis der er stor risiko for, at oprørte låntagere vil tage magten i foreningen og bestemme, at udbytterne fra Nykredit A/S fremad skal bruges til almennyttige formål, bliver emissionskursen på nytegnede aktier drastisk lavere.

Hvad sker der med konkurrencen?

Der har – specielt på FinansWatch – været en diskussion af betydningen af kundekroner for konkurrencesituationen på realkreditmarkedet. Det kan ikke undre, at kommentarerne fra konkurrenterne har været noget henholdende.

"Det er meget vanskeligt at kommentere på en fremtidig konkurrencesituation, hvor parametrene er uafklarede. Det må fremtiden vise.", siger David Hellemann, leder af Banking Denmark i Nordea, jf. FinansWatch, 2016a (8. februar 2016).

Hos Realkredit Danmark mente administrerende direktør Carsten Nøddebo ligeledes, at det var for tidligt med en vurdering af Nykredits kundekapital.

Det er specielt interessant at se, hvad direktøren for Nykredit, Søren Holm, siger om dette spørgsmål.

FinansWatch bragte 11. februar 2016 følgende interview, jf. FinansWatch (2016b):

Journalist: "*Betyder det, at Nykredit kommer til at have markedets højeste bidragssatser for så i stedet at give en kontantrabat senere?*"

Søren Holm: "*Det kan jeg ikke forestille mig. Jeg forestiller mig, at vi har konkurrencemæssigt rigtige bidragssatser. Så nej, det kan jeg ikke forestille mig*."

Journalist: "*Så I vil altså være konkurrencedygtige på bidragssatsen og derudover vil I give jeres kunder en kontantrabat via kundekroner*?"

Søren Holm: "*Ja, det vil være en fordel for vore kunder, at vi har den ejerform, vi har. Hvor det måske i gamle dage var lidt uklart, hvad der egentlig var fordelen ved at være kunde i Nykredit og dermed have medlemsdemokrati i foreningen, så medfører børsnoteringen, at der kan være unikke og håndgribelige fordele for kunderne…. Men det kræver selvfølgelig, at vi udbetaler udbytte og at vores ejer, Foreningen Nykredit, beslutter at udbetale det*."

Søren Holms "model" med, at alle har samme priser, men at

Nykredit giver sine kunder en rabat, så det er billigere at være kunde i Nykredit end alle andre steder, vil selvfølgelig logisk set give Nykredit en hurtig kundetilvækst. Det er imidlertid svært at se det som en naturlig prisligevægt i et konkurrencemarked.

Perspektivering

Det er vanskeligt for en udenforstående at afgøre, om Nykredits bestyrelse og repræsentantskab har taget den forkerte beslutning mht. børsnotering. Det er i parentes bemærket irrelevant, om Nykredits nuværende og tidligere ledelser eventuelt er "skyld" i kapitalmanglen, f.eks. på grund af for højt omkostningsniveau, for lave bidrag, det mindre heldige køb af Forstædernes Bank, eller hvad man nu kan finde af mere eller mindre berettigede kritikpunkter. Det relevante er, hvad risikoen er i dag ved ikke at få tilført kapital.

I den givne situation må Foreningen Nykredit overveje, hvem der egentlig skal nyde godt af foreningens ophobede formue. For en ordens skyld bemærkes, at formuen er skabt først og fremmest af tidligere medlemmer af foreningen, i et vist omfang af de nuværende medlemmer, og overhovedet ikke af fremtidige medlemmer.

Foreningen har flere valgmuligheder. Den samfundsmæssigt smukkeste løsning, som næppe har nogen gang på denne jord, er at lade formuen, som jo er opbygget af tidligere generationer af låntagere, tilfalde statskassen. Så er det hele samfundet, der kommer til at nyde godt af formuen, og det er folkevalgte politikere, der bestemmer, hvordan pengene skal bruges.

En mere nærliggende mulighed er en Realdania løsning, hvor foreningens midler anvendes til almennyttige formål, og foreningen finder ud af, hvad og hvem den vil gavne, nøjagtig som det er sket i andre kreditforeninger/fonde, der har "opgivet" selvstændighed som kreditgiver. Så er der "level playing field" for de konkurrerende realkreditinstitutter. Man kan så ironisere lidt over, hvorvidt en bestyrelse og repræsentantskab, der formodentlig er valgt ud fra deres viden om realkreditvirksomhed, nødvendigvis er de mest kvalificerede til at uddele milliarder af kroner til almennyttige formål.

Der kan naturligvis også tænkes alternative politikker afhængigt af, hvad bestyrelse og repræsentantskab mener, foreningens overordnede formål bør være.

- Hvis man vil gavne låntagerne som gruppe, kan man bruge afkastet af formuen til at nedbringe rentemarginalen for alle nuværende og fremtidige realkreditlåntagere i Danmark, fordi formuen er opbygget af låntagere. I så tilfælde skal foreningen bruge sine udbytter til tilskud til låntagere i alle realkreditinstitutter. I et konkurrencemarked vil tilskuddene ikke blive kapitaliseret i højere bidrag. På realkreditmarkedet vil det skabe den "level playing field", som alle virksomheder sukker efter – når det ikke er dem selv, der har fordelen. Men det vil have forvridende effekter mellem realkreditsektoren og øvrige finansielle aktører, der deltager i ejendomsfinansiering.
- Man kan søge i videst muligt omfang at bruge pengene til at mindske rentemarginalen direkte for de nuværende låntagere i Nykredit. Det kunne ske ved at love dem fast lav rentemarginal i en årrække. Så vil prisen for de nye Nykredit-aktier ved børsnoteringen blive ret lav, dvs. de ny aktionærer skal indskyde mere kapital og vil komme til at eje den altafgørende del af Nykredit A/S. Det er ikke en anbefalelsesværdig løsning, dels fordi fordelingen af formuen på låntagere bliver ret tilfældig, dels fordi den vil kræve forhandlinger med de nuværende mindretalsaktionærer, der jo kommer til at bidrage til "gildet".
- Foreningen Nykredit kan bruge sine udbytter til at tilbagekøbe aktier med det formål en dag at gå af børsen igen og vende tilbage til foreningsstatus. Formålet skulle så være på langt sigt at virke konkurrenceøgende på realkreditmarkedet. Samfundsøkonomisk er problemet, at afkastet af en foreningsformue anvendes til at subsidiere private låntageromkostninger.

Ingen af disse tre alternativer forekommer særligt hensigtsmæssige.

Det væsentlige er imidlertid, at der er løsningsmuligheder, der er bedre end den nu valgte løsning, hvor formuen bruges til at forgylde en tilfældig række af mindretalsaktionærer og på at sikre, at realkreditinstituttets ledelse uden problemer vil kunne overperforme i forhold til andre realkreditinstitutter. Men denne beslutning falder fint i tråd med, at det i Danmark er ret tilfældigt, hvor de "ejerløse formuer" havner i forbindelse med omdannelse af foreninger/frasalg af erhvervsaktiviteter, der nødvendiggør, at formålet ændres. Det forekommer f.eks. ret tilfældigt, hvor formuerne i Topdanmark og Tryg havnede. Som bekendt havnede formuen i Topdanmark hos kunderne, mens Tryg valgte en fondskonstruktion, som siden har givet anledning til nogen debat.

Det vil være hensigtsmæssigt, hvis de kommende aktionærer inden aktietegningen i Nykredit Holding A/S får klare signaler om, hvad der egentlig kommer til at ske fremadrettet i Foreningen Nykredit. For aktiernes værdi ved børsnoteringen er fuldstændig afhængig af forventninger til, om Foreningen Nykredit i al fremtid vil overføre hele (eller den altafgørende del af) det modtagne udbytte til realkreditlåntagerne i Nykredit A/S. Men skal det nuværende repræsentantskab kunne fastlægge i al fremtid, hvad foreningens overskud skal bruges til?

Konklusioner

Nykredits model med kundekroner forekommer problematisk.

De umiddelbare modtagere af kundekroner – Nykredits låntagere – er ikke de endelige modtagere. Tilskud overvæltes.

Et børsnoteret selskab skal drives i aktionærernes interesse. Gør man ikke det, pådrager man sig et juridisk ansvar. I den rene model uden skat indebærer modellen med kundekroner, at hele Foreningen Nykredits formue tilfalder de nuværende minoritetsaktionærer i Nykredit Holding, der i dag ejer ca. 11% af selskabet. Det forekommer ikke optimalt.

Sker der mindre end fuld overvæltning (f.eks. pga. offentlig regulering) i Nykredit A/S´s priser af tilskuddene til låntagerne fra Foreningen Nykredit, opstår der en meget mudret situation. Gevinsten for de nuværende minoritetsaktionærer i Holding bliver mindre, emissionskursen for de nye aktier bliver lavere (hvis køberne forudser denne situation), låntagerne i Nykredit A/S får billigere lån end låntagerne i konkurrerende realkreditinstitutter, og Nykredit vil alt andet lige vinde markedsandele fra sine konkurrenter, også selvom disse måtte være drevet mere effektivt.

Uanset hvor tilskuddene fra Foreningen Nykredit til kunderne i Nykredit A/S reelt ender, så vil de indebære, at Nykredit A/S, uanset hvor godt eller dårligt det er drevet, vil kunne frem-

vise fremragende økonomiske nøgletal. Ledelsen i Nykredit A/S er på den måde blandt de sikre vindere.

Man kunne have ønsket, at Nykredit havde tilvejebragt et bedre grundlag for diskussionerne både i repræsentantskab og i offentligheden, end tilfældet har været.

Litteratur

- BRFfonden: Årsrapport for 2014.
- FinansWatch, 2016a: *BRF-direktør:* Nykredits Kundekroner kræver meget store udbytter. FinansWatch, 8. februar 2016.
- FinansWatch, 2016b: *Nykredit lover både kontante rabatter og skarpe bidragssatser.* FinansWatch, 11. februar 2016.
- Jyllands-Posten, 2016: *Denne mand ændrede søvnigt selskab til børskomet - nu skal han gøre det samme for Nykredit.* Jyllands-Posten, 10. februar 2016.
- Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen: *Dansk realkredit gennem 200 år.* Rapport, BRF 1997.
- Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen, 1997: Realkredittens 200-års jubilæum. *Finans/Invest*, 2/97, s. 6-8.
- Nykredit Realkredit-koncernen. Årsrapport 2015. ■

NYKREDIT: BIDRAGSSATSER OG BØRSNOTERING

▶ FORTSAT FRA SIDE 28

- Christensen, Peter Ove og Jesper Rangvid, 2016: Postyret om Nykredit. *Finans/Invest*, 2/16, s. 33-39.
- Ekspertgruppe om gearingskrav for kreditinstitutter, 2015. Erhvervs- og Vækstministeriet.
- European Banking Authority, 2016: *EBA sets out roadmap for the implementation of the regulatory review of internal models*. Report, februar, 2016.
- European Banking Authority, 2016: *Opinion of the European Banking Authority on the implementation of the regulatory review of the IRB approach*. Report, februar, 2016.
- Finanstilsynet, 2015: *Redegørelse om inspektion i Nykredit Realkredit*. Maj 2015.
- ForeningenNykredit.dk
- Modigliani, Franco og Merton H. Miller, 1958: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3), s. 261-297.
- Modigliani, Franco og Merton H. Miller, 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital; A Correction. *American Economic Review*, 53 (3), s. 433-492.
- Nykredit, 2016: *Hvorfor forhøjes bidragssatserne?*, Nykredit.com/IR, marts 2016.
- Poulsen, Troels Lund, 2016: *Finanssektorens kæmper skal være på børsen,* FinansWatch, Sehested, Christian, 18. marts 2016.
- Rohde, Lars, 2016: *Lars Rohde giver lunken støttte til Nykredit kapitaljagt:* FinansWatch, Bentow, David og Mandrup, Mette 16. marts 2016.
- Standard & Poor's, 2015: *Credit FAQ: How Standard & Poor's applied its government support and ALAC criteria to European Banks*. Report, december 2015. ■

LEDER

▶ FORTSAT FRA SIDE 5

Litteratur

- Berger, Allen N. og Christa H.S. Bouwman, 2013: How does capital affect bank performance during financial crises? Journal of Financial Economics, 109, s. 146–176.
- Blundell-Wignall, Adrian og Caroline Roulet, 2013: Business models of banks, leverage and the distance-to-default. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2012/2, s. 7–34.
- Brealey, Richard A, Ian A. Cooper og Evi Kaplanis, 2011: International propagation of the credit crisis: lessons for Bank regulation. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24, s. 36–45.
- Christensen, Peter Ove og Jesper Rangvid, 2016: Postyret om Nykredit. *Finans/Invest*, 2/16, s. 33-39.
- Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detrajiache og Ouarda Merrouche, 2010: *Bank Capital: Lessons from the Financial Crisis*. IMF Working Paper, 10, 286, december.
- Ekspertgruppen, 2015: *Ekspertgruppe om gearingskrav for kreditinstitutter*. Rapport, Erhvervs- og Vækstministeriet, december 2015.
- Finans, 2014: *Shitstorm giver Jensen's Bøfhus millionunderskud*. Finans, 18. juni, 2015.
- FinansWatch, 2016: Troels Lund: Finanssektorens kæmper skal være på børsen. FinansWatch, 18. marts, 2016.
- Hjortshøj-Nielsen, Henrik og Dan Sørensen, 2016: Nødvendige bidrags- og kapitalforhøjelser. *Finans/Invest*, 2/16, s. 18-24.
- Hogan, Thomas L., Neil R. Meredith og Harry Pan, 2013: *Evaluating risk-based capital regulation*, Mercatus
- Center Working Paper Series No. 13, Issue 02.
- IMF, 2009: *Global Financial Stability Report*. Rapport, april 2009.
- Mayes, David G. og Hanno Stremmel, 2014: *The effectiveness of capital adequacy measures in predicting bank distress*. SUERF Study, 2014/1.
- Møller, Michael og Niels Chr. Nielsen, 2016: Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer. *Finans/Invest*, 2/16, s. 25-32.
- Raaballe, Johannes, 2016: Er regnskabs- eller markedsbaserede data nøglen til at opdage finansiel ustabilitet? Finans/Invest, 2/16, s. 6-17. ■