

## Postyret om Nykredit

Christensen, Peter Ove; Rangvid, Jesper

*Document Version*  
Final published version

*Published in:*  
Finans/Invest

*Publication date:*  
2016

*License*  
Unspecified

*Citation for published version (APA):*  
Christensen, P. O., & Rangvid, J. (2016). Postyret om Nykredit. *Finans/Invest*, (2), 33-39.

[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](mailto:research.lib@cbs.dk)) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 04. Jul. 2025

# Postyret om Nykredit

**Peter Ove Christensen and Jesper Rangvid**

Journal article (Publishers version)

**Cite:** Postyret om Nykredit. / Christensen, Peter Ove; Rangvid, Jesper. In:  
Finans/Invest, No. 2, 04.2016, p. 33-39.

Uploaded to [Research@CBS](#): June 2016

# Postyret om Nykredit

**Nykredit har annonceret stigninger i gebyrer og en børsnotering. Det har skabt meget postyr. Vi analyserer de samlede konsekvenser af en børsnotering, gebyrstigninger og KundeKroner konceptet, hvor foreningens udbytter sendes tilbage til kunderne. Vi konkluderer, at når alt tages i betragtning vil kunderne i mange scenarier ikke opleve nettogebyrstigninger og Nykredits finansielle beredskab vil være styrket efter børsnoteringen. Der er således ikke grund til det store postyr.**

## AF FORFATTERE



Professor **Peter Ove Christensen**,  
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School  
E-mail: poc.fi@cbs.dk

Peter Ove Christensen er professor i finansiering og regnskab ved Copenhagen Business School.



Professor **Jesper Rangvid**,  
Institut for Finansiering, Copenhagen Business School  
E-mail: jr.fi@cbs.dk

Jesper Rangvid er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.

**Note:** Vi takker Ken L. Bechmann (redaktør), David Bentow, Hans Frimor og Bjarne Astrup Jensen for konstruktive kommentarer, samt Henrik Hjørtshøj-Nielsen og Jes Klausby for faktatjek. Eventuelle fejl, der måtte være i analysen, er vores ansvar alene.

## Indledning

Efter den finansielle krise er kapitalkravene til finansielle institutioner blevet markant forøget. Nykredit står med en særlig udfordring. Nykredits foreningsejede struktur medfører, at det finansielle beredskab til at møde usikkerheden om de fremtidige kapitalkrav er begrænset.

Vi vurderer, at Nykredit vil kunne opfylde de kendte kapitalkrav, der vil være fuldt indfaset i 2019. Vi vurderer dog også, at med den nuværende forretningsmodel vil Nykredit få udfordringer i at møde eventuelle yderligere kapitalkrav, f.eks. fra Finanstilsynet eller Basel IV, da Nykredit for nærværende kun kan opbygge ny egenkapital gennem den løbende indtjening. Foreningen Nykredit (herefter foreningen) overvejer derfor som hovedaktionær at rejse ny kapital gennem en børsintroduktion af Nykredit Holdning A/S (herefter selskabet), der er holding-selskab for den samlede Nykredit Realkredit-koncern.

Er det realistisk at børsintroducere selskabet med den nuværende indtjening, hvad er konsekvensen for låntagerne af et krav om øget indtjening ved en børsintroduktion, og hvad betyder konceptet KundeKroner, hvor foreningens udbytte fra selskabet sendes tilbage til låntagerne, for det samlede regnestykke for låntagerne? Vi søger i denne artikel svar på disse spørgsmål.

Under rimelige forudsætninger er konklusionerne på vores analyse følgende. For det første er et godt bud på en fair værdi af selskabets egenkapital 0 (nul) med den nuværende forretningsmodel, uanset hvad investorernes afkastkrav end måtte være. Det skyldes, at selskabets fremtidige udvikling, uden ændringer i forretningsmodellen, sandsynligvis vil svare til udviklingen gennem de senere år, hvor stort set hele indtjeningen har været

anvendt til at finansiere øget udlån til eksisterende og nye generationer af låntagere. Et selskab, der anvender hele indtjeningen til at finansiere fremtidig vækst kan ikke betale udbytte til aktionærerne. Aktierne er derfor værdiløse, når likvidation ikke er en mulighed. I den situation er det ikke muligt at rejse ny kapital gennem en børsintroduktion uanset, hvor mange aktier man måtte være villig til at sælge.

Hvis der skal rejses ny egenkapital, skal der ske ændringer i forretningsmodellen. En mulighed er at reducere væksten (altså ny-udlånet), så der kan betales udbytter til aktionærerne. Dette er ikke en attraktiv løsning, hverken set fra et forenings-, et låntager eller et samfundsøkonomisk synspunkt. En anden mulighed er at øge indtjeningen, så der er plads til både at møde en øget låneefterspørgsel og aflønne aktionærerne for deres investering med udbytter eller aktietilbagekøb. Indtjeningen kan øges gennem reducerede driftsomkostninger eller øgede indtægter, f.eks. gennem forhøjede gebyrer. Forhøjede gebyrer øger værdien af selskabets egenkapital og giver dermed en mindre udtynding af foreningens ejerandel i børsintroduktionen, og dermed kan en større andel af gebyrerne returneres til låntagerne som KundeKroner. Vi finder som det andet, at under rimelige forudsætninger vil der ikke være nogen betydende effekt på nettogebyret, dvs. på gebyr minus KundeKroner. Selv ved relativt store forhøjelser af gebyret vil der være en nettobesparelse for låntagerne, særligt hvis vækstmålsætningen modereres, og der kan skabes et markedskonformt afkast på kapitalen, der rejses ved børsintroduktionen.

Overordnet viser vores analyse, at der dels ikke er grund til bekymring om, at værdi overføres fra låntagerne til nye investorer, da låntagerne i udgangspunktet står med et værdiløst aktiv, og dels at der ikke er grund til det store postyr i forbindelse med Nykredits annoncerede gebyrforhøjelser og børsintroduktion, når man tager både gebyrforhøjelserne og det nye KundeKroner koncept med i regnestykket.

Man skal dog som altid i økonomiske vurderinger være påpasselig med ex ante og ex post betragtninger. I vores analyse påvirker gebyrforhøjelserne, hvor mange KundeKroner der kan sendes tilbage til låntagerne, gennem den resulterende fordeling af ejerskabet mellem foreningen og de øvrige aktionærer. Når emissionen er gennemført ligger fordelingen af ejerskabet fast. Foreningen (på vegne af låntagerne) og de øvrige aktionærer kan derfor have forskellige interesser med hensyn til fremtidige gebyrforhøjelser og vækst i udlånet. Vi anbefaler derfor, at Nykredit grundigt overvejer, hvorvidt man kan løse disse potentielle interessekonflikter allerede inden børsintroduktionen, juridisk eller på anden måde. Prissætningen i en børsintroduktion vil naturligvis afspejle de nye aktionærers forventninger til resultatet af det spil mellem de forskellige parter, der vil udfolde sig efter introduktionen er gennemført.

## Model til prissætning af Nykredit selskabet

Vi anvender udbytte modellen til prissætningen af egenkapitalen i selskabet: Værdien af selskabets egenkapital på et vilkårligt tidspunkt er lig med nutidsværdien af de forventede fremtidige udbytter til ejerne tilbagediskonteret med ejernes afkastkrav.<sup>1</sup>

For at relatere værdien af egenkapitalen i selskabet til den bogførte egenkapital, som jo er den, der indgår i de regulatoriske kapitalkrav, og til selskabets indtjeningsevne omskriver vi udbytte modellen til en ækvivalent regnskabsbaseret model. Omskrivningen er baseret på den fundamentale bogholderiligning, der siger, at ændringen i den bogførte egenkapital ( $BVE$ ) i en given periode er totalindkomsten ( $CI$ ) minus udbyttet betalt til ejerne ( $D$ ) i perioden:

$$BVE_{t+\tau} - BVE_{t+\tau-1} = CI_{t+\tau} - D_{t+\tau}.$$

Detaljerne i omskrivningen (samt andre tekniske og udfyldende detaljer) reserverer vi til et online appendiks på tidsskriftets hjemmeside. Her bemærker vi alene, at værdien af selskabets egenkapital kan skrives som den bogførte egenkapital plus nutidsværdien af de forventede fremtidige residualindkomster. Residualindkomsten ( $RI$ ) er den regnskabsmæssige værdiskabelse i en given periode, dvs. selskabets indtjening ud over den omkostning ejerne har ved at stille primo egenkapitalen til rådighed for selskabet eller, ækvivalent hermed, som forskellen mellem egenkapitalens forrentning ( $ROE$ ) og ejernes afkastkrav ( $r_E$ ) multipliceret med primo egenkapitalen:

$$RI_{t+\tau} = [ROE_{t+\tau} - r_E] BVE_{t+\tau-1}.$$

Er egenkapitalforrentningen større end afkastkravet, er værdiskabelsen positiv. En god strategi er derfor at investere i yderligere aktiver, der kan give mindst samme forrentning (altså øge den investerede kapital). Omvendt, er egenkapitalforrentningen mindre end afkastkravet, så destrueres der værdi, og så er det fordelagtigt at reducere den investerede kapital.

I vores implementering af modellen laver vi to simplificerende antagelser. For det første antager vi, at de forventede fremtidige egenkapitalforrentninger er konstante lig med  $ROE$ . Dette afspejler en steady state, hvor passiv- og aktivsammen sætningen er konstant over tid. For det andet antager vi, at payout forholdet (dvs. den andel af indkomsten der udbetales til ejerne) er konstant, og benævnt ved  $\rho$ . Det følger dermed af den fundamentale bogholderiligning, at den forventede vækstrate i den bogførte egenkapital ( $g$ ) også er konstant og givet ved:

$$g = ROE(1 - \rho) \Leftrightarrow \rho = 1 - g/ROE.$$

Under disse antagelser vokser den bogførte egenkapital, indkomster, residualindkomster og udbytter alle med samme forventede vækstrate  $g$ . I den simple regnskabsbaserede model kan værdien af selskabets egenkapital således skrives som:

$$V_t^E = BVE_t + \frac{ROE - r_E}{r_E - g} BVE_t.$$

Det er denne simple regnskabsbaserede model, vi benytter til prissætningen af Nykredit selskabet i forskellige scenarier. Vi kan umiddelbart konkludere ud fra modellen, at selskaber med en price-to-book på én ( $V_t^E/BVE_t = 1$ ) har en forventet egenkapitalforrentning lig med afkastkravet (nul nutidsværdi af forventede fremtidige residualindkomster). Er den forventede egenkapitalforrentning mindre end afkastkravet, så handler selskabet til en price-to-book under én. I den situation er nutidsværdien af den forventede fremtidige værdiskabelse negativ, så værdien af selskabet er højere, jo mindre vækst.

## Prissætning af Nykredit: Nuværende forretningsmodel

Vi prissætter egenkapitalen i selskabet med udgangspunkt i den seneste årsrapport for Nykredit Realkredit-koncernen. Den bogførte værdi af den egentlige egenkapital (eksklusiv hybrid kernekapital) ultimo 2015 var 61.686 mio. kr., og totalindkomsten for egentlig egenkapital var 3.025 mio. kr. Årsrapporten viser de seneste fem års egenkapitalforrentninger (side 4), jf. Tabel 1.

**TABEL 1: Egenkapitalforrentninger for Nykredit Realkredit-koncernen.**

| 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015  | Gns.  |
|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 2,00% | 4,60% | 2,90% | -0,50% | 5,00% | 2,80% |

En anden central parameter, vi skal bruge til prissætningen, er vækstraten i selskabets bogførte egenkapital og dermed vækstraten i residualindkomsten. Nykredit rapporterer ligeledes på side 4 i årsrapporten den bogførte ultimo egenkapital i perioden 2011 til 2015. På basis af disse tal for egenkapitalen kan vi beregne vækstraten i den bogførte egenkapital, jf. Tabel 2.

**TABEL 2: Vækstrate i bogført egenkapital i Nykredit Realkredit-koncernen.**

| 2011 | 2012  | 2013  | 2014   | 2015   | Gns.  |
|------|-------|-------|--------|--------|-------|
|      | 4,60% | 2,02% | -0,11% | 11,61% | 4,39% |

En gennemsnitlig egenkapitalforrentning på 2,8% virker lavt sammenlignet med den gennemsnitlige vækstrate på 4,39% i den bogførte egenkapital. Hvis en sådan situation forventes at fortsætte, vil det kræve tilførsel af ny egenkapital. Selskabet er ikke tilført egentlig egenkapital i perioden, så afvigelsen skyldes primært, at de rapporterede tal for egenkapitalen indeholder indfrielse og ny-udstedelse af hybrid kernekapital.

Når vi skal prisfastsætte aktierne i et selskab (den egentlige egenkapital) må vi se fremad og give et bud på den forventede egenkapitalforrentning og vækst. Kigger vi på alle realkreditselskaber over en lang historisk periode, virker en egenkapitalforrentning på 4% (før gebyrstigninger) ikke som et pessimistisk gæt. Det er derfor vores grundantagelse.

Den historiske økonomiske realvækst i Danmark har været omkring 2% om året, og inflationen 2%, dvs. en nominel vækst

1. Udbytter betegner her kontante udbytter plus aktietilbagekøb minus provenu ved aktiesalg.

i dansk økonomi på 4%. Hvis Nykredits forretningsomfang skal vokse med nogenlunde samme hastighed som økonomien i Danmark, virker et bud på vækstraten i residualindkomsten på 4% rimeligt. Vi benytter derfor 4% i vores første udregninger og laver dernæst beregninger med hensyn til følsomheden af valget af denne parameter.

Hvis egenkapitalforrentningen er 4% og vækstraten er 4%, opnår vi en central konklusion: Værdien af egenkapitalen i Nykredit selskabet er i dette tilfælde 0 kr. (nul kr.)! Altså, ingen investorer vil betale for at blive medejere af selskabet. Hvis den forventede egenkapitalforrentning er lig med vækstraten, som igen nødvendigvis må være mindre end afkastkravet, dvs.,  $ROE = g < r_E$ , så er nutidsværdien af de fremtidige residualindkomster lig med minus den bogførte værdi, jf. prissætningsmodellen. I dette tilfælde er den forventede fremtidige værdirestruktion lig med den bogførte værdi, uanset hvad afkastkravet end måtte være. Dette resultat er ikke overraskende. Når egenkapitalforrentningen er lig med vækstraten, er der ikke penge til betaling af udbytter til ejerne—hele indtjeningen holdes i selskabet til finansiering af væksten i forretningsomfanget. Dette er præcis, som det bør være for et foreningsejet realkreditselskab med en målsætning om at kunne yde de billigst mulige realkreditlån til eksisterende og nye låntagere—det har intet formål at akkumulere kapital i foreningen.

Reduceres væksten, øges værdien af selskabets egenkapital, men hvor meget afhænger af afkastkravet. Sætter vi f.eks. vækstraten til 2% og afkastkravet til 8,68%, så bliver værdien af selskabets egenkapital:<sup>2</sup>

$$61.686 + \frac{4\% - 8,68\%}{8,68\% - 2\%} 61.686 = 18.481 \text{ mio. kr.}$$

svarende til et price-to-book forhold på 29,96%. Selv i den situation vil det være vanskeligt at gennemføre en børsintroduktion med et provenu på f.eks. 25 mia. kr., hvor foreningen samtidig kan bevare aktiemajoriteten.

I forhold til Nykredits gennemsnitlige egenkapitalforrentning over de seneste fem år, 2,80%, har vi været venlige over for Nykredit ved at anvende en forventet egenkapitalforrentning på 4%. Sætter vi egenkapitalforrentningen til f.eks. 3% bliver kalkulationen:

$$61.686 + \frac{3\% - 8,68\%}{8,68\% - 4\%} 61.686 = -13.193 \text{ mio. kr.}$$

Når egenkapitalforrentningen er mindre end vækstraten, skal der løbende tilføres kapital til at finansiere væksten. Nykredit selskabet er således allerede udfordret med den nuværende forretningsmodel, hvis selskabet skal vokse med samme rate som økonomien generelt.

2. Dette "skæve" afkastkrav er sat således, at prisfastsættelsen er konsistent med, at værdien af egenkapitalen efter en børsintroduktion er præcis lig med værdien uden børsintroduktion (som vi bestemmer her) plus nettoprovenuet i børsintroduktionen.

Vores første konklusioner er derfor:

- Fair value af egenkapitalen i Nykredit selskabet er nul kroner, hvis egenkapitalforrentningen er lig med vækstraten. Dette er uafhængigt af afkastkravet.
- Fair value af egenkapitalen i Nykredit selskabet er negativ, hvis egenkapitalforrentningen er mindre end vækstraten.

Vi kan derfor også konkludere: Hvis Nykredit selskabet skal kunne sælge nye aktier, skal forretningsmodellen ændres, så den forventede egenkapitalforrentning bliver større end vækstraten. Med andre ord, det er en forudsætning for en børsnotering enten at reducere væksten eller indtjene mere.

Er det overhovedet nødvendigt at rejse ny ekstern egenkapital? Selv den klogeste i landet kender ikke svaret. Der er betydelig usikkerhed knyttet til niveauet for de fremtidige kapitalkrav. Historisk har der været betydelig variation i egenkapitalens forrentning, ikke kun for Nykredit men for alle danske realkreditselskaber. Nykredit står dermed med et usikkert egenkapitalkrav og en usikker fremtidig indtjening til opbygning af egenkapitalen. Med en bogført egentlig egenkapital primo 2016 på 61.686 mio. kr. og en vækstrate på 4% vil det tage mere end otte år at nå det af Nykredit udmeldte egenkapitalmål på 85.000 mio. kr. ved organisk vækst, selv hvis alt går som forventet.

Givet den betragtelige usikkerhed om både egenkapitalmålet og den organiske vækst, så tilsiger rettidig omhu, at Nykredit allerede nu tænker over, hvordan man kan øge det finansielle beredskab til imødegåelse af den fremtidige usikkerhed, f.eks. gennem muligheden for tilførsel af ny egenkapital via kapitalmarkedet.

## Gebyrforhøjelser, børsintroduktion og KundeKroner

Indtjeningen kan øges ved at drive selskabet mere effektivt. Det forstår vi, at Nykredit er godt i gang med (se f.eks. udviklingen i omkostningsprocenten på side 5 i årsrapporten). Indtjeningen kan også øges ved større indtægter, f.eks. gennem gebyrforhøjelser. Lad os først se på effekten af gebyrforhøjelser isoleret set, og dernæst på konsekvenserne af en børsintroduktion og det nye koncept for KundeKroner.

### Gebyrforhøjelser

Betragt den tænkte situation, at de samlede gebyrindtægter i 2015 var  $b\%$  højere end de faktiske gebyrindtægter i 2015, som var 8.784 mio. kr. (jf. note 5 i årsrapporten). Med en skatteprocent på 22% ville indtjeningen i 2015 have været  $78\% \cdot 8.784 \cdot b\% = 6.852 \cdot b\%$  mio. kr. højere.

Vi har her forudsat, at hele gebyrforhøjelsen går til Nykredit selskabet. Hvis aftalen med Totalcredit partnerbankerne er proportional med bruttogebyret, antager vi, at denne aftale genforhandles. Distributionsomkostningerne er ikke ændret som følge af øgede kapitalkrav, så formidlingsprovisionen til disse banker bør kunne fastholdes på det nuværende niveau. Flere partnerbanker har da også offentligt udmeldt, at de sender ekstraindtægterne tilbage til kunderne.

Med en primo værdi for den bogførte egentlige egenkapital på 58.650 mio. kr. ville ændringen i egenkapitalens forrentning i 2015,  $\Delta ROE$ , have været:

$$\Delta ROE = 6.852 \cdot b\% / 58.650 = 11,68\% \cdot b\%.$$



Med en basis  $ROE = 4\%$  (for uændret forretningsmodel) vil en rimelig forventet fremtidig egenkapitalforrentning blive forøget til:

$$ROE^b = ROE + \Delta ROE = 4\% + 11,68 \cdot b\%.$$

Sætter vi f.eks. forhøjelsen af gebyrindtægterne til 50%, ændres den forventede egenkapitalforrentning fra  $ROE = 4\%$  til:

$$ROE^b = 4\% + 11,68 \cdot 50\% = 9,84\%.$$

Værdien af egenkapitalen primo 2016 (ved  $b\% = 50\%$ ,  $g = 4\%$  og  $r_E = 8,68\%$ ) bliver dermed:

$$61.686 + \frac{9,84\% - 8,68\%}{8,68\% - 4\%} 61.686 = 77.062 \text{ mio. kr.}$$

Selskabets egenkapital har nu en betydelig positiv værdi, selv ved en vækstrate på 4%. Det er ikke overraskende, da der nu er plads til både vækst og udbytte til ejerne. Det forventede payout forhold til ejerne er  $\rho^b = 1 - 4\%/9,84\% = 59,35\%$ . Man kan sige, at låntagerne fordrer sig selv med deres egen hale: låntagerne betaler højere gebyrer, som anvendes til udbytte til ejerne, som for størstedelens vedkommende er ejernes forening. I princippet kunne foreningen sende udbyttet tilbage til låntagerne, men det er som udgangspunkt ikke nogen god ide af mindst to grunde. Dels vil der være selskabsbeskatning på 22% af gebyrforhøjelserne inden en del af pengene kan sendes tilbage til låntagerne, og dels kan minoritetsaktionærerne sikkert ikke overtales til at returnere deres udbytte fra selskabet til låntagerne.

### Børsintroduktion med gebyrforhøjelser

En børsintroduktion kan løse udfordringerne med kapitalkravet nu og i fremtiden, hvis der kan opnås et tilstrækkeligt provenu ved salg af aktier i selskabet. Som vi viste ovenfor, kan dette ikke ske ved den nuværende forretningsmodel uden gebyrforhøjelser. Omvendt, med gebyrforhøjelser, som beskrevet i forrige underafsnit, er Nykredit Holding A/S et værdifuldt selskab. Spørgsmålet er, hvor meget eksterne investorer er villige til at betale for at blive medejere af selskabet? For at besvare dette spørgsmål er vi for det første nødt til at tage stilling til, hvad de nye investorers afkastkrav er til et selskab som Nykredit. For det andet må vi fastlægge, hvilken forventet forrentning der kan opnås af det provenu, der kommer ind i selskabet ved aktiesalg.

Ingen ved, hvad investorernes afkastkrav er til Nykredit aktier. Vi benytter som udgangspunkt et afkastkrav til aktierne i et børsnoteret Nykredit selskab på  $r_E = 9\%$  og vurderer senere følsomheden af vores resultater mht. til denne parameter. Vores udgangspunkt er valgt ud fra følgende betragtninger. For det første viser et repræsentativt sample af danske og udenlandske banker, at aktier i disse selskaber i øjeblikket handler til en price-to-book på én ved en konsensus forventet  $ROE$  på 10%. Med andre ord, ud fra vores prissætningsmodel er  $r_E = 10\%$  derfor et rimeligt afkastkrav på bankaktier. På grund af den betydelige match-funding i Nykredits balance med lave tabsprocenter, driver Nykredit sikkert en forretning med mindre systematisk risiko på egenkapitalens afkast end almindelige banker. Derfor må et rimeligt gæt på afkastkravet til Nykredit være under 10%. For det andet handler Nykredits efterstillede gæld aktuelt til en

rente på 6,6% (Nykredits AT1 obligation udstedt i februar 2015 med kupon på 6,25%). Dertil kommer, at der typisk er en præmie på ny-udstedelser på ca. 1%. Det virker derfor sandsynligt, at hvis Nykredit skulle rejse ny hybrid kernekapital i dag, vil le renten være 7-8%. Da egenkapital er efterstillet i forhold til gældsbeviser, bør afkastkravet på Nykredit aktierne være højere end renten på hybrid kernekapital.

Børsintroduktionen giver et nettoprovenu, som i første omgang går i kassen, mens den bogførte egenkapital stiger tilsvarende. Bankfolk udtrykker sig ofte som ”større kapitalkrav er dyrt, da vi må sætte flere penge til side”. Vi vil ikke anbefale, at Nykredit sætter provenuet fra børsintroduktionen på konto i Danmarks Nationalbank. Et provenu på 25.000 mio. kr. er gode danske kroner, man kan drive forretning for. En mulighed er at reducere mængden af efterstillet gæld, men man kunne også vælge at drive mere almindelig bank for pengene. De risikovægtede aktiver og dermed kapitalkravene øges, hvis bankvejen vælges, men det er i princippet ikke noget problem, når selskabet efter børsintroduktionen har adgang til direkte funding i kapitalmarkedet. Som nævnt ovenfor er en forventet egenkapitalforrentning på almindelig bankdrift i niveauet omkring 10% ikke urealistisk. Vi antager derfor, at den forventede indtjening på nettoprovenuet er 10%. Dette er konsistent med et lidt lavere afkastkrav på 9%, da de nye investorer får den samme andel i realkreditforretningen og bankforretningen som de eksisterende aktionærer.

For at gøre det let at regne på, antager vi, at Nykredit ønsker at rejse et nettoprovenu på 25.000 mio. kr. pr. 1. januar 2016, således at primo egenkapitalen for 2016 bliver  $61.686 + 25.000 = 86.686$  mio. kr. Den forventede totalindkomst i 2016 er  $ROE^b$  på den eksisterende egenkapital plus 10% af nettoprovenuet. Ved en bidragsforhøjelse på 50% bliver den forventede totalindkomst for 2016:

$$ROE^b \cdot 61.686 + 10\% \cdot 25.000 = 8.571 \text{ mio. kr.}$$

Med en primo bogført egenkapital på 86.686 mio. kr. bliver den forventede egenkapitalforrentning i dette tilfælde:

$$(9,84\% \cdot 61.686 + 10\% \cdot 25.000) / 86.686 = 9,89\%.$$

Vi kan nu bestemme værdien af egenkapitalen i det børsnoterede Nykredit selskab pr. 1. januar 2016 med  $b\% = 50\%$  og  $g = 4\%$  (som vi i de følgende numeriske beregninger betegner ”basistilfældet”):

$$86.686 + \frac{9,89\% - 9\%}{9\% - 4\%} 86.686 = 102.062 \text{ mio. kr.}$$

Dette er den samlede værdi af selskabets egenkapital—præcis nettoprovenuet 25.000 mio. kr. højere end uden børsnotering.

Med en egenkapitalforrentning på 9,89% og en vækstrate på 4% er payout forholdet  $\rho = 1 - 4\%/9,89\% = 59,54\%$ . Det er ikke kun de nye aktionærer, der kan forvente at få udbytte—alle aktionærer oppebærer de samme rettigheder efter børsintroduktionen. Foreningen kan vælge at benytte de modtagne udbytter til tilbagekøb af de nye udstedte aktier. Men igen, det ser ud til at resultere i meget misfornøjede låntagere særligt i betragtning af de gebyrforhøjelser, der kræves for at fastholde aktiemajori-

teten. Som nævnt i forrige underafsnit kunne foreningen også vælge at returnere udbyttet til låntagerne. Der konkluderede vi, at dette var en dårlig ide, da der mistes dels en omgang selskabsskat af gebyrforhøjelserne og dels udbytter til de eksisterende minoritetsaktionærer. Situationen er nu ændret, da øgede gebyrer også reducerer udvandingen af foreningens ejerandel i børsintroduktionen for et givet nettoprovenu. Dermed øges foreningens andel af en større indtjening udbetalt som udbytte. I det følgende underafsnit analyserer vi dette forhold sammen med det foreslåede koncept for KundeKroner.

### Børsintroduktion med gebyrforhøjelser og KundeKroner

I forbindelse med de annoncerede gebyrforhøjelser og børsintroduktionen af selskabet har Nykredit også annonceret et KundeKrone koncept. KundeKrone konceptet går ud på, at foreningen som majoritetsaktionær sender de modtagne udbytter fra selskabet tilbage til selskabet, mod at selskabet betaler beløbet tilbage til låntagerne som KundeKroner med en tidsmæssig forskydning. Vi kender endnu ikke de endelige skattemæssige konsekvenser af KundeKrone konceptet, men vi kender Nykredits model.<sup>3</sup> Modellen tager sigte på at eliminere den ovenfor omtalte selskabsbeskatning af den del af gebyrerne, der sendes tilbage til låntagerne som KundeKroner. I realiteten medfører den foreslåede model, at selskabet beskattes af nettogebyret, dvs. af gebyr minus KundeKroner, og låntagerne ligeledes kun kan fratrække nettogebyret i deres kapitalindkomst. Det er denne model vi lægger til grund for analysen. I forhold til analysen i forrige underafsnit, hvor der betales selskabsskat af hele gebyrforhøjelsen, øges selskabets indtjening med skatteværdien af de udbetalte KundeKroner.

På grund af en konkurrenceklausul i forbindelse med Nykredits overtagelse af Totalkredit kan gebyrerne på realkreditlån ydet af Nykredits realkreditselskab ikke hæves. Det er således kun låntagerne i Totalkredit, der rammes af gebyrforhøjelserne. I analysen antager vi, at det derfor også kun er låntagerne i Totalkredit, som får ret til KundeKroner. Stigningen i gebyrindtægter i vores analyse er relativt til de totale gebyrindtægter i koncernen i 2015. Hvis det f.eks. kun er halvdelen af lånemassen, der må bære gebyrforhøjelserne, så svarer en forhøjelse af de samlede gebyrindtægter på 50% til, at gebyrerne hæves med 100% for disse låntagere.

Vi er nu klar til at analysere effekten på foreningens ejerandel og låntagernes nettogebyr af det forhøjede (brutto)gebyr, børsintroduktionen og KundeKroner i sin helhed. Som nævnt ovenfor er konsekvensen af den foreslåede KundeKrone model, at selskabets indtjening øges med skatteværdien af de udbetalte KundeKroner i forhold til modellen i forrige underafsnit. Værdien af selskabet øges derfor også med den kapitaliserede værdi af denne skatteværdi,  $22\% \cdot K/(r_E - g)$ , hvor  $K$  er de forventede KundeKroner i 2016. Da værdien af selskabets egenkapital dermed afhænger af KundeKronerne, afhænger foreningens ejerandel og dermed den andel af udbytterne fra selskabet, der kan returneres til låntagerne som KundeKroner, også af KundeKro-

nerne. Der skal således findes et fix-punkt for KundeKroner.<sup>4</sup> Et kvalificeret gæt er  $K = 4.283$  mio. kr. i basistilfældet. Værdien af selskabets egenkapital bliver således

$$102.062 + \frac{22\% \cdot 4.283}{9\% - 4\%} = 120.909 \text{ mio. kr.}$$

For at bestemme, hvordan ejerandelene bliver fordelt, skal vi først finde den andel af selskabet, der skal sælges for at opnå et nettoprovenu efter emissionsomkostninger på 25 mia. kr. Vi antager, at emissionsomkostningerne er 2% af aktiesalget. Bruttoetnetet skal således være  $25.000/98\% = 25.510$  mio. kr. De nye aktionærer betaler bruttoetnetet og skal derfor have andelen  $25.510/120.909 = 21,10\%$  af det børsnoterede selskab, mens de resterende 78,90% af aktierne holdes af de eksisterende aktionærer. Foreningen ejer 89,80% af den eksisterende aktiekapital, så foreningens ejerandel efter børsintroduktionen vil være  $78,90\% \cdot 89,80\% = 70,85\%$ .

Den forventede egenkapitalforrentning øges tilsvarende med skatteværdien af KundeKronerne, således at egenkapitalforrentningen nu er

$$9,89\% + (22\% \cdot 4.283)/86.686 = 10,97\%.$$

Payout forholdet ved en vækstrate på 4% er dermed  $\rho = 1 - 4\%/10,97\% = 63,53\%$ . Den forventede totalindkomst er egenkapitalforrentningen multipliceret med primo bogført egenkapital,  $10,97\% \cdot 86.686 = 9.513$  mio. kr. Det samlede udbytte er derfor  $63,53\% \cdot 9.513 = 6.045$  mio. kr., hvoraf foreningen modtager 70,85%. Dette udbytte føres retur til låntagerne som KundeKroner, dvs.  $K = 70,85\% \cdot 6.045 = 4.283$  mio. kr., som netop er lig med det initiale gæt.

Figur 1 viser foreningens ejerandel efter børsintroduktionen som funktion af stigningen i de samlede gebyrindtægter for forskellige vækstrater. Ejerandelen vokser naturligvis med gebyrstigningen, da øgede gebyrer giver et mere værdifuldt selskab, og dermed skal der opgives en mindre ejerandel for at opnå et givet nettoprovenu. Fastholdes vækstraten på 4%, skal de samlede gebyrer i Nykredit selskabet øges med ca. 15% i forhold til de samlede gebyrer i 2015, svarende til ca. 1.300 mio. kr., for at aktiemajoriteten kan fastholdes.<sup>5</sup> Dette er noget mere end Nykredit har annonceret pr. 1. juli 2016 (ca. 1.000 mio. kr. hvoraf ca. halvdelen går til Totalkredit partner-banker). Reduceres væksten, fremgår det af figuren, at det alt andet lige bliver lettere at fastholde aktiemajoriteten for relativt små bidragsforhøjelser. Problemet er, at ved små bidragsforhøjelser er den forventede egenkapitalforrentning stadig mindre end afkastkravet, og i dette tilfælde er vækst værdidestruerende.

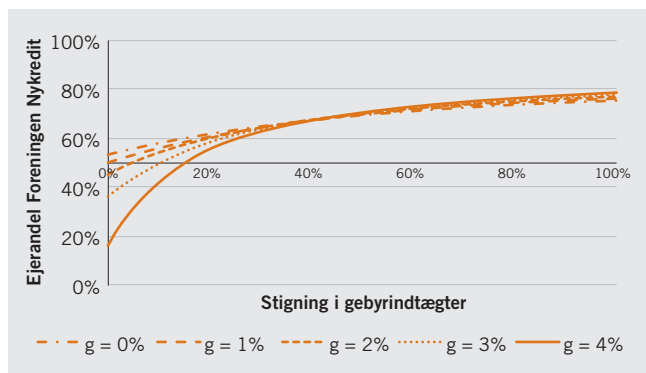
Som vist ovenfor kan låntagerne i basistilfældet forvente at modtage  $K = 4.283$  mio. kr. i KundeKroner for 2016. Vi ønsker at sammenligne dette beløb med bruttogebyrforhøjelsen i 2016 med henblik på at bestemme den forventede nettogebyrstigning

3. Modellen er til behandling i Skatterådet, men rådet har på nuværende tidspunkt ikke truffet afgørelse.

4. Fix-punktet findes let ved hjælp af f.eks. "problemløser" i Excel.

5. Foreningen Nykredit ønsker, jf. Nykredits pressemeddelelse af 4. februar 2016, fortsat at være majoritetsaktionær efter børsintroduktion.

**FIGUR 1:** Foreningen Nykredits ejerandel efter børsintroduktionen som funktion af stigningen i de samlede gebyrindtægter for forskellige vækstrater



i 2016. Bruttogebyrforhøjelsen i 2016,  $\Delta G$ , kan bestemmes som den forudsatte konstante ændring i efter-skat egenkapitalforrentningen som følge af gebyrforhøjelserne,  $\Delta ROE = 11,68\% \cdot 50\% = 5,84\%$ , multipliceret med den bogførte egenkapital ultimo 2015, 61.686 mio. kr., og endelig divideret med én minus selskabsskattesatsen for at få før-skat bidragsforhøjelsen, dvs.

$$\Delta G = 5,84\% \cdot 61.686 / 78\% = 4.619 \text{ mio. kr.}$$

Nettogebyrstigningen i 2016,  $\Delta NG$ , er således

$$\Delta NG = \Delta G - K = 4.619 - 4.283 = 336 \text{ mio. kr.}$$

Udtrykt i procent af gebyret i 2016 uden gebyrforhøjelser er nettogebyrstigningen,  $\Delta NG\%$ , bestemt ved

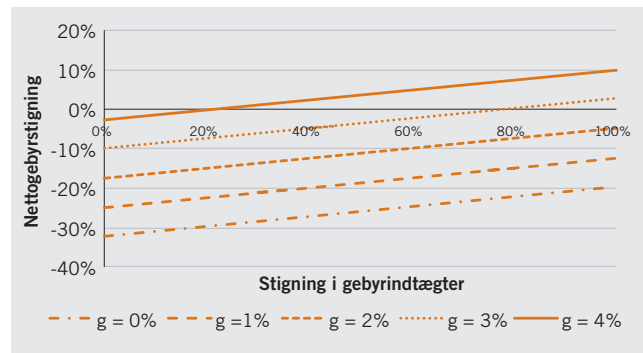
$$\Delta NG\% = \Delta NG / (\Delta G / b\%) = 336 / (4.619 / 50\%) = 3,64\%.$$

Det, der startede med en voldsom stigning i de samlede gebyrindtægter på  $b\% = 50\%$  i forhold til 2015 gebyrerne, er nu reduceret til en nettogebyrstigning i 2016 på 3,64% gennem børsintroduktionen og KundeKroner konceptet. Denne reduktion kommer gennem en mindre udtynding af foreningens ejerandel i børsintroduktionen. Foreningen kan derfor returnere en større andel af en større indtjening til låntagerne som KundeKroner.

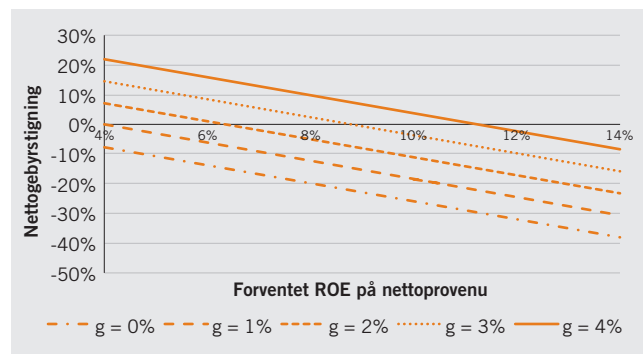
Figur 2 viser nettogebyrstigningen som funktion af stigningen i de samlede gebyrindtægter for forskellige vækstrater. Nettogebyrstigningen vokser med stigningen i gebyrerne som følge af de eksisterende mindretelsaktionærers andel af gebyrforhøjelsen. De nye aktionærer i børsintroduktionen betaler en fair pris for deres forventede betalinger fra selskabet. Der overføres derfor ikke værdi til de nye aktionærer, uanset gebyrstigningen.

Figur 2 viser også, at der er en betydelig nettobesparelse for låntagerne for betragtelige gebyrstigninger, hvis væksten reduceres til under 4%. Hvordan kan det nu gå til, da låntagerne har tabt værdi til de eksisterende minoritetsaktionærer og der er betalt emissionsomkostninger i børsintroduktionen? Er vi de rene finansielle alkymister? Gid det var så vel, men det er vi desværre ikke. Ovenfor viste vi, at aktierne i selskabet har en positiv værdi med den nuværende forretningsmodel uden gebyrforhøjelser, børsintroduktion og KundeKroner, hvis væksten er mindre end

**FIGUR 2:** Nettogebyrstigning som funktion af stigningen i de samlede gebyrindtægter for forskellige vækstrater



**FIGUR 3:** Nettogebyrstigning som funktion af den forventede forrentning på nettoprovenuet ved børsintroduktionen for forskellige vækstrater.  $r_E = 9\%$ ;  $b\% = 50\%$



egenkapitalforrentningen. Grunden til dette var, at aktionærerne i den situation kunne forvente positive udbytter fra selskabet. Med den nuværende forretningsmodel har foreningen således et værdifuldt aktiv. I den nye forretningsmodel med gebyrforhøjelser, børsintroduktion og KundeKroner er nettoværdien af foreningens aktiver og forpligtelser lig med 0 (nul!) uanset om vækstraten er høj eller lav. Foreningen har et værdifuldt aktiv i form af udbyttebetalende aktier, men KundeKroner konceptet medfører, at foreningen også har en finansiell forpligtelse med samme værdi, nemlig forpligtelsen til at kanalisere de modtagne udbytter tilbage til låntagerne som KundeKroner. Nettobesparelsen for låntagerne for lave vækstrater fremkommer således som nettoeffekten af, at foreningens værdi med den nuværende forretningsmodel løbende overføres til låntagerne og de negative effekter af værdioverførslen til de eksisterende minoritetsaktionærer og emissionsomkostningerne.

En af de usikre parametre i analysen er investorernes afkastkrav. Nogle vil mene, at  $r_E = 9\%$  undervurderer afkastkravet, mens andre vil mene, at  $r_E = 9\%$  er for højt. Ændres afkastkravet til f.eks. 7%, reduceres nettogebyrstigningen for alle niveauer af gebyrstigninger og for alle vækstrater. I basistilfældet ændres nettogebyrstigningen fra 3,64% til en nettobesparelse på 2,54%. Denne effekt følger af en bedre pris på aktierne i børsintroduktionen, hvorved en mindre udtynding af foreningens ejerandel, hvorved en større andel af totalindkomsten kan returneres til låntagerne som KundeKroner. Et højere afkastkrav øger tilsva-



rende nettogebyrstigningerne gennem en lavere prissætning i børsintroduktionen.

En anden usikker parameter i analysen er den forventede forrentning, selskabet kan skabe af nettoprovenuet fra børsintroduktionen. Figur 3 viser nettogebyrstigningen for forskellige vækstrater som funktion af denne forrentning i basistilfældet med  $b\% = 50\%$  og  $r_E = 9\%$ . Vi finder, at der er en betydelig effekt af den forventede forrentning på nettoprovenuet på nettogebyrstigningen, uanset vækstraten—jo lavere forrentning af nettoprovenuet, jo højere bliver nettogebyrstigningerne. Dette skyldes effekten på både indtjeningen i selskabet og foreningens ejerandel. Vores klare anbefaling til Nykredit er derfor, at de tænker seriøst over, hvordan man kan drive rentabel forretning med provenuet fra børsintroduktionen.

### Konklusion

Overordnet viser vores analyse, at når man tager både gebyrforhøjelserne, børsintroduktionen og det nye KundeKroner koncept med i regnestykket, så er der ikke grundlag for det store postyr i forbindelse med Nykredits annoncerede gebyrforhøjelser og børsintroduktion. Betydelige gebyrforhøjelser kan meget

vel resultere i nettobesparelser for låntagerne under rimelige forudsætninger.

I den nuværende forretningsmodel kan Nykredit kun skrue på gebyrerne, op eller ned, efterhånden som ændringer i behovet for egentlig egenkapital opstår. Dette kan som bekendt være pinefuldt både for Nykredit og for låntagerne. Konkurrencen på realkreditmarkedet vil sætte grænser for, hvor meget man kan skrue på gebyrerne i den nuværende forretningsmodel. Også af disse årsager mener vi, at det er fornuftigt, at en stor og for dansk økonomi vigtig finansiel koncern som Nykredit har direkte adgang til kapital på markedsvilkår, så dens finansielle beredskab ikke er begrænset til egen indtjening.

Når støvet har lagt sig, så står Nykredit tilbage med det finansielle beredskab på plads og med en majoritetsaktionær (reelt låntagerne gennem KundeKroner konceptet), som ikke kræver forrentning af deres andel af den bogførte egenkapital til opfyldelse af kapitalkravene. Dette burde give Nykredit en væsentlig konkurrencemæssig fordel i forhold til bankejede realkreditselskaber, hvor der kræves forrentning af hele egenkapitalen. ■

## OPLEV VERDENS FØRENDE FORSKERE INDENFOR FINANSIERING

### AQR TOP FINANCE GRADUATE AWARD AT CBS 2016

#### DE STØRSTE TALENTER

Center for Financial Frictions (FRIC), Institut for Finansiering, Copenhagen Business School afholder den årlige prisuddeling: AQR Top Finance Graduate Award at CBS. Prisen, som er sponsoreret af AQR Capital Management, belønner verdens mest lovende ph.d.-kandidater indenfor finansiel økonomi. Vinderne præsenterer deres spændende forskning til arrangementet den 30. maj, 2016 på CBS.

Tilmeldingsfrist: 17. maj, 2016

Tilmeld dig gratis på: [www.financegradaward.cbs.dk](http://www.financegradaward.cbs.dk)

### FRIC'16 CONFERENCE ON FINANCIAL FRICTIONS

#### DE STØRSTE STJERNER

FRIC afholder i samarbejde med ERC projektet FRICTIONS den 4. internationale konference om finansielle friktioner. Det foregår den 22.-23. august, 2016 på CBS og i år har konferencen fokus på banker og pengemarkeder.

Keynotes: **Douglas M. Gale**, New York University, **Marco Pagano**, University of Naples Federico II, **George G. Pennacchi**, University of Illinois, **Amir Sufi**, University of Chicago Booth School of Business

Deltagergebyr: 1000kr

Tilmeldingsfrist: 10. august, 2016

Se mere og tilmeld dig her: [www.fricconference.cbs.dk](http://www.fricconference.cbs.dk)

**FRIC • CENTER FOR FINANCIAL FRICTIONS**

**CBS** DEPARTMENT OF FINANCE  
COPENHAGEN BUSINESS SCHOOL

Danmarks  
Grundforskningsfond  
Danish National  
Research Foundation