

Hvad hvis Nykredit gør som RD?: Markedsstruktur i dansk realkredit

Peter Ove Christensen og Jesper Rangvid

Journal article (Publishers version)

Cite: Hvad hvis Nykredit gør som RD? : Markedsstruktur i dansk realkredit. / Christensen, Peter Ove; Rangvid, Jesper. In: Finans/Invest, Vol. 3, 2016, p. 24-32.

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

Hvad hvis Nykredit gør som RD?

– markedsstruktur i dansk realkredit

Vi analyserer prisdannelsen på realkreditmarkedet i Danmark ved to alternative forslag til løsning af Nykredits kapitaludfordringer; dels "Nykredit-modellen" med børsnotering og KundeKroner og dels "fondsmodellen", hvor Foreningen Nykredits aktier i driftsselskabet sælges til en anden finansiel institution og hvor midlerne herefter benyttes til almenyttige formål, som i f.eks. Realdania. Vi finder, at det aggregerede udbud af realkreditlån er større og gebyrerne lavere i Nykredit-modellen end i fondsmodellen. Hvis fondsmodellen vælges i stedet for Nykredit-modellen, vil stigningen i ligevægtsgebyrerne på et gennemsnitligt realkreditlån udgøre ca. 0,80% point – ikke kun for kunder i Nykredit, men for alle danske realkreditkunder.

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.

Vi takker Ken L. Bechmann (redaktør), Hans Frimor, Jes Klausby, Nina Smith og Peter Norman Sørensen for konstruktive kommentarer. Eventuelle fejl, der måtte være i analysen, er vores ansvar alene.

Indledning

Den 200-årige danske realkreditmodel er undergået mange forandringer. I dens tidlige design var modellen baseret på foreninger af låntagere, som i fællesskab udstedte realkreditobligationer i forskellige obligationsserier, hvor der var perfekt match mellem låntagernes og investorernes rente- og afdragsbetalinger. Match-funding princippet er fastholdt, men meget er sket med ejerstrukturen siden da. Først blev tilbagebetalingen af reservefondene sløjft for nye låntagere (fra først i 1970'erne), så det blev muligt at opbygge egentlig egenkapital i foreningerne.¹ Dernæst blev realkreditforeningerne omorganiseret, så der oprettedes selvstændige aktieselskaber, hvor selve driften af realkreditforretningen blev varetaget, mens foreningernes egentlige egenkapital var aktier i driftsselskaberne. Nogle af foreningerne blev fusioneret, mens andre foreninger, Realkredit Danmark og BRFKredit, solgte deres aktier i driftsselskaberne til henholdsvis Danske Bank og Jyske Bank (for kontanter og/eller aktier i disse banker). Nordea opbyggede deres eget realkreditselskab.

1. Reservefondene skulle dække enkelte låntageres eventuelle manglende opfyldelse af deres forpligtelser. Ved udløbet af serien udbetaltes saldoen på seriens reservefond til låntagerne i serien, pro rata.

Nykredit Realkredit-koncernen er det eneste større tilbageværende realkreditselskab med en forening af låntagere som majoritetsaktionær (89,8% af aktierne).

Øgede kapitalkrav til finansielle institutioner efter finanskrisen og mulige yderligere stramninger i disse krav har udfordret den foreningsejede struktur i Nykredit. For nærværende kan Nykredit reelt set kun øge den bogførte egenkapital gennem den løbende indtjening.² Vores vurdering er, at størrelsen af og usikkerheden om de fremtidige kapitalkrav medfører, at Nykredit ikke vil kunne opfylde disse krav alene via effektiviseringsgevinster, højere forrentning på fonds (egenbeholdningen) og højere gebyrer på realkreditlån tids nok til at vedligeholde rating bureauers, investorers og tilsynsmyndigheders tiltro til Nykredit; se også diskussionen i Christensen og Rangvid (2016). Som en konsekvens af udsigten til yderligere kapitalkrav har Foreningen Nykredit besluttet at søge børsnotering af driftsselskabet Nykredit Holding A/S, dels for at øge egenkapitalen umiddelbart (gennem nettoprovenuet ved børsintroduktionen) og dels for at styrke selskabets finansielle beredskab. En børsintroduktion, hvor foreningen kan fastholde majoriteten, kræver en højere forrentning af egenkapitalen og dermed gebyrstigninger. Det foreslåede KundeKrone-koncept, hvor udbytte fra driftsselskabet til foreningen returneres til låntagerne, vil imidlertid under realistiske forudsætninger (stort set) neutralisere gebyrstigningen således, at låntagernes nettobidrag (bruttogebyr minus KundeKroner) basalt set forbliver uændret i forhold til den nuværende situation, jf. Christensen og Rangvid (2016). I det følgende benævner vi dette "Nykredit-modellen".

Nykredit-modellen kan forekomme kompliceret. Indtjeningen i driftsselskabet, som ikke mindst stammer fra gebyrindtægter, udbetales via udbytte til aktionærerne og herunder foreningen. Foreningen beslutter dernæst hvor stor en del af udbytte, der returneres til driftsselskabet, som så endeligt beslutter, hvor meget der sendes tilbage til kunderne via KundeKroner (med tidsforskydning). Møller og Nielsen (2016) rejser endvidere en række spørgsmål ved Nykredit-modellen. For eksempel kan der opstå interesseforskelle i et børsnoteret Nykredit mellem hovedaktionæren Foreningen Nykredit og de eksterne aktionærer (og

2. Nykredit kan udstede stemmeløse aktier. Det er dog usikkert, om der vil være tilstrækkelig efterspørgsel efter sådanne fra investorerne til at kunne dække eventuelle fremtidige situationer med mangel på kapital.

herunder de eksisterende mindretalsaktionærer). Skal selskabet drives med henblik på at stille låntagerne (altså medlemmerne i foreningen) bedst muligt, eller skal selskabet drives på normale markedsmæssige vilkår med henblik på at maksimere værdien af selskabet? Vi vurderer, at alt andet end sidstnævnte vil være urealistisk på længere sigt.

Spørgsmålet er, om der findes en nemmere og mere hensigtsmæssig måde at løse Nykredits kapitaludfordringer på? Det nok mest oplagte alternativ er, at Foreningen Nykredit sælger dens aktier i driftsselskabet Nykredit Holding A/S til en bank eller en anden børsnoteret finansiel virksomhed. I den situation vil der være en meget klar målsætning for driften af selskabet. Provenuet fra salget af aktierne kan foreningen placere i en fond, som løbende kan uddele midler til almennyttige formål. En yderligere årsag, til at dette virker som et oplagt alternativ, er, at det svarer til den model, der blev valgt for Realkredit Danmark og BRFkredit. I det følgende benævner vi dette ”fondsmodellen”.³

I denne artikel analyserer vi markedsstrukturer for dansk realkredit med de to modeller, Nykredit-modellen og fondsmodellen, med henblik på at vurdere modellernes konsekvenser for de samlede låneomkostninger i dansk realkredit. De to markedstrukturer adskiller sig primært ved, at fondsmodellen medfører, at alle danske realkreditselskaber vil være bankejede og drevet på normale markedsmæssige vilkår, mens Nykredit-modellen medfører, at der fortsat vil være et stort realkreditselskab med en forening af låntagere som majoritetsaktionær.

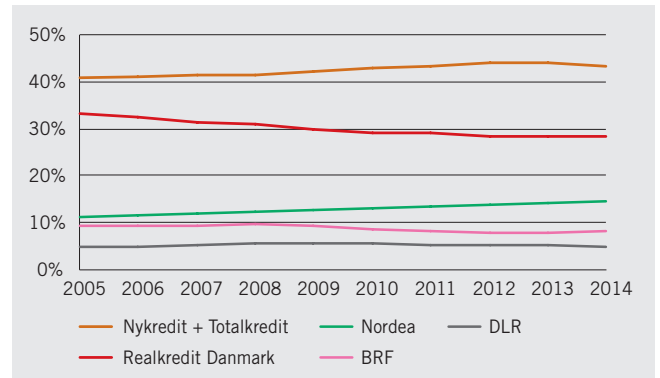
Den essentielle forskel mellem et foreningsejet og et bank-ejet realkreditselskab er, at de bankejede selskaber må præstere et løbende afkast (som udbytte eller værdistigning) til deres ejere, mens en forening af låntagere ikke nødvendigvis kræver et løbende afkast på dens aktier; stort set hele indtjeningen i Nykredit-selskabet har historisk været anvendt til at møde en stigende efterspørgsel fra eksisterende og nye låntagere og/eller reduktion/mindre stigning i fremtidige gebyrer, samt opbygning af egenkapital for at kunne imødekomme kapitalkrav. Fremadrettet returnerer Foreningen Nykredit sit udbytte som KundeKroner til låntagerne, således at der ikke akkumuleres kapital i foreningen. Vi viser, at dette svarer til, at Nykredit-selskabet effektivt har en lavere egenkapitalomkostning end et tilsvarende bankejet realkreditselskab.

Vores analyse er baseret på en markedssituation, hvor der er fuldkommen konkurrence på efterspørgselsiden (dvs. låntagerne kan skifte mellem realkreditselskaberne uden omkostninger) og ufuldkommen konkurrence på udbudssiden med få udbydere.⁴ Mht. udbudssiden vurderer vi og præsenterer empirisk evidens for, at Nykredit for nærværende må betragtes som markedsleder, dels på grund af deres store markedsandel og dels på grund af deres lavere egenkapitalomkostninger. En mar-

3. Møller og Nielsen (2016) argumenterer for, at fondsmodellen vil være en mere hensigtsmæssig løsning end Nykredit-modellen.

4. Erhvervs- og Vækstministeriet har bedt Konkurrencerådet og et ekspertudvalg om at analysere konkurrencesituationen på det danske realkreditmarked og herunder komme med forslag til at styrke konkurrencen på markedet, f.eks. ved at reducere omkostningerne ved at skifte realkreditselskab. Dette behandles yderligere i diskussionsafsnittet nedenfor.

FIGUR 1: Markedsandele i realkreditsektoren fra 2005 til 2014



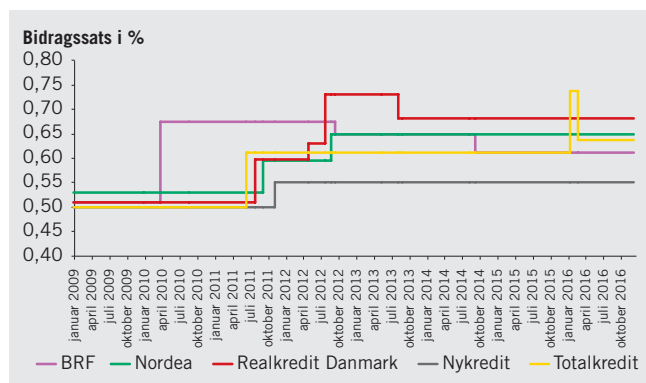
Kilde: Finanstilsynet.

kedsleder er karakteriseret ved, at denne sætter pris og mængde først, hvorefter de andre følger efter. Til analysen anvender vi en standard Cournot (Stackelberg) model med en faldende invers efterspørgselsfunktion, idet låntagerne også har mulighed for at finansiere fast ejendom med bankbaserede prioritetslån med andre priser og en række andre karakteristika.

Konklusionerne på vores analyse er følgende. I Nykredit-modellen vil der fortsat være en markedsleder, som effektivt har en lavere egenkapitalomkostning (gennem KundeKrone-konceptet) end de øvrige bankejede realkreditselskaber. Mere præcist antager vi, at alle selskaberne i Nykredit-modellen vil have samme egenkapitalomkostning før KundeKroner, mens vi viser, at efter KundeKroner vil egenkapitalomkostningen effektivt være mindre i Nykredit end i de bankejede selskaber. Når markedslederen har lavere marginalomkostninger, holder det priserne på markedet nede, dvs. medvirker til bibeholdelse af de lave danske låneomkostninger i international sammenligning, jf. Hjortshøj-Nielsen og Sørensen (2016). I fondsmodellen, på den anden side, vil alle realkreditselskaberne i princippet have samme egenkapitalomkostning. Nykredit-selskabet vil derfor i fondsmodellen have en højere egenkapitalomkostning end i Nykredit-modellen (da hele egenkapitalen skal forrentes i fondsmodellen) og dermed reduceres det samlede ligevægtsudbud af realkreditlån i markedet med højere låneomkostninger for låntagerne i alle realkreditselskaber til følge. Lægges antagelserne og parametrene estimeret i Christensen og Rangvid (2016) til grund, vil ligevægtsgebyrerne i fondsmodellen være ca. 0,80% point højere end i Nykredit-modellen. Dette svarer omtrent til en fordobling af gebyrerne i forhold til de gebyrer, der i dag betales på et gennemsnitligt realkreditlån. Ikke kun låntagere i Nykredit vil blive ramt af disse gebyrstigninger ved fondsmodellen, men alle realkreditkunder i alle danske realkreditselskaber. Konklusionen bliver, at Nykredits model med børsnotering og KundeKroner er langt at foretrække frem for fondsmodellen – for realkreditkunderne forstås.

Markedsstruktur i dansk realkredit

Der er syv realkreditselskaber i Danmark: BRFkredit, DLR, LR Realkredit, Nordea Kredit, Nykredit, RD og Totalkredit. I det følgende benævner vi Totalkredit og Nykredit samlet som 'Nykredit', med mindre vi eksplicit skelner mellem de to, og vi

FIGUR 2: Udvikling i bidragssatser siden 2009 på lån med fast rente og afdrag


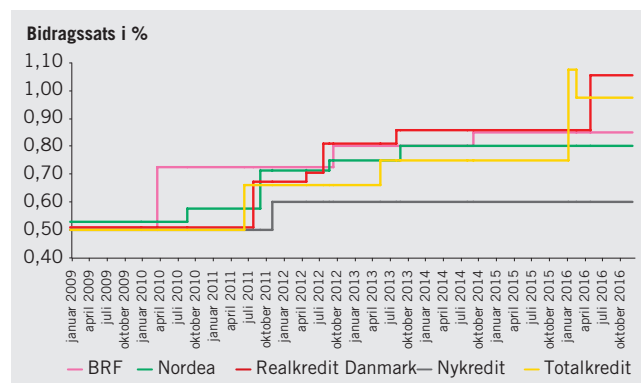
Note: Nyudlån til ejerboliger ved fast rente med afdrag og 0 - 80% belåning. Ændringer i bidragssatser inklusive KundeKroner vises ved første annoncering af ændringerne. Kilde: Selskabs- og pressemeddelelser fra de enkelte selskaber.

ser bort fra LR Realkredit, der har et udlån på mindre end 1% (0,66% i 2014) af sektorens samlede udlån.

Som det er velkendt, har realkreditsektoren øget sit udlån markant gennem de senere år, fra ca. 1.700 mia. kr. i 2005 til 2.635 mia. kr. i 2014. Markedsstrukturen har været rimelig stabil gennem samme periode, jf. Figur 1, der er baseret på Finanstilsynets oversigt over regnskaberne i danske realkreditinstitutter. RD har dog tabt lidt markedsandel, fra 33,2% i 2005 til 28,3% i 2014, mod at Nykredit og Nordea Kredit har vundet lidt markedsandele. Nykredits andel af det samlede udlån i realkreditsektoren var 40,9% i 2005 mod 43,2% i 2014. I en nøddeskal har vi således et marked, hvor én stor spiller sidder på tæt ved halvdelen (43%) af markedet, tre spillere sidder tilsammen på 86% (i 2014), og det generelle realkreditmarked består af reelt fire spillere.⁵

Der findes ikke mange nyere analyser af konkurrencesituationen på det danske realkreditmarked. I Konkurrencereguleringen fra 2004 (side 21) fremgår det i forlængelse af en diskussion af Nykredit/Totalkredit fusionen, at "Konkurrenceproblemet var, at realkreditmarkedet i forvejen er et oligopol, dvs. præget af få, store udbydere. Det har betydet, at der ikke er nogen pris-konkurrence". Det er ikke overraskende, at Konkurrencestyrelsen i 2004 konkluderer, at der ikke konkurreres på prisen i dansk realkredit. I perioden 1995-2009 var gebyrerne i realkreditinstitutterne basalt set identiske og uforandrede, bortset fra noget turbulens omkring krisen på boligmarkedet i starten af 1990'erne; se Figur 7 i Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen (2011).⁶ Siden finanskrisen er gebyrerne i dansk realkredit blevet markant forøget, og mere på afdragsfrie og variabelt forrentede lån end på fastforrentede lån med afdrag, jf. Figur 2 og 3.

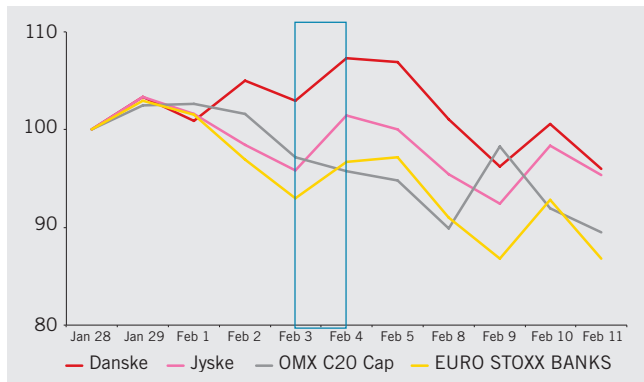
5. DLR giver kun realkreditlån indenfor et snævert segment (landbrug) af markedet.
6. I sig selv er ens og stabile priser ikke nødvendigvis udtryk for ufuldkommen konkurrence på udbudssiden – dette vil også forekomme under fuldkommen konkurrence under stabile forhold. Spørgsmålet i denne sammenhæng er, hvorvidt udbydere kontinuerligt kan opnå store anormale profitter, men det er langt sværere at fastslå.

FIGUR 3: Udvikling i bidragssatser siden 2009 på lån med variabel rente og afdrag


Note: Nyudlån til ejerboliger ved variabel rente med tre års funding (F3), afdrag og 0 - 80% belåning. Ændringer i bidragssatser vises inklusive KundeKroner ved første annoncering af ændringerne. Kilde: Selskabs- og pressemeddelelser fra de enkelte selskaber.

Spørgsmålet er, hvordan priserne bestemmes på realkreditmarkedet. Givet Nykredits størrelse og lavere krav til forrentning af egenkapitalen, er det vores antagelse, at Nykredit reelt er markedsleder, dvs. i de fleste situationer sætter prisen, hvorefter de andre følger efter.⁷ Figur 2 og 3, der viser gebyrer (inklusive KundeKroner) fra første officielle annonceringstidspunkt for ændringer, understøtter dette. Af figurerne fremgår, at Nykredits største konkurrenter – RD og Nordea Kredit – tydeligvis hæver priserne efter gebyrstigningerne i Totalkredit den 21. juni 2011.^{8,9} Billedet gentager sig, da Totalkredit hæver gebyrerne i maj 2013 bl.a. på F3 lån, jf. Figur 3. Der går kun ca. en måned, så hæver både RD og Nordea Kredit gebyrerne. Seneste gebyrforhøjelse fra Nykredit den 4. februar 2016 er speciel og kræver en ekstra kommentar. I tiden lige efter den 4. februar er det svært at vurdere Nykredits reelle gebyrforhøjelse, da størrelsen af de annoncerede KundeKroner ikke kendes på daværende tidspunkt. Den 16. marts meddeler Nykredit, at 1. fase af KundeKroner, til udbetaling i 2017, bliver på 600 mio. kr., som fordeles med 0,1%-point på tværs af de forskellige typer af lån. Dette medfører, at Nykredit fortsat er konkurrencedygtig på fast forrentede lån med afdrag, jf. Figur 2. Med hensyn til variabelt forrentede lån levner Nykredits nettogebyrstigning plads til, at andre institutter kan øge gebyrerne. I overensstemmelse med vores antagelse om at Nykredit er markedsleder, meddeler Realkredit Danmark den 24. maj, at gebyrerne hæves med

7. Denne antagelse underbygges af holdningen hos analytikere af dansk realkredit, se f.eks. Carnegie (2016).
8. Gebyrstigningen i BRFkredit den 25. marts 2010 skyldes ikke mindst tab på udlån, jf. BRFkredits pressemeddelelse af 25 marts 2010, og skal derfor mere ses som en nødvendighed end en strategisk beslutning.
9. Gebyrerne for ejerboliger i Nykredit Realkredit A/S ligger fast gennem hele perioden på grund af en konkurrenceklausul fra fusionen mellem Nykredit og Totalkredit i 2003. Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen gav dog tilladelse til en marginal forhøjelse i november 2011, primært på grund af øgede kapitalomkostninger som følge af ny regulering. Alle nye lån i Nykredit til ejerboliger blev som konsekvens kun ydet gennem Totalkredit A/S fra første halvår 2012.

FIGUR 4: Aktiekurser omkring den 4. februar 2016


Anm.: Aktiekursudviklinger én uge før og én uge efter Nykredits annoncering af børsnotering, gebyr-forhøjelser og KundeKroner den 4. februar 2016. Normaliseret til 100 den 28. januar 2016. Kilde: Datastream.

0,25%-point på F1'ere og 0,2%-point på F3'ere, hvorved RD igen placerer sig højere end Nykredit, jf. Figur 3. Det faktum, at der er variation i Nykredits nettogebyrstigninger og RD's respons på disse på tværs af låntyper, dvs. at Nykredit ikke efterlader plads til gebyrstigninger på fast forrentede lån, og RD derfor ikke hæver gebyrerne på disse, mens Nykredit efterlader plads på variabelt forrentede lån, hvor RD så hæver gebyrerne, giver efter vores bedste overbevisning endog ganske klar empirisk belæg for vores antagelse om, at Nykredit er markedsleder. Endelig viser Figur 2 og 3, at RD siden 2012 generelt har lagt sig med de højeste gebyrer – i det lys er det ikke overraskende, at RD har set sin markedsandel falde over de senere år, jf. Figur 1.

Hvis Nykredit er markedsleder, bør aktiemarkedet belønne konkurrenter, når Nykredit giver plads til gebyrforhøjelser. Der er få observationer, så det er ikke muligt at lave en reel event-analyse, men Figur 4 giver en indikation. Figuren viser udviklingen i aktiekurserne på Jyske Bank, Danske Bank, OMX C20, samt et indeks over europæiske banker en uge før og en uge efter Nykredits annoncering af gebyrforhøjelser den 4. februar 2016, normaliseret til 100 ugen før.¹⁰ Den 4. februar 2016 stiger europæiske banker med 4%, Danske Bank med 4,24% og Jyske Bank med 5,91%. Estimeret over de to uger er Jyske Banks beta (beta fra regression af afkast på Jyske Bank mod afkast på europæiske bankaktier) 0,83 og Danske Banks beta 0,67. Med andre ord er der over disse to uger en tendens til, at Danske Bank og Jyske Bank bevæger sig mindre end det europæiske indeks. Lige nøjagtig den 4. februar stiger både Danske Bank og Jyske Bank dog mere end indeks. Det er naturligvis umuligt at konkludere håndfast på én observation, hvilket vi også fraråder, men Figur 4 giver dog en vis indikation af, at markedet den 4. februar belønner Jyske Bank og Danske Bank. At der sandsynligvis reelt ikke vil blive meget plads til gebyrstigninger, jf. Christensen og Rangvid (2016), er en anden historie og bliver måske først klart den 17. marts 2016, hvor Nykredit melder ud, at der afsættes 600 mio. kr. til første fase af KundeKroner. Endvidere hersker der fortsat en betydelig usikkerhed med hensyn

til den forestående børsintroduktion af Nykredit og den præcise implementering af KundeKrone – konceptet i fase 2, og herunder fordelingen på låntyper.

Alt i alt konkluderer vi, at Nykredit har den største markedsandel, konkurrenterne hæver næsten uden undtagelse deres priser, når Nykredit har hævet prisen, vi ser indikationer på, at aktiemarkedet belønner konkurrenterne efter Nykredit meddeler højere gebyrer, og at RD har tabt markedsandel sikkert bl.a. som følge af, at de har haft de højeste gebyrer. Sammenholdt med at Nykredit effektivt har de laveste egenkapitalomkostninger fører disse overvejelser til, at vi betragter Nykredit som markedsleder i markedet for realkreditlån.

Modellering af markedsstrukturen i dansk realkredit

Modellering af markedsstrukturen i dansk realkredit tager udgangspunkt i steady-state modellen for prissætningen af et selskabs egenkapital i Christensen og Rangvid (2016):

$$V_i^E = BVE_i + \frac{ROE_i - r_E}{r_E - g} BVE_i, \quad g < r_E,$$

hvor BVE er den bogførte egenkapital, ROE er den konstante forventede egenkapitalforrentning, r_E er afkastkravet på egenkapital, g er den konstante forventede vækstrate i bogført værdi af egenkapital og $i = 1, 2, \dots, n$ angiver det i 'te af n selskaber på markedet. Sidste led i udtrykket er nutidsværdien af de fremtidige residualindkomster (dvs. den totale værdiskabelse), hvor brøken ganget på BVE_i er nutidsværdien af at investere én ekstra krones egenkapital i selskabet. I såvel Nykredit-modellen som i fondsmodellen vil alle realkreditselskaber være børsnoterede selskaber. Målsætningen for børsnoterede selskaber drevet på markedsvilkår er klar: Drift og investeringer skal vælges med henblik på at maksimere værdien af selskabet minus den tilførte egenkapital. Med andre ord, så er målsætningen at maksimere nutidsværdien af investeringerne med hensyn til, hvor meget egenkapital der skal investeres i selskabet (kvantitet) og med hensyn til den opnåelige nutidsværdi pr. investeret krone (profit pr. enhed egenkapital).

Vi antager i vores analyse, at alle børsnoterede realkreditselskaber følger denne målsætning, samt at de har samme afkastkrav r_E og forventet vækstrate g givet ved vækstraten i økonomien. Dette medfører, at vi kan reducere problemstillingen til, at hvert selskab søger at maksimere den forventede residualindkomst per periode givet markedsstrukturen, dvs.

$$\max \pi_i = [ROE_i - r_E] BVE_i.$$

I ligevægt vil egenkapitalforrentningen ROE_i og det optimale valg af den bogførte egenkapital BVE_i afhænge af markedsstrukturen og potentielt variere på tværs af selskaberne. Den forventede residualindkomst pr. krones egenkapital, dvs. $ROE_i - r_E$, er givet ved:

$$ROE_i - r_E = [(1 - s)(G_i + F - A - L) + sK_i] - r_E.$$

ROE_i er efterskat-værdien af summen af gebyrindtægter (G_i) og nettoafkast på fonds mv. (F) fratrukket administrations- og distributionsomkostninger (A) og tab på udlån (L) tillagt skat-

10. Nordea er ikke inkluderet, da Nordea Kredit kun er en lille del af Nordea-koncernen.

teværdien af KundeKroner (sK_i), hvor s angiver selskabsskattesatsen.

Vi har sat nettorenteindtægterne på realkreditlån til nul, da disse lån følger balanceprincippet, hvor renteindtægterne fra låntagerne er præcis lig med renteudgifterne til obligationsinvestorerne. Nettoafkast på fonds mv., administrations- og distributionsomkostninger, tab på realkreditlån og skat på øvrig indkomst er antaget at være de samme for alle selskaberne og uafhængige af markedsstrukturen, da alle selskaberne er underlagt den samme regulering.¹¹ Gebyrindtægterne og skatteværdien af KundeKroner kan potentielt variere mellem selskaberne.

Nykredit-modellen

Det centrale element i Nykredit-modellen er KundeKrone-konceptet, hvor hovedaktionæren, Foreningen Nykredit, returnerer foreningens udbytte fra realkreditselskabet til låntagerne. Dette giver mulighed for, at Nykredit-selskabet kan have højere (brutto)gebyrindtægter end de konkurrerende realkreditselskaber. Vi antager, at realkreditlån som sådan i de forskellige realkreditselskaber er perfekte substitutter og at der er symmetrisk kapitalindkomstbeskatning af gebyrer og KundeKroner på låntagerside (i overensstemmelse med Skatterådets afgørelse af 26. april 2016). Vi antager derfor i vores steady-state model (uden omkostninger ved skift mellem realkreditselskaber), at nettogebyret for kunder i Nykredit-selskabet indekseret som selskab $i=1$, $G_1 - K$, hvor $K = K_1$ er KundeKroner pr. kroners egenkapital, må være det samme som gebyrindtægterne til de bankejede realkreditselskaber, G_i , idet $K_i = 0$, $i = 2, \dots, n$. Dette er samme antagelse, som anvendes i Møller og Nielsen (2016). Benævnes dette fælles niveau for (netto)gebyrindtægter P , så er bruttogebyret i Nykredit-selskabet givet ved $G_1 = P + K$. Dermed kan egenkapitalforrentningen i Nykredit-selskabet jf. ovenstående resultatopgørelse bestemmes til

$$ROE_1 = (1 - s)(P + F - A - L) + K.$$

I Nykredit-modellen elimineres dobbeltbeskatningen af gebyrer som returneres til låntagerne som KundeKroner ved, at foreningens udbytte returneres til driftsselskabet, som så returnerer udbyttet til kunderne med en tidsmæssig forskydning med skattemæssigt fradrag. Dette medfører, at driftsselskabet effektivt kun betaler skat af nettogebyret betalt af låntagerne. Da (netto)gebyret er det samme for alle realkreditselskaberne, vil selskabsskatten på (netto)gebyrindtægterne også være identiske for alle selskaberne.

Vi antager som nævnt ovenfor, at $G_1 = P + K$, dvs. at KundeKronerne i Nykredit fuldt ud nedvæltes i bruttogebyret. Lidt diskussion er på sin plads. Det bliver repræsentantskabet i Foreningen Nykredit, der hvert enkelt år skal fastlægge, hvor stor

11. Dette er måske en noget urealistisk antagelse, da nogle af de bankejede realkreditselskaber har mere economics of scale and scope i f.eks. distribution af realkreditlån, mens Nykredit må distribuere en stor del af lånene gennem Totalkredit-samarbejdet. Et børsnoteret Nykredit med mere bank for provenuet i børnsintroduktionen kan måske reducere de øvrige selskabers konkurrencefordel i denne sammenhæng, ligesom en del af formidlingsprovisionen betalt til Totalkredit-bankerne er kompensation for overvæltning af tab på den yderste del af lånene.

en del af de modtagne udbytter (baseret på overskuddet det foregående år), der sendes tilbage til driftsselskabet. Foreningen kan dog ikke bestemme, hvordan driftsselskabet benytter de tilbageførte udbytter; det er driftsselskabets egenrådige beslutning. Bekymringen for foreningen, der repræsenterer kunderne, kunne være, om driftsselskabet kunne vælge alene at lade en del af de tilbageførte udbytter tilfalde kunderne, å la $G_1 - cK$, hvor $c < 1$ er andelen af de tilbageførte udbytter, som driftsselskabet lader kunderne komme til gode i form af KundeKroner. Vi antager i vores analyse, at $c = 1$, og $G_1 - K = G_i = P$, $i = 2, \dots, n$. Med andre ord antager vi, at hele foreningens udbytte tilbageføres til selskabet, som udbetaler hele dette beløb til kunderne som rabatter og dermed får det skattemæssige fradrag.¹² Vi baserer denne $c = 1$ forudsætning på følgende ræsonnementer: Hvis driftsselskabet skulle vælge $c < 1$, bliver driftsselskabet sandsynligvis straffet i efterfølgende perioder af foreningen ved, at foreningen ikke sender hele udbyttet tilbage til driftsselskabet.¹³ Derudover går man glip af skattebesparelsen i selskabet. Vi antager derfor, at selskabet faktisk gør, som det bliver forventet af foreningen mht. anvendelsen af det tilbageførte udbytte.¹⁴

Idet vi senere vil antage, at der er ufuldkommen konkurrence på udbudssiden, vil (netto)gebyrindtægterne i ligevægt, $P(Q)$, afhænge af det aggregerede udbud af realkreditfinansiering i markedet, Q , hvor $Q = \sum_{i=1}^n Q_i$ og Q_i er det i 'te selskabs udbud, målt i form af egenkapital investeret i realkreditselskaberne, mens de øvrige indtægter og omkostninger ikke afhænger af dette udbud. Vi kan derfor skrive Nykredit-selskabets forventede residualindkomst som

$$\pi_1 = [(1 - s)P(Q) + K(Q) - C]Q_1,$$

hvor $C = (1 - s)(A + L - F) + r_E$ og $Q_1 = BVE_1$. Da KundeKronerne er lig med udbyttet fra driftsselskabet til foreningen afhænger KundeKronerne også af ligevægtsgebyret $P(Q)$ og dermed også af det aggregerede udbud Q . Efter børnsintroduktionen har foreningen ejerandelen α af driftsselskabet og modtager derfor udbyttet $K(Q) = \alpha[ROE_1(Q) - g]$.

12. Vi ser i vores model bort fra den tidsmæssige forskydning i KundeKrone-modellen.

13. Hvis foreningen ikke er tilfreds med måden, driftsselskabet benytter midlerne, kan foreningen i stedet, eksempelvis, sende midlerne direkte til medlemmerne (hvorved selskabsskatten af gebyrer som returneres til medlemmerne dog ikke vil blive neutraliseret). Der er således ingen automatik i, at hele udbyttet sendes tilbage til driftsselskabet hvert år.

14. Man kan argumentere for det ulogiske i, at selskabet tjener 22 kr. i skattebesparelse for hver 100 kr., som selskabet får tilbageført af udbytte fra foreningen og sender videre som KundeKroner til låntagerne. Denne skattebesparelse har en betydelig kapitaliseret værdi for selskabet; 18.847 mio. kr. i basistilfældet i Christensen og Rangvid (2016), og dermed en ikke ubetydelig effekt på allokeringen af ejerandelene i børnsintroduktionen. Som forening kunne man derfor have en berettiget forventning om, at selskabet sender 100/(1-22%) = 128,21 kr. retur til låntagerne for hver 100 kr., som selskabet får tilbageført fra foreningen. For fastholdt bruttogebyr vil dette først og fremmest reducere værdien af de eksisterende mindretalsaktionærers aktier. Omvendt vil dette ikke have nogen effekt for fastholdt nettogebyr til låntagerne.

Indsætter vi udtrykket for egenkapitalforrentningen, kan vi skrive KundeKronerne som

$$K(Q) = \alpha[(1-s)(P(Q) + F - A - L) + K(Q) - g].$$

Løser vi denne ligning med hensyn til KundeKronerne $K(Q)$, indsætter i Nykredit-selskabets profitfunktion π_1 og simplificerer det resulterende udtryk, får vi, at Nykredit-selskabets forventede residualindkomst per periode er givet ved:

$$\pi_1 = \frac{1}{1-\alpha} [(1-s)P(Q) - C_{NKM}]Q_1,$$

hvor $C_{NKM} = C - \alpha(r_E - g)$ og NKM henviser til Nykredit-modellen.

Den forventede residualindkomst for de bankejede realkreditselskaber har samme form som for Nykredit-selskabet bortset fra, at de ikke har KundeKroner og derfor marginalomkostning C pr. egenkapitalkrone:

$$\pi_i = [(1-s)P(Q) - C]Q_i, \quad i = 2, \dots, n,$$

hvor $Q_i = BVE_i$. Vi kan med andre ord betragte Nykredit-modellen som en situation, hvor Nykredit har en mindre marginalomkostning ved at investere en ekstra egenkapitalkrone end de bankejede realkreditselskaber, dvs.

$$C_{NKM} = C - \alpha(r_E - g) < C,$$

da $r_E > g$. Bortset fra multiplikatoren $1/(1-\alpha)$ er profitfunktionen for Nykredit-selskabet således identisk med profitfunktionen for bankejede realkreditselskaber, blot med en mindre marginalomkostning. Intuitionen for forskellen i marginalomkostningerne er følgende. Afkastkravet på egenkapitalen r_E er sammensat af et forventet direkte afkast (udbytte) og en forventet værdistigning af aktierne. I steady-state modellen er den forventede værdistigning lig med vækstraten g i residualindkomsten og bogført værdi. Det forventede direkte afkast er således $r_E - g$, og andelen α heraf er netop udbyttet fra Nykredit-selskabet som Foreningen Nykredit returnerer til låntagerne som KundeKroner. Den effektive egenkapitalomkostning i Nykredit-selskabet er således $r_E - \alpha(r_E - g)$, mens egenkapitalomkostningen i de bankejede realkreditselskaber er r_E .

Multiplikatoren $1/(1-\alpha)$ i Nykredits profitfunktion afspejler det forhold, at det kun er de eksterne aktionærer, der har et aktiv med positiv værdi. Foreningen Nykredits nettoaktiver har værdien nul: Foreningens aktiv i form af aktierne i selskabet har naturligvis en positiv værdi, men passivet i form af returneringen af udbytterne fra selskabet som KundeKroner har samme værdi. De eksterne aktionærers forventede residualindkomst $(1-\alpha)\pi_1$ er derfor den samme som et bankejet selskabs residualindkomst med samme egenkapital, blot er egenkapitalomkostningen mindre, som vist ovenfor.

Christensen og Rangvid (2016) regner i basistilfældet med $r_E = 9\%$ og $g = 4\%$. I dette tilfælde bliver foreningens ejerandel efter børsintroduktionen $\alpha = 70,85\%$ (se Christensen og Rangvid, 2016, side 37) og reduktionen i marginalomkostningen for Nykredit-selskabet bliver således $70,85\% \cdot (9\% - 4\%) = 3,54\%$ i forhold til de bankejede realkreditselskaber. Uanset

hvordan man måtte vælge at modellere konkurrencesituationen på markedet, må det forventes, at en reduktion i det effektive afkastkrav på 3,54% point er af en sådan størrelse, at det kan flytte markedsandele og påvirke hele konkurrencesituationen på realkreditmarkedet.

Fondsmodellen

I fondsmodellen, hvor Nykredit-selskabet er solgt til en bank eller en anden finansiel institution, vil der ikke være KundeKroner eller andre fordele for dette selskab. Det må derfor forventes, at residualindkomsten pr. investeret egenkapitalkrone er den samme for alle selskaberne på realkreditmarkedet, dvs.

$$\pi_i = [(1-s)P(Q) - C]Q_i, \quad i = 1, \dots, n.$$

Prisdannelsen på realkreditmarkedet

Vi antager, at der er ufuldkommen konkurrence på udbudssiden modelleret ved en faldende invers efterspørgselsfunktion,

$$P(Q) = a - b \cdot Q, \quad a, b > 0,$$

hvor Q er det totale udbud i realkreditmarkedet. Denne antagelse afspejler, at jo højere (netto)gebyret er på realkreditlån, jo flere låntagere vil vælge at optage bankbaserede prioritetslån i deres faste ejendom, selvom disse ikke har samme gunstige vilkår som realkreditlån, som for eksempel transparens i rentemarginal, uopsigelighed fra långivers side uafhængig af låntagers økonomi og mulighed for førtidig indfrielse til markedskurs.

Vi antager, at Nykredit vil vedblive at være markedsleder, i det mindste i Nykredit-modellen, forstået på den måde, at Nykredit vælger udbuddet af realkreditlån og dermed bogført egenkapital først, hvorefter de øvrige selskaber observerer dette valg og vælger deres bedste respons til Nykredits valg. Det relevante ligevægtsbegreb er derfor en underspilsperfekt Nash-ligevægt. Ligevægten findes ved baglæns induktion og benævnes Stackelberg-ligevægten, (se f.eks. Gibbons, 1992, for en nøjere beskrivelse af dette ligevægtsbegreb).

Efter observationen af Nykredits valg, Q_1 , vil der i begge markedsstrukturer være et simultant spil mellem de øvrige selskaber, hvor de hver især finder deres bedste respons til de andres valg. Hvert selskab vil derfor løse følgende problem (hvor notationen Q_{-i} angiver valgene for alle andre selskaber end selskab i):

$$\max_{Q_i \in [0, \infty)} \pi_i(Q_i, Q_{-i}) =$$

$$[(1-s)\{a - b \cdot (Q_i + \sum_{j=1, \dots, n, j \neq i} Q_j)\} - C]Q_i, \quad i = 2, \dots, n.$$

Da alle bankejede realkreditselskaber har identiske profitfunktioner, forudsætter vi, at disse selskaber også vælger samme mængde i ligevægt. Nash-ligevægten i underspillet af bankejede selskaber for et givet Q_1 er derfor bestemt som

$$Q_i^*(Q_1) = \frac{(1-s)\{a - b \cdot Q_1\} - C}{(1-s)b \cdot n}, \quad i = 2, \dots, n.$$

Mens de bankejede realkreditselskaber således vælger det samme optimale udbud givet Nykredits udbud Q_1 i de to markedsstrukturer, vil Nykredits optimale valg være forskellige, da Nykredit har lavere marginalomkostninger i Nykredit-mo-

dellen, C_{NKM} , end i fondsmodellen, C . Nykredits optimeringsproblem er dog på samme form i både Nykredit-modellen og fondsmodellen, blot er marginalomkostningerne $C_1 = C_{NKM}$ henholdsvis $C_1 = C$.

Givet Nash-ligevægten i underspillet mellem de bankejede realkreditselskaber kan vi nu løse Nykredits optimeringsproblem, idet selskabet tager de bankejede selskabers bedste respons i Nash-ligevægten for underspillet mellem disse selskaber for givet. Substitueres de bankejede selskabers bedste respons ind i ligevægtsprisfunktionen $P(Q)$ og simplificeres vi udtrykket, kan vi således formulere Nykredits optimeringsproblem som

$$\max_{Q_1 \in [0, \infty]} \pi_1(Q_1, Q_{-1}^*(Q_1)) = \frac{1}{1-\alpha} \left[\frac{(1-s)a - C_1}{n} Q_1 - \frac{(1-s)b}{n} Q_1^2 \right].$$

Det optimale udbud for Nykredit er dermed

$$Q_1^* = \frac{(1-s)a - C_1}{2(1-s)b}.$$

Da marginalomkostningen i Nykredit-modellen, $C_1 = C_{NKM}$, er mindre end i fondsmodellen $C_1 = C$, vil Nykredit således udbyde en større mængde i Nykredit-modellen end i fondsmodellen og dermed sætte et forøget pres på ligevægtsprisen. Med andre ord, Nykredit-selskabet er mere aggressiv i sit valg af udbud i Nykredit-modellen på grund af de lavere marginalomkostninger med henblik på at gøre det mindre attraktivt for de øvrige selskaber at udbyde realkreditlån i markedet. Hvor meget ligevægtsprisen reduceres afhænger af de bankejede realkreditselskabers bedste respons til Q_1^* i underspillet mellem disse selskaber. Ved at substituere Q_1^* ind i $Q_i^*(Q_1)$, $i = 2, \dots, n$, og aggregere alle selskabernes ligevægtsudbud får vi således det samlede udbud i Stackelberg-ligevægten i hver af de to markedsstrukturer.¹⁵

Lemma *Det aggregerede ligevægtsudbud i Nykredit-modellen Q_{NKM}^* og fondsmodellen Q_{FM}^* er givet ved henholdsvis*

$$Q_{NKM}^* = \frac{(2n-1)[(1-s)a + n \cdot a(r_E - g) - C]}{2(1-s)b \cdot n},$$

$$Q_{FM}^* = \frac{(2n-1)[(1-s)a - C]}{2(1-s)b \cdot n}.$$

Som optimal respons til Nykredits øgede udbud i Nykredit-modellen i forhold til fondsmodellen reducerer de bankejede realkreditselskaber deres udbud. Den aggregerede reduktion for disse selskaber er dog mindre end Nykredits øgede udbud. Med andre ord er nettoeffekten, at det aggregerede ligevægtsudbud er større i Nykredit-modellen end i fondsmodellen, dvs. $Q_{NKM}^* > Q_{FM}^*$, idet $a(r_E - g) > 0$. Da ligevægtsprisen er faldende i det aggregerede udbud, er ligevægtsprisen $P(Q^*)$ derfor også mindre i Nykredit-modellen end i fondsmodellen. Reduktion i ligevægtsprisen findes ved at substituere Q_{NKM}^* henholdsvis Q_{FM}^* ind i ligevægtsprisfunktionen $P(Q)$ og herefter sammenligne de resulterende ligevægtspriser.

Sætning *Forskellen mellem ligevægtsgebyrerne for alle realkreditselskaber i fondsmodellen og Nykredit-modellen er*

$$P(Q_{FM}^*) - P(Q_{NKM}^*) = \frac{(2n-1)\alpha(r_E - g)}{2(1-s)} > 0.$$

Bemærk, at forskellen er uafhængig af parametrene a og b i ligevægtsprisfunktionen $P(Q)$. Vi kan derfor umiddelbart kvantificere gebyrforskellene mellem de to markedsstrukturer med udgangspunkt i basistilfældet og fire betydende realkreditselskaber ($n = 4$):

$$P(Q_{FM}^*) - P(Q_{NKM}^*) = \frac{7 \cdot 70,85\% \cdot (9\% - 4\%)}{2 \cdot 0,78} = 15,90\%.$$

Det er stigningen i ligevægtsgebyrerne pr. egenkapitalkrone. Ved et typisk gearingsforhold på 20, så svarer denne stigning i ligevægtsgebyrerne til ca. 0,80% point ($=5,90\%/20$) på et gennemsnitligt realkreditlån. I forhold til situationen på markedet i dag, svarer dette til en fordobling af gebyrerne på realkreditlån, ikke bare for kunder i Nykredit, men for alle realkreditkunder i Nykredit, Realkredit Danmark, Nordea Kredit og BRFkredit.

Den centrale parameter, der giver anledning til disse konklusioner, er reduktionen i Nykredits effektive kapitalomkostning i Nykredit-modellen, dvs. bortfaldet af kravet til direkte afkast (afkastkrav minus vækstrate) på foreningens andel af aktiekapitalen. Vi har her antaget et afkastkrav på 9% og en vækstrate på 4%. Hvis investorerne kræver en højere (lavere) forrentning, vil gebyrerne i fondsmodellen stige mere (mindre). Vi illustrerer dette i Figur 5, der viser forskellen mellem gebyrer i fondsmodellen og Nykredit-modellen for forskellige niveauer af afkastkrav og vækstrate. Der er to budskaber: (1) jo højere afkastkravet er, jo større er gebyrstigningen, og (2) jo lavere vækstraten, jo større er gebyrstigningen. En mindre vækstrate betyder, at det direkte afkast øges og dermed øges reduktionen i Nykredit-selskabets effektive egenkapitalomkostning i Nykredit modellen relativt til fondsmodellen.

I fondsmodellen har alle selskaber ens marginalomkostninger. I den situation er det ikke oplagt, at Nykredit kan fastholde markedslederrollen. Kan Nykredit ikke det, så er vi tilbage til en sammenligning mellem standard Cournot- og Stackelberg-ligevægte med ens marginalomkostninger. Den velkendte konklusion (se f.eks. Gibbons, 1992) er, at ligevægtsudbuddet reduceres yderligere, når markedslederen forsvinder, og dermed stiger ligevægtsgebyrerne yderligere i forhold til fondsmodellen med en markedsleder.

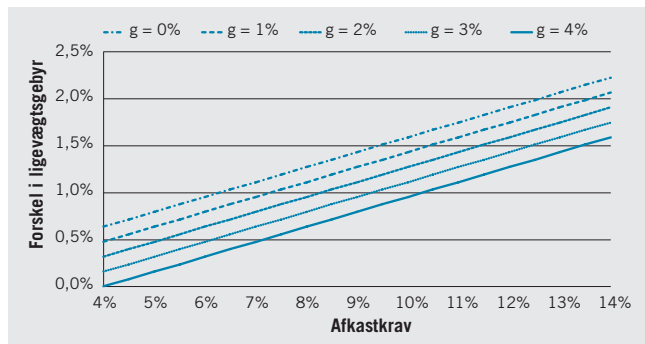
Diskussion

Vi diskuterer i dette afsnit nogle af de antagelser, vores model bygger på, samt visse af modellens implikationer.

Modellen implicerer, at prisen vil stige og udbuddet falde i fondsmodellen relativt til Nykredit-modellen. Men kan man ikke forestille sig, at de øvrige selskaber holder priserne konstante, og på den måde styrker deres konkurrenceevne, hvis Nykredit hæver priserne. I den virkelige verden kan man forestille sig meget, herunder at de andre selskaber ikke følger Nykredits prisstigninger i fondsmodellen hele vejen og de endelige prisstigninger derfor bliver mindre end vores stiliserede beregninger implicerer. Vi vurderer dog, givet de historiske erfaringer og givet at den rene realkreditforretning i Danmark er en

¹⁵ I princippet kunne det her forekomme, at $Q_i^*(Q_1^*) = 0$ er en hjørneløsning, dvs. de bankejede selskaber dropper ud af markedet. Vi ser bort fra denne mulighed i det følgende.

FIGUR 5: Forskel mellem gebyrer (i procentpoint) i fondsmodellen og Nykredit-modellen for forskellige niveauer af afkastkrav og vækstrate.



lavmarginalforretning, at de andre vil følge med i det mindste et godt stykke ad vejen. Hvor meget vil blive et empirisk spørgsmål. Vores anbefaling er, at man ikke bringer os i en situation, hvor vi kan teste dette.

Vi antager, at det udbudte produkt, realkreditlånet, er homogent på tværs af realkreditselskaber, og at der er fuldkommen konkurrence på låntagersiden. Antagelsen om fuldkommen konkurrence på låntagersiden er måske lidt ekstrem. Baggrunden for antagelsen er ønsket om at modellere situationen på realkreditmarkedet på det lange sigt. Omvendt, på kort sigt kan omkostninger ved at skifte mellem forskellige udbydere have en markant indflydelse på konkurrencesituationen på realkreditmarkedet; se f.eks. Klempner (1995) for en oversigt over konkurrencemodeller med skifteomkostninger. I den situation spiller den initiale fordeling af markedsandele en afgørende rolle for konkurrencesituationen og ligevægtspriserne.

I hver enkelt periode står det enkelte selskab over for et centralt valg med konsekvenser flere perioder frem. Selskabet kan reducere prisen på produktet, måske endda så meget at der tabes penge i indeværende periode, med henblik på at gøre det profitabelt for kunder i andre selskaber at skifte på trods af skifteomkostningerne. Herved udbygges markedsandelen, som kan være attraktiv i de følgende perioder. Hvis selskabet allerede har opbygget en stor markedsandel, så kan det på den anden side være optimalt at øge prisen med henblik på at øge den nuværende indtjening, selvom det måske kan koste lidt på markedsandelen.

Store skifteomkostninger kan dermed give et opadgående pres på ligevægtsgebyrerne i perioder, hvor selskaberne blot udnytter deres eksisterende markedsandele. Omvendt, kan store skifteomkostninger give et nedadgående pres på ligevægtsgebyrerne i perioder, hvor selskaberne kæmper intenst om markedsandele. I Nykredit-modellen er der mindst en spiller, der har en lavere marginalomkostning end de andre spillere. Selskabet vil derfor have en interesse i at øge selskabets markedsandel og er samtidig bedre i stand til at sænke gebyrerne temporært. Man kan derfor argumentere for, at det ikke haster vildt meget med at få sat omkostningerne ned ved at skifte realkreditselskab. Når lock-in effekten begynder at dominere billedet på markedet, dvs. når gebyrerne på markedet er væsentligt højere end marginalomkostningerne for de andre selskaber, så er det tid at få omkostninger ved at skifte selskab reduceret.

Vi bemærker, at realkreditlån ofte indgår som del af en sam-

let pakke med realkreditlån, banklån, forsikring og eventuelle pensionsindskud. I en sådan pakke kan prisreduktioner på én del af pakkens produkter opvejes af højere priser på andre dele af pakkens produkter. Derudover er realkreditlån i hård konkurrence med bankernes prioritetslån. En samlet analyse med inddragelse af prissætning af pakked løsninger inkluderende f.eks. realkreditlån, banklån, forsikringer og pensionsindskud, samt bankernes prioritetslån kræver et mere kompliceret modelapparat end det, vi opstiller i denne analyse – vi tager dog hensyn til, at låntagerne kan substituere realkreditlån med prioritetslån gennem en faldende invers efterspørgselsfunktion efter realkreditlån.

Antagelsen om en faldende invers efterspørgselsfunktion er en simplificeret måde at modellere konkurrencen fra prioritetslån på, særligt når de samme selskaber udbyder såvel realkreditlån som bankbaserede prioritetslån. Man burde nok i stedet modellere konkurrencesituationen på realkreditmarkedet som en situation, hvor selskaberne hver især udbyder begge de to ikke-perfekt substituerende produkter. Hvordan en sådan analyse vil falde ud, skal vi ikke gætte på, men man skulle nødtigt ende i en markedsituation som i andre lande, hvor der alene udbydes bankbaserede prioritetslån. I den situation kan prisen på prioritetslån fastsættes mere frit uden hensyntagen til substituerende realkreditlån. Hvis vi alligevel skal give vores bud, så må det være, at Nykredit-modellen er en bedre model end fondsmodellen til at sikre, at danske låntagere til fast ejendom ikke havner i den situation. I Nykredit-modellen vil der fortsat være en hovedaktionær, der må formodes at sætte pris på matchfundede realkreditlån med en transparent rentemarginal.

Konklusion

Vi har i denne artikel analyseret konkurrencesituationen på realkreditmarkedet i Danmark under to modeller for den fremtidige ejerstruktur for Nykredit Holding A/S: Nykredit-modellen med børsnotering og KundeKroner og fondsmodellen. Den helt centrale forskel mellem de to modeller er, at i Nykredit-modellen må det forventes, at Nykredit-selskabet har en lavere marginalomkostning ved at yde realkreditlån end de øvrige udbydere på markedet. Den lavere marginalomkostning gør, at Nykreditselskabet kan være mere aggressiv i konkurrencen med de andre udbydere, hvilket fører til lavere gebyrer på realkreditlån i ligevægt. I fondsmodellen vil der ikke være nogle omkostningsmæssige fordele for Nykredit eller andre realkreditselskaber – alle må forrente hele den investerede kapital – og konkurrencen bliver derfor mindre intens med stigende ligevægtsgebyrer til følge. Jo flere realkreditselskaber, der konkurrerer i andet led, jo større bliver den overvæltning i ligevægtsgebyrerne, der sker af omkostningsfordelen i Nykredit-modellen.

Vi vurderer, at fondsmodellen vil føre til markante stigninger i låneomkostningerne i dansk realkredit. En typisk egenkapitalforretning i dansk realkredit har historisk ligget i niveauet 4%, hvilket typisk har været generet af fondsresultatet (forrentning på investeringen af bogført egenkapital og regnskabsmæssige hensættelser) og ikke af forskellen mellem gebyrindtægter og administrationsomkostninger, jf. Christensen og Rangvid (2016) og Hjortshøj-Nielsen og Sørensen (2016). Denne gennemsnitlige egenkapitalforrentning vidner ikke om, at realkredit i sig selv er et særligt lukrativt forretningsområde for en bank. Når Nordea, Danske Bank og Jyske Bank alligevel har investere-

ret i egne realkreditselskaber i Danmark, kan det f.eks. skyldes, at de ønsker adgang til stabil markedsfunding i krisetider samt et ønske om at have produktet på hylden, givet at der findes en anden stor spiller på markedet, der tilbyder disse lån (dvs. en nødvendig omkostning for at beholde kunderne som fuldkunder). I fondsmodellen kan i hvert fald det sidste argument falde bort, med mindre priserne på realkreditlån sættes væsentligt i vejret, så realkreditforretningen i sig selv kan give en markeds-konform forrentning. Dette vil naturligvis også have afledte konsekvenser for prisen på bankernes prioritetslån til fast ejendom. Vores analyse tyder ikke på, at det vil være en fordel for danske realkreditkunder.

Litteratur

- Carnegie, 2016: *Carnegie research report on Danish banks*. Researcher: Asbjørn Nicholas Mørk, april 2016.

- Christensen, Peter Ove og Jesper Rangvid, 2016: Postyret om Nykredit. *Finans/Invest*, 2/16, s. 33-39.
- Gibbons, Robert, 1992: *A primer in game theory*. Pearson Education.
- Hjortshøj-Nielsen, Henrik og Dan Sørensen, 2016: Nødvendige bidrags- og kapitalforhøjelser. *Finans/Invest*, 2/16, s. 18-24.
- Klemperer, Paul, 1995: Competition when consumers have switching costs: An overview with applications to industrial organization, macroeconomics, and international trade. *Review of Economic Studies*, 62(4), s. 515-539.
- Konkurrencestyrelsen, 2004: *Konkurrenceredegørelse 2004*.
- Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen, 2011: *Nykredits tilsagn om administrationsbidrag*. 30. november 2011.
- Møller, Michael og Niels Christian Nielsen, 2016: Nykredit, børsnotering, markedseffektivitet og ejerløse formuer. *Finans/Invest*, 2/16, s. 25-32. ■

EKSPERTGRUPPE OM GEARINGSKRAV ► FORTSAT FRA SIDE 23

for må eventuelt øgede omkostninger ved skærpede kapitalkrav hverken betragtes isoleret fra andre effekter eller anvendes som selvstændigt argument imod strammere krav. Forskellige analyser både i ekspertgruppens rapport og andre steder indikerer i øvrigt, at omkostningen for kreditinstitutter ved let øgede gearingsgrader, f.eks. som følge af et nyt gearingskrav, må antages at være relativt beskedne. Men det ER en vanskelig og delikat balanceakt at stille de rette krav, og selvom der selvfølgelig må siges at være en vis attraktion i simple regler efter de idéer, som ligger bag det foreslåede gearingskrav, så må det også erkendes, at et gearingskrav er alt for groft og unuanceret et instrument til, at det bør spille en stor rolle i den fremadrettede regulering. Som ekspertgruppen mange gange understreger, må der i stedet sættes på at videreudvikle og forbedre den risikobaserede kapitalkravsregulering. Vi må ikke give op og overforsimple, bare fordi det er ”svært” at gøre det rigtige, og fordi nogen siger, at man skal være ”rocket scientist” for at kunne finde ud af det. Der er ikke nogen, der har sagt, at det skal være let, og apropos raketvidenskab så kan artiklen passende afsluttes med at erindre præsident John F. Kennedys ord fra hans lancering af det amerikanske månerejseprogram i en tale i 1961. Det er bogstaveligt talt nok en lidt ”højtflyvende” parallel, men ordene kunne lige så godt være anvendt til at motivere det svære men nødvendige arbejde med at udvikle fremtidens risikobaserede kapitalregulering som til at motivere det amerikanske månerejseprogram. Kennedy sagde: ”We choose to go to the moon in this decade and do the other things, not because they are easy, but because they are hard, because that goal will serve to organize and measure the best of our energies and skills, because that challenge is one that we are willing to accept, one we are unwilling to postpone, and one which we intend to win, and the others, too.”⁹

9. Kennedys ”Moon speech” kan læses i sin helhed f.eks. her: <http://er.jsc.nasa.gov/seh/ricetalk.htm>

Litteratur

- Admati, Anat og Martin Hellwig, 2013: *The bankers new clothes – What’s wrong with banking and what to do about it*. Princeton University Press.
- Berlingske Tidende, 13.-15. april 2016, artiklerne ”Banker i aggressivt angreb på nyt kriseværktøj”, ”Finanstilsyn dumper ny krisedetektor”, og ”Advarsel: Bankerne er ikke bedre polstret end før krisen”.
- Danmarks Nationalbank, 2014: *Finansiell stabilitet 1. halvår 2014*. Kapitel om ”gearingsratio”.
- Frisell, Lars, 2012: *Why supervisors should continue measuring financial risks – the fallacy of simple rules*. CEPR’s Policy Portal, www.voxeu.org.
- Haldane, Andrew G. og Vasileios Madouros, 2012: *The dog and the Frisbee*. Proceedings of the 2012 Jackson Hole Economic Policy Symposium.
- Kraka, 2014: *Den danske Finanskriser – kan det ske igen?* Finanskrisekommissionen.
- Møller, Michael, 2013: SIFIER og optimal regulering. *Finans/Invest*, 4/13, s. 4-9.
- Rangvid-rapporten, 2013, dvs. Rapport fra Udvalget om finanskrisens årsager, 2013: *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring*. Erhvervs- og Vækstministeriet.
- Rapport fra Ekspertgruppe om gearingskrav for kreditinstitutter, 2015, tilgængelig på <http://evm.dk/publikationer/2015/15-12-07-eksperter-om-gearingskrav>.
- Raaballe, Johannes, 2013: Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder? *Finans/Invest*, 3/13, s. 4-16.
- Raaballe, Johannes, 2016: Er regnskabs- eller markedsbaserede data nøglen til at opdage finansiell ustabilitet? *Finans/Invest*, 2/16, s. 6-17.
- SIFI-rapporten, 2013, dvs. Rapport fra Udvalget om systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark: Systemisk vigtige finansielle institutter i Danmark: Identifikation, krav og krisehåndtering, Erhvervs- og Vækstministeriet. ■