



Management Working Papers

2017-06

Svar på Forenet Kredits indvendinger mod
aktionærforeningsmodellen

Ken L. Bechmann, Anders Grosen, Jørn Astrup Hansen and Johannes Raaballe

Svar på Forenet Kredits indvendinger mod aktionærforeningsmodellen

Ken L. Bechmann, Anders Grosen, Jørn Astrup Hansen og Johannes Raaballe

Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

8. november 2017

Svar på Forenet Kredits indvendinger mod aktionærforeningsmodellen

Ken L. Bechmann, Anders Grosen, Jørn Astrup Hansen og Johannes Raaballe

Der føres i øjeblikket en livlig debat om Nykredit-koncernens eventuelle børsnotering. Er en børsnotering baseret på KundeKroner-modellen, eller er en aktionærforeningsmodel svaret på Nykredits udfordringer?

I den forbindelse har hovedaktionæren, Forenet Kredit, fremsat kommentar til /indvendinger mod aktionærforeningsmodellen på Forenet Kredits hjemmeside.

(<https://foreningennykredit.dk/aktuelt/kommentar-til-aktionaeeforeningsmodellen>).

”Kommentar til aktionærforeningsmodellen” er foranlediget af fire økonomers kronik bragt på finans.dk. (<http://finans.dk/s/9970972>).

Vi er enige med formanden for Forenet Kredit om, at det er væsentligt, at Nykredit-koncernen nu som i fremtiden er tilstrækkeligt polstret egenkapitalmæssigt.

Men aktionærforeningsmodellen skiller vandene.

- Er modellen god for kunderne?
- Giver den Nykredit-koncernen et solidt økonomisk grundlag?

Vi mener, at begge spørgsmål kan besvares bekræftende.

I de efterfølgende to afsnit giver vi en konkret og detaljeret argumentation for vores svar på de to overordnede spørgsmål.

Vi håber, at vores svar og argumentation kan medvirke til en åben, positiv og konstruktiv debat i offentligheden og ikke mindst i Forenet Kredits repræsentantskab. Det tror vi, vil være til glæde for såvel realkreditlåntagerne som det danske samfund.

God for kunderne? Finansiering af køb af aktionærforeningsaktier i praksis

Formanden for Forenet Kredit skriver på foreningens hjemmeside den 26. oktober 2017:

"Helt grundlæggende baserer aktionærforeningsmodellen sig på, at man sælger unoterede aktier til sine egne kunder. Det er groft sagt det, Roskilde Bank blev berømt på. Finanstilsynet har ganske vist sagt, at det efter de nuværende regler ikke er ulovligt ..."

"... (modellen) er etisk uforsvarlig. Hvis Nykredit kommer i økonomiske vanskeligheder, så hænger kunderne på regningen, og de kan ikke få deres indskud igen. Vi kan ikke forstå, at man mener, det er i kundernes interesse."

"Desuden skal man så være økonomisk rustet til at investere i aktier, hvis man vil have et boliglån. Der er ganske mange husholdninger og landbrug, som ikke vil bestå en egnethedstest. Skal de så ikke have lån? Eller skal de bare betale en højere pris? Det vil ramme meget skævt, og det er imod de værdier, jeg står for."

Efter vores bedste opfattelse har ingen af disse tre forhold hold i virkeligheden

Efter aktionærforeningsmodellen udbetales 98,5 % af lånets hovedstol i kontanter, medens 1,5 % udbetales i aktier. Låntager kan også vælge at få udbetalt hele lånet kontant. Men så får låntager ikke nogen aktier og ikke en årlig bidragsreduktion på 0,2 % point.

Sammenligningen med Roskilde Bank er ikke relevant. Banken ydede kortfristede lån mod sikkerhed i aktierne. Sædvanligvis oversteg aktieinvesteringen i et væsentligt omfang 1,5 % af kundens engagement i Roskilde Bank. I aktionærforeningsmodellen andrager aktieinvesteringen blot 1,5 % af engagementet i Nykredit. Lånet er langfristet og sikret ved pant i fast ejendom. Der er ikke noget etisk uforsvarligt ved det.

Låntagere, der allerede har lån i Nykredit, indrømmes adgang til at købe aktionærforeningsaktier svarende til 1,5% af lånets restgæld og får herved en årlig bidragsreduktion på 0,2% point på lånet. Investeringen er så fordelagtig, at en eventuel lånefinansiering næppe vil være noget problem.

Selv de mest trængte låntagere vil efter al sandsynlighed kunne skaffe sig lånefinansiering til køb af aktionærforeningsaktier. Med en årlig bidragsreduktion på 0,2 % er

tilbagebetalingstiden for et lån på 1,5 % af hovedstolen blot 7½ år. Hertil svarer en årlig forrentning på 13,3 %. Låntagers pengeinstitut vil i egen interesse finansiere investeringen i aktionærforeningsaktier

Konklusion

Igennem hovedparten af kreditforeningernes mere end 200-årige historie har det altid været låntagerne og kun dem, der har stillet egenkapital til rådighed for kreditforeningerne. Det er det forhold, der har sikret låntagerne bidragsatser på 0,5 % mod dagens 1 %. Og det vel at mærke, uden at låntagerne har lidt tab herved. Det kan næppe gøres mere effektivt.

Aktionærforeningsmodellen stiller heller ikke svage låntagere dårligere. Finansieringen af aktionærforeningsaktierne er som udgangspunkt indeholdt i realkreditlånet. Formandens frygt for, at modellen vil ramme skævt, er ubegrundet.

Et solidt økonomisk grundlag? Om kapitalfleksibilitet i Nykredit-koncernen

Formanden for Forenet Kredit er af den opfattelse, at aktionærforeningsmodellen ikke giver den fleksible adgang til egenkapital, som er nødvendig. Om dette forhold skriver formanden på foreningens hjemmeside den 26. oktober 2017:

”Det andet spørgsmål vedrører, om modellen (aktionærforeningsmodellen) giver Nykredit den fleksible adgang til kapital, som er nødvendig. Det gør den ikke.

Nykredit skal som systemisk vigtigt institut ikke bare overholde alle tænkelige kapitalkrav – men skal også kunne overholde dem i en finansiel krise. Hvis man ikke har adgang til ny kapital, så skal man holde endnu mere kapital, fordi man så ikke kan hente ny egenkapital under en krise.

Finanstilsynet har gjort det klart, at man ikke vil sidestille en aktionærforeningsmodel med en børsnotering eller tilsvarende, fordi den ikke giver en fleksibel adgang til egenkapital. Nykredit kan ikke forlade sig på, at kunderne skal komme med milliarder, hvis samfundet er ramt af en krise.”

Og lidt senere hedder det:

”Som Danmarks største udlåner og systemisk vigtigt institut lægger bestyrelsen stor vægt på, at myndighederne ser positivt på vores løsninger. Vi forsøger netop at lave en langsigtet løsning, og det kræver, at myndighederne er med om bord. Det er i øvrigt også ret afgørende, at rating-bureauer og obligationsinvestorer er positive.

Derfor mener vi ikke, at aktionærmodellen udgør nogen realistisk eller for kunderne attraktiv løsning på Nykredits fremtid."

Vores konklusion er:

I den nuværende situation kan såvel en børsnotering som aktionærforenings-modellen rejse 15-20 mia. kr. i ny egenkapital.

Hvis Nykredit-koncernen efter kapitaludvidelsen kommer i en alvorlig krise i fremtiden, vil det på dette tidspunkt for Nykredit være vanskeligt at rejse ny kapital. Det er for sent for Nykredit-koncernen at hente kapital på børsen, når krisen er åbenbar. Der skal inden en krise være den tilstrækkelige egenkapital til at modstå krisen. Denne kan utvivlsomt tilvejebringes ved aktionærforeningsmodellen, der forekommer fuldt så robust som en børsnotering.

Vor eneste reservation er, at aktionærforeningsmodellen forudsætter et aktivt og levende medlemsdemokrati, som man eksempelvis kender det fra landbrugssektoren.

Scenarier og forudsætninger

Hvis/når Nykredit-koncernen kommer i krise, forudsættes dette også at gælde for de øvrige realkreditselskaber. Der kunne være tale om en pludselig og dyb lavkonjunktur med væsentlig arbejdsløshed til følge, som for alle realkreditselskaber fører til negative resultater.

Der er en indbygget interessekonflikt i det delte ejerskab og børsnoteringen. Forenet Kredit har imidlertid valgt side, idet foreningen i Politik for aktivt ejerskab (marts 2017) skriver: *"Vi vil stemme for forslag, der – efter foreningens overbevisning – vil øge aktiernes aktuelle og fremtidige værdi."* Hvis Forenet Kredit en gang ude i fremtiden beslutter, at låntagerne skal tilgodeses, vil det ske på bekostning af de nye aktionærer, der i så fald bliver snydt, og så er en ting sikker: Nykredits adgang til at hente kapital på børsmarkedet vil for altid være vanskeliggjort. Vi forudsætter i nærværende notat, at Forenet Kredit vedbliver at være loyale overfor de nye aktionærer.

Vi vil nu se på, hvordan en børsnotering med adgang til kapitalmarkedet henholdsvis aktionærforeningsmodellen vil klare sig i en krise. Herefter vil vi se på de to modellens evne

til at polstre Nykredit tilstrækkeligt, inden en krise måtte opstå. Endelig afsluttes med vores konklusion.

Krise – og hvad så?

Flere har ligesom Nykredit den opfattelse, at aktiemarkedet kan anses for en pålidelig leverandør af egenkapital i en krisesituation.

Imidlertid støtter hverken teori eller erfaringerne fra eksempelvis den seneste krise en sådan opfattelse.

Grunden til, at der i en krisesituation er store problemer med at hente ny egenkapital over børsen, kaldes i finansieringsteorien "debt overhang" problemet. Dette problem opstår for realkreditinstituttet, når tabene er så store, at instituttets efterstillede långivere må påregne tab. Som følge heraf falder kursen på den efterstillede gæld fra 100 til eksempelvis 70.

I en sådan situation har de hidtidige aktionærer ikke noget incitament til at indbetale ny egenkapital. Ny egenkapital vil nemlig i et betydeligt omfang komme de efterstillede långivere til gavn, idet deres fordring på selskabet bliver mere sikker og herved stiger i værdi. Med et eksempel: Aktionærerne indskyder 20 mia. kr., men aktiernes værdi vokser blot med 15 mia. kr. (gældens værdi vokser med de resterende 5 mia. kr.). Det er altså et dårligt regnestykke for aktionærerne, hvorfor de ikke frivilligt vil skyde 20 mia. kr. ind i selskabet. En populær betegnelse for dette forhold er, at aktiernes værdi udvandes.

Som illustration kan vi bruge Nordeas aktieudvidelse på ca. 20 mia. kr. og Danske Banks optagelse af statslig hybrid kernekapital på 26 mia. kr. i foråret 2009.

Nordea var ikke i krise, og derfor blev der valgt en aktieemission. Danske Bank, der var i krise, kunne have valgt en aktieemission. En aktieemission ville imidlertid have været tabsgivende for aktionærerne som følge af "debt overhang". Danske Bank fremførte, at man ikke ville udvande sine aktionærer. Kombinationen af krise og Danske Banks loyalitet overfor sine aktionærer indebar altså, at Danske Bank ikke rejste penge på aktiemarkedet.

Også Deutsche Banks aktieemission i foråret 2017 illustrerer forholdet. Deutsche Bank har været i mere eller mindre krise siden 2008. Alligevel blev der under krisen ikke rejst penge

på børsen på trods af opfordringer hertil. Forklaringen er enkel: Det var som følge af debt overhang ikke i aktionærernes interesse. Da Deutsche Bank i 2017 endelig annoncerede en aktieemission, faldt aktierne prompte med 6%. Emissionen var altså ikke i aktionærernes interesse. Formentlig blev emissionen gennemført efter pres fra myndighederne.

Konklusion på teori og eksempler: I en krise vil et gældsplaget selskab, der som målsætning har at maksimere aktiernes værdi, sædvanligvis ikke udstede nye aktier, medmindre det af myndighederne bliver presset hertil. Finansiell stabilitet og stabilitet for selskabet kræver altså, at egenkapitalen er på plads i god tid, inden en krise opstår.

Det er således naivt at tro, at der med en børsnotering vil kunne rejses penge på aktiemarkedet, hvis Nykredit kommer i krise. En kapitaludvidelse under en krise vil føre til en udvanding af værdien af aktierne, og vil således ikke være i aktionærernes interesse.

En børsnotering og en senere kapitaludvidelse i Nykredit er i øvrigt problematisk henset til aktionærernes stærkt begrænsede likvide beredskab. Efter en børsintroduktion med en kapitaludvidelse på 15-20 mia. kr. ejer foreningen antagelig omkring 70% af aktierne. Foreningen har ingen likvide midler til at deltage i en ny aktieemission. De nuværende tre "småaktionærer" i Nykredit ejer uændret omkring 10% af aktierne og har antagelig også begrænsede midler. Tilbage er alene de aktionærer, som blev aktieejere i forbindelse med børsintroduktionen. De har ca. 20% af aktierne – alt i alt et tyndt grundlag for en ny aktieemission i krisetid. Hertil kommer, at en ny aktieemission antagelig vil bringe Forenet Kredits ejerandel i Nykredit-koncernen ned under 50%.

I en aktionærforeningsmodel er ovennævnte problemer mindre udtalte. For det første har Nykredit-koncernen mere end 800.000 realkreditlåntagere at tappe egenkapital fra. For det andet kunne man eksempelvis udstede aktionærforeningsaktier på favørmæssige vilkår. Eksempelvis ved, at de nye aktionærforeningsaktier får ret til en forlods bidragsreduktion. Dette kan naturligvis kun ske, hvis der allerede ved udstedelsen af de gamle aktionærforeningsaktier er taget forbehold herfor. Endelig bibeholder Forenet Kredit og låntagerne deres ejerandel i Nykredit-koncernen.

Vi går for nærværende ikke dybere ind i problemstillingen, da vi er af den opfattelse, at det bedste for låntagerne og den finansielle stabilitet i Danmark er, at der allerede inden en krise er nok egenkapital i Nykredit til at modstå en krise.

Tilstrækkelig egenkapital til at modstå en krise

Egenkapitalen til at modstå en krise skal altså være på plads, inden en alvorlig krise indtræffer.

Det vil en børsnotering af Nykredit næppe kunne sikre. Forløbet efter den danske bankkrise 2008-2013 illustrerer dette.

Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet har efter den danske bankkrise i flere omgange udtrykt bekymring over, at de store børsnoterede finansielle virksomheder udlodder meget betydelige midler til deres aktionærer i form af udbytter og aktietilbagekøb i stedet for at polstre virksomhederne. Selvom der er gode argumenter for at polstre sig, synes opfordringerne ikke at have haft nogen virkning. Når/hvis en krise måtte indtræffe igen, står man altså midt i krisen med et væsentligt problem for den enkelte virksomhed og den finansielle stabilitet i Danmark.

Vi kan konstatere, at ledelserne i eksempelvis Danske Bank og Nordea er af den opfattelse, at de i dag er velpolstrede. Man må vel forvente, at Nykredit med en børsnotering vil søge at polstre sig i samme omfang som hovedkonkurrenterne.

Med aktionærforeningsmodellen vil Nykredit kunne sikre sig den tilstrækkelige polstring til at modstå en krise. Selv efter at der er rejst 15-20 mia. kr. i aktionærforeningsmodellen kan der rejses yderligere 15-20 mia. kr. Det kan ske ved at forhøje aktieindskuddet fra 1,5% til 3% af lånet og nedsætte bidragssatsen med 0,4% point i stedet for 0,2% point. Økonomisk er der plads til det.

En reservation i forbindelse med aktionærforeningsmodellen

Nykredit-koncernen vil med aktionærforeningsmodellen være ganske velpolstret. Det er en velkendt corporate governance problemstilling, at dette forhold kan give problemer, hvis

Nykredit-koncernen ikke er tilstrækkeligt overvåget af låntagerne, deres valgte repræsentanter og den valgte bestyrelse. Man kan da risikere, at den "overskydende kapital", der ligger og blinker, ikke bliver brugt i overensstemmelse med låntagernes interesser, men i overensstemmelse med interesserne hos den ansatte ledelse i Nykredit-koncernen.

Nykredit-koncernens dispositioner og omkostningseffektivitet over de seneste 20 år er ikke umiddelbart overbevisende. Vi er tilbøjelige til at se forholdet i lyset af en utilstrækkelig overvågning af Nykredit-koncernens ledelse fra låntagernes, deres valgte repræsentanters og den valgte bestyrelses side.

Det er i en aktionærforeningsmodel af afgørende betydning, at medlemsdemokratiet i Forenet Kredit revitaliseres, så man får et aktivt og levende medlemsdemokrati, som man eksempelvis ser det i landbrugssektoren.

Baseret på denne forudsætning er det vores konklusion, at en aktionærforeningsmodel er langt at foretrække frem for den planlagte børsnotering kombineret med KundeKroner.

Ken L. Bechmann, professor, Institut for Finansiering, CBS

Anders Grosen, tidligere professor på Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

Jørn Astrup Hansen, tidligere bankdirektør, cand. oecon.

Johannes Raaballe, lektor, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Management Working Paper

- 2013-02 Ken L. Bechmann, Anders Grosen and Johannes Raaballe: Højere kapitalkrav løfter krav til indtjening i den finansielle sektor – en replik
- 2013-03: Tom Engsted and Johannes Raaballe: Den finansielle krise i Danmark: Diskussion af rapporten fra ”Udvalg om årsagerne til finanskrisen”
- 2014-01: Tom Engsted and Johannes Raaballe: Den finansielle krise i Danmark: Diskussion af rapporten fra Udvalget om årsagerne til finanskrisen: Duplik
- 2014-02: Johannes Raaballe, Mathias Hessellund Jeppesen og Sait Sahin: Danske børsnoterede bankers indtægts- og omkostningsstruktur under forvandling
- 2014-03: Robert P. Ormrod: Political Market Orientation and the Network Party Type: Understanding Relationship Structures in Political Parties
- 2016-01: Johannes Raaballe: Er regnskabs- eller markedsbaserede data nøglen til at opdage finansiell ustabilitet?
- 2016-02: Anders Grosen and Johannes Raaballe: Markedsbaserede solvensmål for banker – en diskussion
- 2016-03: Anders Grosen and Johannes Raaballe: Teorien bag måling af MSolvens – belyst med data fra den danske bankkrise
- 2016-04: Johannes Raaballe and Nadja Schwabach: Udviklingen i danske børsnoterede bankers corporate governance karakteristika under bankkrisen
- 2017-01: Johannes Raaballe and Anders Grosen: Duplik: MSolvens – Thomas Sangill/Danmarks Nationalbank
- 2017-02: Johannes Raaballe: Ultimo 2016-rangliste over de danske børsnoterede bankers soliditet
- 2017-03: Johannes Raaballe: Diskussionen af Nykredits børsnotering i Finans/Invest samt forslag til en aktionærforeningsmodel
- 2017-04: Johannes Raaballe: Duplik til Peter Ove Christensen og Jesper Rangvids replik (september 2017) vedrørende Nykredits børsnotering
- 2017-05: Johannes Raaballe: Forslag til en aktionærforeningsmodel for Forenet Kredit (Foreningen Nykredit)
- 2017-06: Ken L. Bechmann, Anders Grosen, Jørn Astrup Hansen og Johannes Raaballe: Svar på Forenet Kredits indvendinger mod aktionærforeningsmodellen