



---

Management Working Papers

2017-07

Analyse og vurdering af Nykredits pensionskassemodel

Anders Grosen and Johannes Raaballe



AARHUS  
UNIVERSITY

BUSINESS AND SOCIAL SCIENCES  
DEPARTMENT OF ECONOMICS AND BUSINESS

# **Analyse og vurdering af Nykredits pensionskassemodel**

Johannes Raaballe og Anders Grosen

Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

17. november 2017

# Analyse og vurdering af Nykredits pensionskassemodel

Johannes Raaballe og Anders Grosen

Nykredits pensionskassemodel *kan* nedbringe realkreditlåntagernes bidragssatser til 0,5% p.a. og samtidig løse Nykredits kapitaludfordringer. For det andet *kan* pensionskassemodellen give pensionskasserne et årligt afkast på knapt 6,5%, hvilket vi finder er et godt og fair afkast set i forhold til risiko.

Alt er imidlertid ikke rosenrødt. Der er en væsentlig interessekonflikt mellem realkreditlåntagerne og pensionskasserne. Om denne interessekonflikt kan løses er uvist. Det havde i henseende hertil været bedre, hvis realkreditlåntagerne selv havde stillet med pengene. Men de er ikke blevet spurgt, og måske kunne eller ville de ikke selv stille med pengene.

Når vi regner på Nykredits pensionskassemodel, når vi frem til, at pensionskassemodellen for det første *kan* nedbringe realkreditlåntagernes årlige bidragsprocenter til 0,5% og samtidig løse Nykredits kapitaludfordringer. For det andet *kan* pensionskassemodellen give pensionskasserne et årligt afkast på knap 6,5% af deres investering. Vi er af den opfattelse, at det er et godt og fair afkast set i forhold til den risiko, som pensionskasserne påtager sig. Alt i alt *kan* der altså skabes et godt resultat for såvel Nykredits låntagere som for pensionskassekonsortiets nuværende som kommende pensionister.

De sidste to års forløb, hvor Nykredit har hævet bidragssatsen til gennemsnitligt 0,9% p.a. samt forøget gebyrerne væsentligt, illustrerer, at bidragssatsens størrelse er helt afgørende for låntagerne. Til trods herfor har Forenet Kredit ikke med ét ord i forløbet meldt ud, om man går efter en årlig bidragssats på 0,5%, 1% eller noget helt tredje? Er svaret givet ved den aktuelle udmelding om KundeKroner på 0,15% points svarende til en årlig (netto) bidragssats på 0,75%? Dette niveau svarer stort set til BRF's nuværende bidragssatser. Hvis dette er svaret, rejser det spørgsmålet: *Hvad skal de resterende penge i Nykredit bruges til?* Der er økonomisk råderum til en bidragsnedsættelse til 0,5% p.a.

Selv om pensionskassemodellen *kan* give et fair resultat for både låntagere og pensionskasser er alt ikke rosenrødt. Nykredits låntagere og pensionskasserne har nemlig grundlæggende modsat rettede interesser. Låntagerne er interesserede i lave bidragssatser og dermed lave overskud i Nykredit. Pensionskasserne er interesserede i det modsatte. Interessekonflikten søges håndteret i en *ejeraftale* mellem Forenet Kredit og pensionskassekonsortiet. Hovedvilkårene i *ejeraftalen* er sendt til Forenet Nykredits repræsentantskab og lagt ud på foreningens hjemmeside. Med den reservation, at vi ikke kender den originale *ejeraftale* og dens detaljer, finder vi, at *ejeraftalen* afbalancerer de to parter interesser på en god og fair måde. Der er dog i *ejeraftalen* en væsentlig uklarhed, som vi i detaljer kommer ind på senere. Det vedrører pensionskassernes krav til regnskabsmæssigt afkast i Nykredit.

Generelt er det mere end svært at skrive en *ejeraftale*, der skal håndtere alle fremtidige forhold. Ingen kender fremtiden.

God forretning kræver, at begge parter interesser tilgodeses nu som i fremtiden. Der skal altså være respekt for den anden parts interesser, ellers holder aftalen ikke i længden. Dette indebærer, at *ejeraftalen* i fremtiden regelmæssigt skal justeres for at tilgodese begge parter. Hvis dette skal lykkes – og også hvis det ikke lykkes – er det for begge parter vigtigt, at Forenet Kredit får et ansvarligt og stærkt låntagerdemokrati, der forstår egne interesser, men ikke mindst også forstår og respekterer pensionskassernes berettigede interesser.

Ovenstående illustrerer vi ved hjælp af et simpelt regnestykke. Inden vi går i gang hermed er vi dog nødt til at angive regnestykkets væsentligste forudsætninger samt de væsentligste økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen* mellem Forenet Kredit og pensionskassekonsortiet. Herefter præsenteres regnestykket. Som afslutning diskuterer vi regnestykkets resultater, uafklarede spørgsmål samt den videre beslutningsgang.

### **Forudsætninger for regnestykket**

Formanden og direktøren for Forenet Kredit skriver på finans.dk den 8. november 2017, at mange kritikere *"typisk har taget udgangspunkt i, at prisen på Nykredits produkter efter KundeKroner i fremtiden stort set svarer til andre konkurrenters priser og bidragssatser ... foreningen ser anderledes på det – og netop lægger vægt på, at virksomheden er*

*konkurrencedygtig før KundeKroner*". Det er en "aggressiv" udmelding rent konkurrencemæssigt, idet man melder ud, at man vil være billigst. Udmeldingen skaber klarhed og er en ny udmelding – i hvert fald for os. Det simple regnestykke tager udgangspunkt i denne forudsætning.

Realkreditlån er en "stangvare" (de 4 store realkreditinstitutter har stort set alle de samme varer på hylderne). Det indebærer, at hvis Nykredit udbetaler så mange KundeKroner, at Nykredits bidragssats efter KundeKroner er (væsentligt) lavere end de andre realkreditinstitutters bidragssats, så er de andre realkreditinstitutter nødt til at følge efter – ellers er de på sigt ude af realkreditmarkedet.

Nykredit A/S forventes at komme ud af 2017 med et resultat efter skat i størrelsesordenen 10 mia. kr. 2017 bliver et specielt godt år for Nykredit A/S, og i resultatet for 2017 indgår også nogle engangsindtægter, så vi baserer vores regnestykke på et resultat efter skat på 7 mia. kr.

Når vi i det efterfølgende forenkede regnestykke anvender udtrykket pensionskasse-konsortiet m.v., refererer m.v. til de øvrige eksterne aktionærer i Nykredit A/S.

Vi regner i runde tal i eksemplet.

### **Væsentligste økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen***

Baseret på dokumentet vedrørende hovedvilkår i *ejeraftalen* udsendt til Forenet Kredits repræsentanter er der 4 væsentlige økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen*:

1. Et årligt regnskabsmæssigt afkast, forstået som resultat efter skat i forhold til Nykredits gældende kapitalbehov (der som led i *ejeraftalen* er justeret ned til ca. 16% af risikoeksponeringerne), på *aktuelt* mindst 8,5%. Dette svarer til et årligt regnskabsmæssigt afkast, forstået som resultat efter skat i forhold til bogført egenkapital, på knap 6%. Vi baserer indtil videre regnestykket på 6%.
2. En hensigtserklæring om at det fremtidige udbytte vil modsvare 50% af årets resultat efter skat.
3. En "hård" udbyttebegrænsning, der kræver, at udbyttet mindst udgør 20% af resultatet efter skat (målt over en 3-årig rullende periode).

4. En "hård" udbyttebegrænsning, der kræver, at årets udbytte mindst udgør 1,7% af den bogførte egenkapital (målt over en 3-årig rullende periode).

Regnestykket viser, at det er begrænsning 1, der er den væsentligste begrænsning, hvorfor denne begrænsning senere diskuteres i detaljer.

Ideen bag regnestykket er, at vi søger at præsentere et regnestykke, der er gunstigt for realkreditlåntagerne, samtidig med at regnestykket overholder de økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen* og sikrer tilstrækkelig polstring i Nykredit.

### **Regnestykkets første år**

Vi lader i regnestykket Nykredit A/S starte ud med en egenkapital på 69 mia. kr. (Primo 2017 udgjorde den bogførte egenkapital 67,2 mia. kr.).

Ud af overskuddet efter skat på 7 mia. kr. kan Nykredit A/S vælge at udbetale 6 mia. kr. i udbytte fordelt med 4,8 mia. kr. til Forenet Kredit (80%) og 1,2 mia. kr. til pensionskassekonsortiet m.v. (20%).

Forenet Kredits udbytte returneres til Nykredit A/S, der videre returnerer dette beløb som KundeKroner til realkreditlåntagerne. De 4,8 mia. kr. i udbytte til Forenet Kredit svarer med et samlet realkreditudlån på ca. 1.200 mia. kr. til, at bidragsatsen kan nedsættes med (gennemsnitligt) 0,4% point. Herved får låntagerne en nettobidragsats på 0,5% svarende til niveauet før 2009.

Da de returnerede KundeKroner (4,8 mia. kr.) er skattemæssigt fradragsberettigede i Nykredit A/S, opnår Nykredit A/S herved en skattebesparelse på ca. 1,2 mia. kr.

Regnestykket for Nykredit A/S ser altså således ud:

Resultat efter skat	7,0 mia. kr.
Udbytte til Forenet Kredit	-4,8 mia. kr.
Udbytte til pensionskasse- konsortiet m.v.	-1,2 mia. kr. -----
Sum	1,0 mia. kr.

(fortsat)

Returnerede udbytter fra Forenet	4,8 mia. kr.
Kredit til Nykredit A/S	
KundeKroner til realkreditlåntagerne	-4,8 mia. kr.
Skattebesparelse i Nykredit A/S på	1,2 mia. kr.
de returnerede KundeKroner	-----
Forøgelse af Nykredit A/S's	2,2 mia. kr.
Egenkapital/formue	

For pensionskassekonsortiet m.v. ser regnestykket således ud. Der opnås et udbytte på 1,2 mia. kr. ud af en samlet investering på 14,3 mia. kr. – altså et udbytteafkast på 8,4%. Hertil kommer en kursgevinst på 3,2% (= 2,2/69) på aktierne, da den bogførte egenkapital i Nykredit A/S vokser med 2,2 mia. kr. Altså et samlet afkast på 11,6% det første år.

Polstringen i Nykredit A/S forøges med 2,2 mia. kr. til en egenkapital på 71,2 mia. kr. (= 69 + 2,2). Polstringen i Forenet Kredit er forøget med 7,5 mia. kr. som følge af pensionskassernes indskud. Hertil kommer pensionskassernes hensigtserklæring om yderligere 7,5 mia. kr.

Vi kan konstatere, at de 4 økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen* er opfyldt, da

1.  $7,0/69 = 11,6\% > 6\%$
2.  $6,0/7,0 = 85,7\% > 50\%$
3.  $6,0/7,0 = 85,7\% > 20\%$
4.  $6,0 > 1,7\% \times 69 = 1,17$

Regnestykkets resultater må vække tilfredshed hos alle – ikke mindst hos realkreditlåntagerne.

### **Regnestykkets andet år**

Ved indgangen til næste år er Nykredit A/S' bogførte egenkapital altså på 71,2 mia. kr.

Næste år følger de andre realkreditinstitutter af konkurrencemæssige årsager trop og nedsætter deres bidragsats med 0,4% point.

Forenet Kredits formand skriver: "At virksomheden (Nykredit A/S) er konkurrencedygtig før KundeKroner" (finans.dk den 8. november 2017). Altså nedsætter Nykredit A/S også deres bidragssats med 0,4% point. Det vil reducere låntagernes bidrag med 4,8 mia. kr. Det koster imidlertid blot Nykredit 3,2 mia. kr. før skat, da Totalkreditbankerne må formodes at bære i størrelsesordenen knap en tredjedel af bidragsnedsættelsen (1,6 mia. kr.). Efter skat koster bidragsnedsættelsen altså Nykredit A/S 2,4 mia. kr. (= 3,2 – 0,8). Altså opnås der næste år et overskud efter skat i Nykredit A/S på 4,6 mia. kr. (= 7 – 2,4).

Vi antager, at Nykredit A/S som sidste år vil lægge 2,2 mia. kr. til side til polstring. Hvad er konsekvenserne af alt dette?

Der er 4,6 mia. kr. til rådighed i Nykredit A/S. Heraf bruges 2,2 mia. kr. til polstring i Nykredit A/S. Der er altså 2,4 mia. kr. (= 4,6 – 2,2) til rådighed for udbytter. Forenet Kredit (80%) modtager 1,92 mia. kr. i udbytte, og pensionskassekonsortiet m.v. (20%) modtager 0,48 mia. kr. i udbytte. Vi antager, at Forenet Kredit beholder disse penge selv. Der er jo ingen grund til at udbetale KundeKroner – bidragssatsen er allerede nede på 0,5%.

Vi ser, at de 4 økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen* er opfyldt, da

1.  $4,6/71,2 = 6,5\% > 6\%$
2.  $2,4/4,6 = 52\% > 50\%$
3.  $2,4/4,6 = 52\% > 20\%$
4.  $2,4 > 1,7\% \times 71,2 = 1,21$

Nu er ikke blot Nykredits realkreditlåntagere tilfredse, men også øvrige realkreditlåntagere, idet alle nu har en bidragssats på 0,5%.

For pensionskassekonsortiet m.v. ser regnestykket således ud. Der opnås et udbytte på 0,48 mia. kr. ud af en samlet investering på 14,3 mia. kr. – altså et udbytteafkast på 3,36%. Hertil kommer en kursgevinst på 3,09% (= 2,2/71,2) på aktierne, da den bogførte egenkapital i Nykredit A/S vokser med 2,2 mia. kr. Altså et samlet afkast på 6,45% det andet år.

Polstringen i Forenet Kredit og Nykredit øges tilsammen med godt 4,1 mia. kr. fordelt med 1,9 mia. kr. i Forenet Kredit og 2,2 mia. kr. i Nykredit A/S.



Igen må vi sige, at regnestykkets resultater må vække tilfredshed hos alle – ikke mindst hos realkreditlåntagerne.

### **Diskussion af regnestykkets resultater**

Der kan laves ændringer i regnestykket, men for os at se ikke ændringer, der forrykker det samlede billede.

Det er resultaterne for regnestykkets andet år, der er de relevante resultater. Resultatet er særdeles godt for landets realkreditlåntagere. Endvidere ses, at Forenet Kredits målsatte kapitalreserve er opfyldt på mindre end to år ( $7,5 + 2 \times 1,9 = 11,3 > 10$ ). Og den årlige polstringsforøgelse hos Nykredit er på knap 6%, hvilket kan sammenholdes med, at Nykredits årlige realkreditudlånsvækst igennem de sidste fire år har været mindre end 1% pr. år. Vi finder også, at et årligt afkast på knap 6,5% til pensionskasserne er et godt og fair afkast set i forhold til den risiko, som pensionskasserne påtager sig.

Af de fire økonomiske begrænsninger i *ejeraftalen* mellem Forenet Kredit og Pensionskasserne er det begrænsning 1 (egenkapitalforrentning på knap 6%) og begrænsning 2 (hensigten om at mindst halvdelen af det regnskabsmæssige resultat efter skat skal udbetales som udbytte), der er de "snærende" begrænsninger.

Begrænsning 2 udgør ikke et problem for nogen af parterne. Nykredit A/S kan eksempelvis blot udbetale en større andel af overskuddet efter skat i udbytte. Herved er den samlede polstringsforøgelse i Forenet Kredit og Nykredit A/S uforandret. En større andel af den samlede polstringsforøgelse kommer blot til at ligge i Forenet Kredit, og det kan der ud fra en corporate governance synsvinkel være fordele i. At pensionskasserne i stedet modtager en større andel af afkastet på deres aktier som udbytter i stedet for kursgevinst på aktierne, spiller heller ingen rolle. Afkastet på pensionskassernes aktier er uforandret 6,45% p.a.

Den første begrænsning om en årlig egenkapitalforrentning på knap 6% er den væsentlige begrænsning i *ejeraftalen*. Begrænsningen tjener helt berettiget til at beskytte pensionskassernes interesser. Mere specifikt beskytter begrænsningen mod, at Nykredit til fordel for realkreditlåntagerne sætter bidragsatsen endnu lavere, hvorved der ikke vil være tilstrækkeligt overskud til overs til pensionskasserne.

Begrænsningen er imidlertid (i materialet til repræsentanterne i Forenet Kredit) uklart formuleret og dermed ikke operationel i praksis. Begrænsningen lyder således: *”sund ... værdiskabelse i Nykredit, så der skabes et risikojusteret afkast på med niveau med de mest rentable sammenlignelige selskaber, hvilket aktuelt vil sige 8,5% efter skat om året af Nykredits gældende kapitalbehov, der som led i denne aftale vil blive justeret ned til ca. 16% af risikoeksponeringerne”*. Det fremgår også af materialet, at pensionskassekonsortiet *”kan fremsætte krav om ... børsnotering ... hvis kravet til et minimumsafkast ikke opfyldes ...”*

Der er altså tale om en begrænsning med konsekvenser. De to afgørende formuleringer er:

- A. Risikojusteret afkast på niveau med de mest rentable *sammenlignelige* selskaber
- B. Hvilket *aktuelt* vil sige 8,5% efter skat om året

Ånden i begrænsningen er givetvis, at hvis Nykredit klarer sig lige så godt, eller skidt for den sags skyld, som sammenlignelige selskaber, så er der ingen problemer, idet vi formoder, at *”aktuelt 8,5% efter skat”* refererer til den nuværende konjunktursituation. Vi er enige i ånden i begrænsningen. Men det er ikke til at måle, om begrænsningen er opfyldt eller ej.

Der findes ingen sammenlignelige selskaber til Nykredit. *”Nykredit A/S har ikke nogen tvilling”*. Det er således væsentligt at få kommunikeret det praktiske indhold af denne begrænsning, der helt berettiget tjener til at beskytte pensionskassernes interesser, ud til realkreditlåntagerne og deres repræsentanter.

Man kunne også overveje at erstatte/supplere denne begrænsning ved at give pensionskasserne en fortrinsstilling, hvis egenkapitalforrentningen kommer under 6%. Dette kan samtidig give større dispositionsfrihed hos Nykredit.

Afslutningsvis bemærkes det, at KundeKroner-modellen ingen rolle spiller i regnestykket fra og med det andet år. Udover det administrative bøvler er ulempen ved at anvende KundeKroner-modellen, der indebærer en højere (brutto) bidragsats, at dette giver Totalkreditbankerne en fordel på de øvrige parters bekostning. Med Ronald Reagans ord: *Tear that wall down.*

## Uafklarede spørgsmål

I materialet udleveret til Forenet Kredits repræsentanter er helt centrale begreber ikke forklaret. Hvad forstås der ved Nykredits kernevirkksomhed? Er det ren realkreditvirksomhed, eller ... ? Hvad forstås der ved, at man sælger og køber aktier i Nykredit A/S til markedskurs? Der er intet marked for disse aktier. I vores regnestykke har vi "oversat" markedskurs til bogført værdi af egenkapitalen. Hvad forstås der ved "udvanding"? Dette begreb har flere betydninger i såvel daglig tale som i faglitteraturen. Vi tror og baserer os på, at det betyder, at man kan handle aktierne til en pris under indre værdi (bogført værdi af egenkapitalen).

Da der er interesseudsættninger indbygget i pensionskassemodellen, finder vi, at man bedst baner vejen for pensionskassemodellen ved at være helt åbne om modellen. Det vil fjerne unødigt mistillid og hermed befordre samarbejde. Åbenhed, samarbejde og troværdighed er helt afgørende, hvis pensionskassemodellen skal lykkes, også på sigt. Altså: Udlever *ejeraftalen* til repræsentanterne. Der bør ikke være "statshemmeligheder" i *ejeraftalen*. Og klargør de uklare begreber.

Rædselssceneriet i pensionskassemodellen er, at Nykredit-koncernen i fremtiden kommer i alvorlig kapitalmangel, for eksempel som følge af en alvorlig krise med massearbejdsløshed til følge. For os er der ikke megen tvivl om, selvom pensionskasser også kan komme i vanskeligheder, at pensionskasserne da kan og vil tilføre den nødvendige egenkapital. Men Nykredit-koncernen befinder sig da i en dårlig forhandlingsposition. Man har ingen andre steder at gå hen. Prisen bliver formentlig, at foreningen mister kontrollen over Nykredit-koncernen. Et simpelt eksempel illustrerer dette: I foråret 2009 var Danske Bank i alvorlige vanskeligheder. Værdien af Danske Banks aktier udgjorde mindre end en tredjedel af den bogførte egenkapital i Danske Bank. Hvis Nykredit A/S kommer i en tilsvarende situation bliver prisen for en kapitaltilførsel fra pensionskassernes side formentlig, at Forenet Kredit mister kontrollen over Nykredit-koncernen.

## Muligheder og beslutningsgangen

Låntagernes interesser sikres bedst, hvis låntagerne i *god tid* selv skyder egenkapital ind i Nykredit. Herved opstår der ingen interessekonflikter på ejersiden. Det har da også været

metoden i Nykredits 165-årige historie. Låntagerne kom selv med pengene, det har været en del af kreditforeningens DNA.

Det undrer os derfor, at Forenet Kredit åbenbart slet ikke har overvejet at spørge låntagerne, om de selv ville komme med pengene og dermed sætte alvor bag foreningsdemokratiet.

Det ledende selskab i pensionskassekonsortiet, PFA, var i 2001 truet på livet. Man havde lidt store tab og myndighederne stillede krav om mere egenkapital. Men ejerne ville eller kunne ikke stille mere egenkapital. Løsningen på problemet blev, at den nytiltrådte direktør for PFA, Henrik Heideby, opfandt en "aktionærforeningsmodel". De oprindelige ejere gav afkald på deres egenkapital på 4,8 mia. kr., der blev konverteret til Kollektiv KundeKapital som en gave og til gavn for pensionskunderne. Samtidig blev pensionskunderne tilbudt, at 5% af deres indbetalinger fremover kan indsættes på et Individuelt KundeKapitaldepot. Afkastet har været højt, men det understregedes også, at investeringen kan være risikabel. Der er tale om egenkapital. Kunderne tog imod tilbuddet og kom selv med egenkapitalen. I dag udgør kundernes individuelle egenkapital knap 29 mia. kr. ud af en samlet egenkapital på 34 mia. kr. Det er således alene kunderne, der ejer PFA. Og herved undgår man interessekonflikter.

PFA's KundeKapital-model har efter vores opfattelse været en stor succes for PFA og deres kunder/ejere.

For os ser det ud til, at Forenet Credits ledelse ikke har orienteret sig i landskabet. Vi forstår ikke hvorfor. Historien om PFA viser, at det kunne lade sig gøre, og at det var en ledelsesopgave.

Imidlertid har vi til dato ikke set tilstrækkeligt bevis for, at Nykredits låntagere selv vil komme med egenkapitalen. Derimod har man med pensionskassetilbuddet en fugl i hånden. Og det er med en fair *ejerftale* et langt bedre valg end en børsnotering. Selv at komme med pengene eller acceptere pensionskassernes tilbud er repræsentanterne i Forenet Credits reelle valgmuligheder.

Vi er således grundlæggende positive overfor pensionskassernes tilbud. Man bør imidlertid give låntagerne og deres repræsentanter tid og tilstrækkeligt grundlag til at studere og

forstå tilbuddet. Det er til fordel ikke blot for låntagerne, men også for pensionskasserne. Vælges pensionskassetilbuddet skal det blive en langvarig succes.

## Litteratur

Forenet Kredit, 2017: Materiale til ekstraordinært repræsentantskabsmøde i Forenet Kredit 23/2017. 10. november 2017. <https://foreningennykredit.dk/aktuelt/materiale-til-ekstraordinaert-repraesentantskabsmoede-i-forenet-kredit-2311-2017>

Mogensen, Louise og Nina Smith, 2017: Sådan forløb dramaet om Nykredits børsnotering. 8.11.2017. finans.dk. <http://finans.dk/debat/ECE10010201/saadan-forloeb-dramaet-om-nykredits-boersnotering/>

Nykredits regnskaber 2016 og 2017.

PFA's hjemmeside.

PFA's regnskaber 2016 og 2017.

Wikipedia, 2017: PFA pension. [https://da.wikipedia.org/wiki/PFA\\_Pension](https://da.wikipedia.org/wiki/PFA_Pension)

Raaballe, Johannes, 2017: Forslag til en aktionærforeningsmodel for Nykredit. *Finans/Invest.* 5/17, s. 12-19.

## Appendiks

**Ved en bidragsnedsættelse til 0,5% p.a. fås følgende resultater for Nykredit A/S, Forenet Kredit, realkreditlåntagerne og pensionskasserne**

Resultat efter skat hos Nykredit A/S	4,60 mia. kr.
Udbytte til Forenet Kredit	1,92 mia. kr.
Udbytte til pensionskasserne + øvrige aktionærer	0,48 mia. kr.
	-----
Til rest i Nykredit A/S	2,20 mia. kr.
Opsparing i Forenet Kredit	1,92 mia. kr.
	-----
Forøgelse af egenkapitalen hos Nykredit A/S + Forenet Kredit	4,12 mia. kr.
Årlig bidragssats for realkreditlåntagerne	0,5%
Årlig forrentning af pensionskassernes Kapitalindskud	6,45%

## Management Working Paper

- 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 and Johannes Raaballe: Svar på Forenet Kredits indvendinger mod aktionærforeningsmodellen
- 2017-07: Anders Grosen and Johannes Raaballe: Analyse og vurdering af Nykredits pensionskassemodel