

Kommentar til Kraka Advisory publikationen:

”Omkostninger forbundet med højere kapitalkrav ved udlån til ejendomsselskaber”

Af Jens Dick-Nielsen, Jacob Gyntelberg, og Christoffer Thimsen

Baggrund

- Dette er en reaktion på Kraka Advisory's rapport, der problematiserer 'Det Systemiske Risikoråd's henstilling til Erhvervsministeren om aktivering af en ny kapitalbuffer.
 - Hvis henstillingen bliver fulgt, skal banker og realkreditinstitutter øge deres eksponering mod ejendomsselskaber med 7%.
 - Da kapital udregnes som en andel af institutternes eksponeringer, vil højere eksponeringer betyde højere kapitalkrav.
- Bemærk at Kraka Advisory's rapport noget overraskende ikke foreslår eller forsøger at vurdere alternative tiltag.
 - Fx at bede tilsynet se nærmere på, om der er tilstrækkeligt høje risikovægte samt, hvorvidt institutternes interne stress test er tilstrækkelige, hvad angår udlån til ejendomsselskaber.
- Kommentarerne nedenfor er udelukkende fokuseret på konsekvenserne af at øge kapitalkrav.

Opsummering af vores analyse

- Med korrekt MM-effekt og korrekt skatteberegning er den samlede private omkostning på 212 mio.
- Hvis 2/3 kan overvæltet på ejendomsselskaber får de en merudgift på 140 mio.
- Hvis ejendomsselskaberne ikke ændrer kapitalstruktur og samtidig overvælter ½ på lejerne, så skal lejerne betale 70 mio ekstra.
- **Det er cirka 30 gange mindre end effekten i rapporten.**
- **Det må cirka give 70 kr ekstra pr lånt million om året og ikke 2000 kr ekstra.**

Kraka Advisory's analyse

- Analysens beregninger og konklusion opsummeres i Tabel 1 på side 8 af rapporten.
- I analysen foretages en række antagelser, som kan diskuteres. Specielt kan man se på følgende fire antagelser:
 - En stærkt begrænset effekt på afkastkrav og kapitalomkostninger som følge af øget egenkapital hos institutterne (den reducerede MM-effekt)
 - Den interne afregningsmodel (opsplitning af MM-effekt).
 - At bankerne uden problemer kan opnå fuld overvæltning af omkostninger på ejendomsselskaber og derfra til lejere.
 - Før og efter skat-beregningen.

Kommentar 1: Bankens profit

- Hvis man tager analysen for givet, så antages en overvæltning af omkostninger på 2.039 mio fra banken til ejendomsselskaberne.
- Derfra sker igen en overvæltning på 2.039 mio fra ejendomsselskaberne til lejerne.
- Bemærk:
 - Bankens samlede før-skat stigning i omkostninger er på $2.722 - 602 = 2.120$ mio.
 - Banken overvælter 2.039 mio på ejendomsselskaberne.
 - Banken har en merindtægt på andre forretningsområder på 484 mio.
 - Samlet har banken en indtægt på $2.039 + 484 = 2.523$ mio.

Ifølge rapportens beregninger tjener bankerne samlet 403 mio. kr. på at overvælte omkostninger til ejendomsselskaberne.

Kommentar 2: Forkert MM-effekt

- Anvendelsen af en 40% MM-effekt er forkert. MM-effekten er på 100%.
 - De anvendte referencer er tilbagevist i Dick-Nielsen et al (2022).
 - Korrektion for korrekt MM-effekt med og uden opsplitning af MM-effekt på forretningsområder.

		Med opsplit	Uden opsplit
Samlet kapital	$548 \times 0,4 \times (7\% + 2\%)$	19.728	
Efter skat	$19.728 \times 0,1021$	2.014	
Før skat	$2.014 / (1 - 0,26)$	2.722	
Mindre gæld	$19.728 \times 0,0305$	602	
MM-effekt	$(2.014 - 602) \times 1$	1.412	1.412
Ejendom	$1.412 \times 0,143$	202	1.412
Andre	$1412 - 202$	1210	0
Samlet til ejendom	$2.722 - 202 - 602$	1.918	$2.722 - 602 - 1.412 = 708 = \text{skattebetaling}$

Kommentar 2: Forkert MM-effekt

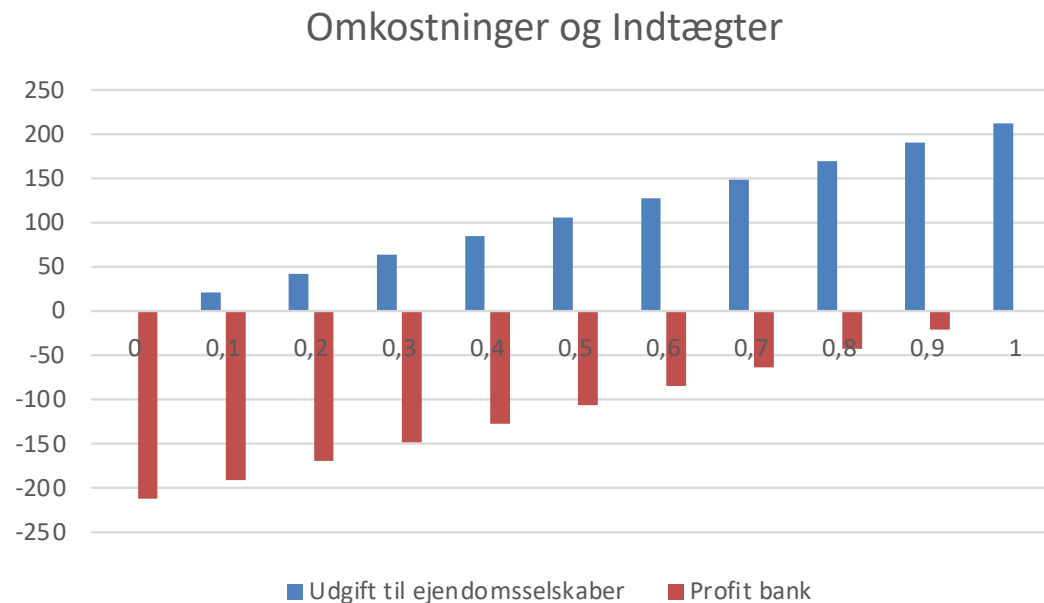
- Bruges en korrekt MM-effekt bliver omkostningerne væsentligt lavere.
 - Med opsplit på forretningsområder: Banken har nu en endnu større profit på $1.918 + 1.210 - 2.120 = 1.008$ mio
 - Ved at overvælte de angivne omkostninger og med opsplitting af MM fra den interne afregning, så tjener banken 1 mia. ekstra på højere kapitalkrav.
- Hvis banken medregner merindtægten fra MM-effekten på andre områder, så fås:
 - Uden opsplitting: Banken overvælter kun 708 mio og bankens profit er 0.
 - Overvæltningen er lig med forskellen mellem før og efter skat omkostninger til egenkapital.
 - Ekstra omkostninger for bank = skatteindtægt for staten (ikke nødvendigvis en social/samfundsmæssig omkostning).

Kommentar 3: Forkert skatteberegning

- Beregningen i tabel 1 antager, at man skal bruge 2.722 mio før skat for at kunne betale 2.014 mio efter skat til ny egenkapital.
- **Dette er *ikke* en korrekt beregning (se appendix for regneeksempel).**
 - Ved ny kapitalstruktur er afkastkrav til egenkapital mindre end de anvendte 10,21%.
 - Derfor er det forkert at bruge 10,21% til skatteberegningen, man skal bruge det nye og lavere afkastkrav (MM-effekten).
 - Det lavere afkastkrav på egenkapital gælder også alt andet eksisterende egenkapital. Man får derved en "skatterabat" på den eksisterende egenkapital.
- Med korrekt MM-effekt og korrekt skatteeffekt fås, at EBIT skal stige med $602 \text{ mio} \times 0,26 / (1 - 0,26) = 212 \text{ mio}$ for at kompensere for tabt skatteskjold.
- **Den nødvendige stigning i før skat indtjening er kun på 212 mio.**

Kommentar 4: Overvæltning til ejendomsselskaber

- Hvis overvæltningen til ejendomsselskaber er mindre end 100% fx pga. konkurrence på markedet for udlån, så fås et andet slutresultat.



- Overvæltningsgrad mellem 0 og 1 (1. akse).

Kommentar 5: Overvæltning til lejere

- 100% overvæltning fra ejendomsselskaber til lejere er ligeledes urealistisk.
- Lånerenterne er steget betydeligt over de seneste to år uden, at huslejerne er steget 1-1 tilsvarende.
 - Ejendomsselskaber har mistet værdi af egenkapital efter rentestigninger.
 - Rentestigninger er ikke nødvendigvis kompenseret 1-1 i huslejen.

Kommentar 6: Samfundsomkostninger

- Der er samlet **private** meromkostninger på 212 mio. kr.
- Denne omkostning kommer fra beskatning og er en privat omkostning der skal deles mellem:
 - Bank
 - Ejendomsselskaber
 - Lejere
 - Den endelige fordeling afhænger af antagelser vedr. overvæltningsgrad og konkurrenceforhold.
- Staten får en merindtægt på 212 mio. kr. som kan redistribueres.
- En mulig gevinst ved at sænke den systemiske risiko er, at dette kan medføre lavere finansieringsomkostninger for bankerne og ejendomsselskaber.

Opsummering

- Med korrekt MM-effekt og korrekt skatteberegning er den samlede private omkostning på 212 mio.
- Hvis 2/3 kan overvæltet på ejendomsselskaber får de en merudgift på 140 mio.
- Hvis ejendomsselskaberne ikke ændrer kapitalstruktur og overvælter ½ på lejerne, så skal lejerne betale 70 mio ekstra.
- Det er cirka 30 gange mindre end effekten i rapporten.
- Det må cirka give **70 kr ekstra pr lånt million om året** og ikke 2000 kr ekstra.

Appendix

Appendix: Korrekt skatteberegning

Illustration af korrekt skatteberegning i forhold til den i rapporten anvendte metode.

- Virksomhed 1: Betragt en virksomhed uden gæld.
 - EBIT = 5000 (årlig forventet betaling for evigt)
 - Selskabsskat $T = 20\%$
 - Afkastkrav til aktiver = afkastkrav til egenkapital = $r_A = 5\%$
 - Samlet værdi af virksomhed = $VU = E = 5000 \times (1 - 0,20) / 0,05 = 80.000$

- Virksomhed 2: Betragt den samme virksomhed med gæld.
 - EBIT = 5000 (årlig forventet betaling for evigt)
 - Selskabsskat $T = 20\%$
 - Afkastkrav til aktiver = $r_A = 5\%$
 - Markedsværdi af gæld $D = 40.000$
 - Afkastkrav til gæld $r_D = 2\%$

Appendix: Korrekt skatteberegning

- Virksomhed 2: Betragt den samme virksomhed med gæld.
 - Årlig rentebetaling: $rD \times D = 40.000 \times 0,02 = 800$
 - **Virksomhedens samlede værdi er værdien af den gældsfrige virksomhed plus nutidsværdien af skatteskjoldet.**
 - Vi antager, at skatteskjoldet har samme afkastkrav som aktiverne tilsvarende en gældspolitik med konstant gearing.
 - Samlet værdi = $VL = VU + rD \times D \times T / rA = 80.000 + 800 \times 0,2 / 0,05 = 83.200$
 - Værdien af egenkapitalen bliver dermed: $E = VL - D = 83.200 - 40.000 = 43.200$
 - Afkastkravet til egenkapitalen skal opfylde, at det samlede portefølje afkast på egenkapital og gæld bliver lig med afkastkravet til aktiverne (ellers er der misprisning i markedet).
 - Afkastkravet til egenkapitalen for denne virksomhed bliver dermed $rE = 83,2/43,2 \times 0,05 - 83,2/43,2 \times 40/83,2 \times 0,02 = 0,077777777$

Appendix: Korrekt skatteberegning

- Virksomhed 2: Betragt den samme virksomhed med gæld.
 - Værdien af egenkapitalen kan også findes ved at diskontere den årlige betaling til egenkapitalen.
 - EBT findes som $EBT = EBIT - rD \times D = 5.000 - 800 = 4.200$
 - Efter skat bliver dette til $CF = 4.200 \times (1-T) = 4.200 \times (1-0,2) = 3.360$
 - Det årlige cash flow til egenkapital bliver dermed på 3.360. Det giver at $E = 3.360 / 0.777777 = 43.200$
- Når man går fra kapitalstrukturen i virksomhed 2 til virksomhed 1, så mindsker man gældens størrelse. Gælden går fra $D = 40.000$ til $D = 0$. Samlet er det et tab af virksomhedsværdi på $VL - VU = 3.200$. Dette er præcis reduktionen i værdien af skatteskjoldet som var $800 \times 0.2 / 0.05 = 3.200$.
- Den samlede skattebetaling for virksomhed 2 var $4.200 \times T = 840$. Den samlede skattebetaling for virksomhed 1 var på $5.000 \times T = 1.000$. Skattebetalingen stiger dermed $1.000 - 840 = 160$.
- Nutidsværdien af den ekstra skattebetaling er $160 / 0,05 = 3.200 =$ reduktionen i værdi når man går fra gæld til ingen gæld.

Appendix: Konsekvens af forkert skatteberegning i Kraka Advisory's rapport

- Antagelsen i Tabel 1 er, at tabet af værdi for virksomheden skal kompenseres ved en stigning i EBIT. For at kompensere for et tab på 160, skal EBIT stige med $rD \times D \times T / (1-T) = 160 / (1-T) = 200$.
- Hvis EBIT stiger til 5.200 for virksomheden uden gæld vil den få en værdi på 83.200 tilsvarende virksomheden med gæld. Samlet set vil virksomheden dermed ikke lide et tab som følge af skiftet i kapitalstruktur.
- Sammenlign nu dette med beregningen tilsvarende den der er anvendt i Tabel 1:
 - Stigning i egenkapital er på $80.000 - 43.200 = 36.800$.
 - Afkastkravet på denne stigning i egenkapital er $36.800 \times 0,077777 = 2.862,22$
 - Før skat skal EBIT derfor stige med $2.862,22 / (1-T) = 3.577,5$.
 - Ekstra skatteregning for at kunne tilfredsstille ny egenkapital bliver på $3.577,5 - 2.862,22 = 715,3$.
- **MEN dette overstiger langt den faktiske stigning i skatteregning, som var på 160 i eksemplet.**
- **Beregningen af den nye nødvendige stigning i før skat indtjening er dermed alt for høj.**