

## Bemærkning vedr. kapitalbuffer

Dette notat er bemærkninger til ”Kommentar til Kraka Advisory publikationen: *Omkostninger forbundet med højere kapitalkrav ved udlån til ejendomsselskaber*” af Jens Dick-Nielsen, Jacob Gyntelberg, og Christoffer Thimsen (herefter ”kommentaren”), som vi har modtaget fra David Bentow.

Det skal understreges, at vi selvfølgelig hilser en faglig dialog om vores arbejde velkomment og sætter pris på den grundige behandling, den tilsendte kommentar afspejler – også selvom vi mener, at en række af kommentarerne afspejler misforståelser ved læsning af vores analyse.

Nedenfor gennemgås kommentaren i detaljer. Helt overordnet:

- Den fundamentale uenighed handler om Modigliani-Miller-effekterne (MM-effekter) og deres størrelsesorden, og dernæst hvordan dette spiller sammen med den kapitalallokeringsmekanisme (og følgende prissætning på de enkelte forretningsområder), kreditinstitutter anvender. Vores holdning er fortsat uændret, som skrevet i vores analyse (s. 7): *Vi anerkender, at mekanismen eksisterer, og at der i forskningslitteraturen er betydelig uenighed om effekternes størrelsesorden.*
- Kommentaren bemærker, at der ikke er medtaget tal for samspillet mellem skatteskjold og MM-effekter. Dette er en udmærket pointe, som vi er glade for, er blevet pointeret. Notatet kunne godt have været klarere her – om ikke andet en præcisering af, hvordan regnestykket er stillet op. Det ændrer dog ikke væsentligt ved resultaterne.
- Der er en række øvrige bemærkninger og diskussion af vores antagelser, hvor vi er direkte uenige med kommentaren. Det handler bl.a. om den interne kapitalallokeringsmekanisme; overvæltning fra banker og videre til ejendomsselskaber og derfra videre til lejere.

Det bemærkes i øvrigt i kommentaren, at vi i analysen *”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”*. Dette har ligget uden for scope af opgaven, og denne afgrænsning fremgår meget tydeligt af analysens indledning (s. 3). Vi mener, at omkostningerne er et relevant input til en samlet offentlig diskussion af tiltaget, selvom diskussion af tiltaget har en række øvrige elementer.

### Modigliani-Miller-effekter

Vi anerkender, at MM-effekterne eksisterer, og konstaterer, at der er stor faglig uenighed om størrelsesordenen af disse. Det er netop denne faglige uenighed i forskningslitteraturen, som Jens Dick-Nielsen, Jacob Gyntelberg og Christoffer Thimsens kommentar afspejler. Disse tre forfattere forfægter det synspunkt, at MM-effekterne er 100 pct. Vi er indforstået med, at det afspejler resultaterne i deres forskningsartikel,<sup>1</sup> men vi mener, det er et noget ensidigt synspunkt, når de i kommentaren skriver, at ”MM-effekten er forkert” i beregningerne og at ”de anvendte referencer er tilbagevist” i deres artikel. Det er bestemt ikke vores opfattelse, at forskningen på dette område – på trods af deres papir – har nået en konsensus om, at MM-effekten er 100 pct.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Dick-Nielsen, Jens, Jacob Gyntelberg, og Christoffer Thimsen (2022). ”The cost of capital for banks: Evidence from analyst earnings forecasts”, *The Journal of Finance*, 77(5): 2577-2611. <https://doi.org/10.1111/jofi.13168>.

<sup>2</sup> Som alt andet kan også forskningsartiklen diskuteres, fx: Kan resultater fra USA overføres 1:1 til en dansk/europæisk kontekst? Kan den variation, der er i datamaterialet, give anledning til så stærke konklusioner (når der ikke er noget eksogen variation at identificere effekter ud fra)? Er der risiko for bias pga. det anvendte two-way fixed effects design, jf. den nyere litteratur om denne og potentielle problemer. Vores ærinde er ikke en teknisk diskussion, blot en konstatering af, at der er uenighed om MM-effekternes størrelsesorden.

Vi konstaterer også, at Jesper Rangvid i Børsen i dag (11. december)<sup>3</sup> udtaler: *”For det fjerde bliver konsekvensen af et sådant bredt indgreb, at alle institutter hæver priserne på lån til denne branche. Dette kan skubbe yderligere til et ejendomsmarked, som allerede er udfordret”*. Det er meget svært at få dette til at være konsistent med MM-effekter på 100 pct. og de deraf afledte størrelsesordener for prisforhøjelser, kommentaren fra Dick-Nielsen, Gyntelberg, og Thimsen finder frem til.

## Samspil mellem skatteskjold og MM-effekter

Det er ikke helt oplagt, hvordan dette præcist bør beregnes, fordi det er uklart, hvordan de samlede MM-effekter fordeler sig på hhv. prisen for fremmedkapital og kravet til egenkapitalforrentning. Men det er oplagt, at det påvirker begge dele i nedadgående retning. Vores regnestykke afspejler reelt en situation, hvor hele MM-effekten tilfalder fremmedkapitalen. Det regnestykke, der opstilles i kommentaren, afspejler derimod den anden yderlighed, dvs. en situation hvor hele MM-effekten tilfalder egenkapitalen. Dette synes heller ikke at være et godt udgangspunkt.

Hvis vi i stedet benytter den anden yderlighed og lader hele MM-effekten tilfalde prisen på egenkapital, vil det kun have en lille indflydelse på ekstraregningen til ejendomsselskaberne. Under antagelse af, at MM-effekterne er 40 pct. (som lagt til grund i vores analyse), vil ejendomsselskaberne således få en ekstraregning på 2.011 mio. kr. mod 2.039 mio. kr. i vores beregninger. Ved at lade MM-effekten tilfalde prisen på egenkapital, øges gevinsten for øvrige forretningsområder, så de får en gevinst på 654 mio. kr. mod 484 mio. i vores beregninger. De samlede private omkostninger ved den foreslåede kapitalbuffer er således 1.357 mio. kr. under antagelse om, at MM-effekterne alene påvirker kravet til egenkapitalforrentning, hvilket er knap 200 mio. kr. mindre end i vores beregninger som præsenteret i analysen, hvor vi rammer 1.555 mio. kr. Det skal dog bemærkes, at disse to tal er yderligheder, der afhænger af om MM-effekten udelukkende rammer kravet til egenkapitalforrentning eller udelukkende rammer prisen på fremmedkapital.

I kommentaren kommer de frem til et markant lavere tal for omkostninger til ejendomsselskaberne; nemlig 140 mio. kr. (s. 3). Det skyldes, at de antager 100 pct. MM-effekter, ingen MM-effekt på fremmedkapital, ingen intern kapitalallokering og en prisovervæltning fra kreditinstitutter til ejendomsselskaber på 2/3.

## Øvrige kommentarer

- I kommentarens s. 5 anføres, at vi antager, at der sker en fuld overvæltning (2.039 mio. kr.) til lejerne. Dette er ikke helt korrekt, idet vi grundigt redegør for, at øgede omkostninger for ejendomsselskaberne vil blive ”indeklemmet” på den del af boligmassen, hvor der er omkostningsbestemt leje, jf. diskussionen i analysens boks 2 (s. 9).
- Det anføres på samme slide (s. 5), at banken vil tjene samlet 403 mio. kr. på at overvælte omkostninger til ejendomsselskaberne. Dette er en misforståelse. Fra sammenfatningen: *Det dækker over øgede omkostninger på mere end 2,0 mia. kr. for udlån til ejendomsselskaber, og gevinster på knap 0,5 mia. kr., som på længere sigt vil tilfalde de resterende kunder*”. Det er isoleret set rigtigt, at bankerne vil tjene flere penge – det er netop konsekvensen af at skulle aflønne en større mængde egenkapital. Den præcise størrelse er uklar, idet MM-effekternes opdeling på hhv. egenkapital og fremmedkapital ikke er veldefineret.
- I kommentarens s. 6 og 7 anføres (implicit) det argument, at kapitalallokeringsmekanismerne i kreditinstitutterne ikke har nogen betydning. Det er vi simpelthen uenige i. Det er fortsat vores synspunkt, at selv hvis MM-effekterne skulle være højere (eller endda hvis de var 100), så vil det stadig føre til højere omkostninger for udlån til ejendomsselskaber, jf. analysen (s. 6 nederst). Gevinsterne (MM-effekter på de

---

<sup>3</sup> Jf. [https://borsen.dk/nyheder/opinion/er-der-behov-for-nyt-kapitalkrav?b\\_source=borsen&b\\_medium=row\\_14&b\\_campaign=news\\_3](https://borsen.dk/nyheder/opinion/er-der-behov-for-nyt-kapitalkrav?b_source=borsen&b_medium=row_14&b_campaign=news_3).

øvrige forretningsområder) vil tilfalde øvrige kunder over tid, hvilket følger af antagelses om fuld overvæltning. Det er klart, at hvis man tror på højere MM-effekter, så vil disse gevinster for de øvrige kunder blive større.

- Det anføres under overskriften "Vedr. overvæltning til ejendomsselskaber" på s. 9, at resultaterne ændrer sig, hvis man lægger en anden overvæltning til grund. Dette er sådan set korrekt – men banalt. Ændrer man antagelserne i retning mod mindre overvæltning, så vil regningen i højere grad ende hos kreditinstitutterne og i mindre grad hos ejendomsselskaberne. Vi har i vores analyse henvist til kilder med begrundelser for, hvorfor vi mener, fuld overvæltning er et udmærket udgangspunkt for beregningerne. Vi savner i kommentaren en faglig begrundet kritik af denne antagelse.
- Det anføres under overskriften "Overvæltning til lejere" på s. 10, at "*100% overvæltning fra ejendomsselskaber til lejere er ligeledes urealistisk*".<sup>4</sup> Hvorfor? At "*Lånerenterne er steget betydeligt over de seneste to år uden, at huslejerne er steget 1-1 tilsvarende*" er ikke et godt modargument. Vi skriver direkte, at det anses som en langsigtet, strukturel effekt (jf. analysens boks 2 om huslejeregulering). Alle antagelser kan diskuteres, men vi regner på en måde, der er konsistent med centraladministrationen (Skatteministeriet). Det må være et fair benchmark for sådanne beregninger.
- I kommentarens s. 11 diskuteres forskellen mellem *private omkostninger* og samfundsmæssige omkostninger (ud fra det synspunkt, at tiltaget vil føre til højere skattebetaling). Vores analyse beskæftiger sig med de omkostninger, der via bankerne ender hos ejendomsselskaberne og lejerne. Mens det er korrekt, at staten vil få et ekstraprovenu af en vis størrelse (som kan "uddeles"), skal man på den anden side huske på, at skatter er forvridende. Hverken vores analyse eller kommentaren beskæftiger sig med de forvridende effekter af tiltaget – det er svært at sige noget om størrelsesordenen, men selvfølgelig er fortegnet kendt.

---

<sup>4</sup> Denne formulering forstærker behovet for, at kommentaren begrundes, hvorfor overvæltning fra banker til ejendomsselskaber bør være anderledes end det, vi har lagt til grund.