

# Analyse | KA kraka advisory

December 2023

## Omkostninger forbundet med højere kapitalkrav ved udlån til ejendomsselskaber



## Sammenfatning:

# Højere kapitalkrav fører til en ekstraregning for ejendomsselskaber og deres lejere på 2 mia. kr.

Det Systemiske Risikoråd henstillede d. 3. oktober 2023 til Erhvervsministeren, at der skal aktiveres en sektorspecifik systemisk buffer for eksponeringer mod ejendomsselskaber. Bufferkravet er på 7 pct. af de risikovægtede aktiver til ejendomsselskaber. Henstillingen omfatter ikke udlån til private ejerboliger, andelsboliger og almene boliger.

Hvis henstillingen følges, skal kreditinstitutterne – banker og realkreditinstitutter – øge egenkapitalen, med mindre de vil reducere udlånet. Fastholdes niveauet for udlånet, svarer det nye bufferkrav til, at egenkapitalen skal øges med 15,3 mia. kr. Dette er dog inden, at der tages højde for den kapitaloverdækning, der følger af Finanstilsynets krav om, at kreditinstitutterne skal kunne overholde kapital- og bufferkravene ikke blot "nu og her", men også i et hårdt stressscenarie. Reelt vil kravet derfor betyde en øget egenkapital på ca. 20. mia. kr., svarende til 9 pct. af de risikovægtede udlån til ejendomsselskaber.

### **Ejendomsselskaberne og deres kunder får en ekstraregning på 2 mia. kr. om året – svarende til 5.800 kr. i højere husleje, hvis man flytter ind i en 60 kvm lejlighed i København**

Beregningerne i dette notat peger på, at ejendomsselskaberne vil få en ekstraregning i størrelsesordenen 2,0 mia. kr. om året, hvilket giver en merudgift på ca. 3.700 kr. om året pr. lånt million. Det svarer til, at en ny lejer af en 2-værelses lejlighed på 60 kvm i København, som følge af den foreslåede nye kapitalbuffer, kan forvente en årlig husleje, der er 5.800 kr. højere end i fravær af bufferkravet. En ny lejer af en tilsvarende lejlighed i Vejle kan forvente en årlig husleje, der er knap 2.400 kr. højere end i fravær af bufferkravet.

### **Regulatorisk usikkerhed øges – uklart om tiltaget er velvalgt**

Ud fra materialet offentliggjort af Det Systemiske Risikoråd er det uklart, om der faktisk er opbygget risiko på det omfattede område, som ikke allerede er tilstrækkeligt afdækket inden for den eksisterende regulering. Ligeledes er det uklart, om det – i tilfælde af, at der faktisk er væsentlige, uafdækkede risici – er det rigtige instrument, der er valgt. Et sektorspecifikt bufferkrav er en ny mekanisme, som lægges oven på den i forvejen omfattende regulering af den finansielle sektor, herunder betydeligt øgede kapitalkrav indført på bagkant af finanskrisen i slutningen af 00'erne. Tiltaget øger alt andet lige den regulatoriske usikkerhed, hvilket presser institutterne til at holde en yderligere kapitaloverdækning i forhold til de regulatoriske krav, hvilket igen bidrager til højere finansieringsomkostninger for kreditinstitutterne og derigennem højere priser for kunderne.

### **Øget kapitalkrav er ikke gratis for kreditinstitutterne – men regningen ender hos kunderne**

Et højere kapitalkrav vil forøge bankernes og realkreditinstitutternes omkostninger ved at foretage udlån til ejendomsselskaber. Selvom kapitalstrukturen er forskellig i banker og realkreditinstitutter, vil det i begge typer af kreditinstitutter lede til en direkte meromkostning, og vi lægger til grund, at meromkostningen svarer til investorernes afkastkrav fratrukket markedsrenten. Baseret på tilgængelig forskningslitteratur og nuværende renteforventninger, så er det vores skøn, at investorerne forventer et afkast, der er ca. 7 pct.-point højere end markedsrenten. Det svarer til en årlig direkte meromkostning på 2,1 mia. kr.

En højere kapitalisering af kreditinstitutterne vil dog også medføre et nedadgående pres på kapitalomkostningerne, både i forhold til aflønning af egenkapital og fremmedkapital. Det skyldes, at et bedre kapitaliseret kreditinstitut alt andet lige vil være mindre risikabelt både at eje og at låne penge til, hvilket medfører lavere afkastkrav på egenkapitalen og lavere omkostninger ved fremmedkapitalfinansiering. Dette kaldes Modigliani-Miller-effekter. Der er i forskningslitteraturen betydelig uenighed om effekternes størrelsesorden, men Modigliani-Miller-effekter i størrelsesordenen 40 pct. er et rimeligt udgangspunkt.

En Modigliani-Miller-effekt på 40 pct. betyder, at 40 pct. af de øgede omkostninger ved krav om mere egenkapital kommer tilbage i form af lavere afkastkrav fra investorer og bedre lånevilkår på kapitalmarkederne, hvilket kan gavne de øvrige forretningsområder. Nettoeffekten er dog, at omkostningerne for kreditinstitutterne stiger. Disse omkostninger vil i høj grad blive overvæltet på kunderne, hovedsageligt via højere bidragssatser på realkreditlån, da ejendomsselskaberne i vidt omfang er belånt gennem realkreditinstitutter. De samlede omkostninger, der overvæltet på kreditinstitutternes kunder, vil være i størrelsesordenen 1,6 mia. kr. om året. 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.

## 1. Indledning

### Notatet sætter tal på omkostninger ved ny kapitalbuffer

Dette notat sætter tal på de omkostninger, der kan opstå som følge af en ny henstilling fra Det Systemiske Risikoråd til Erhvervsministeren. Henstillingen vil forøge kapitalkravene til banker og realkreditinstitutter i forbindelse med udlån til ejendomsselskaber. Dette vil føre til højere omkostninger for kreditinstitutterne på de omfattede lån. Denne omkostning vil i betydeligt omfang blive afspejlet i dyrere lån (fx via bidragssatserne) og dermed højere finansieringsomkostninger for ejendomsselskaber, og ultimativt vil den føre til højere priser for både lejere af bolig og erhvervslejemål.

### Henstilling om højere kapitalkrav ifm. udlån til ejendomsselskaber

Det Systemiske Risikoråd henstillede d. 3. oktober 2023 til Erhvervsministeren, at der skal aktiveres en sektorspecifik systemisk buffer for erhvervseksposeringer mod ejendomsselskaber.<sup>1</sup> I den forbindelse noterede Erhvervsministeriet, at regeringen agter at følge henstillingen. Bufferkravet er på 7 pct. af de risikovægtede aktiver på udlån til ejendomsselskaber, altså selskaber registreret i Danmark i branchen "Gennemførelse af byggeprojekter" samt "Fast ejendom", dog er eksposeringer mod selskaber i "Almene boligselskaber" og "Andelsforeninger" i branchen "Fast ejendom" undtaget. Udlån til private ejerboliger er dermed ikke omfattet af henstillingen.

### Bufferne skal øges med 15 mia. kr.

Samlet har kreditinstitutterne udlån til de omfattede brancher på knap 548 mia. kr. Hvis man lægger en gennemsnitlig risikovægt på 40 pct. til grund for disse udlån,<sup>2</sup> svarer det til et samlet REA ("risk exposure amount") på 219 mia. kr., hvilket med et bufferkrav på 7 pct. svarer til, at bufferne skal øges med 15,3 mia. kr.

### Notatet ser på omkostninger, ikke på mulige gevinster

Der er dermed tale om en betydelig forøgelse af størrelsen af de bufferkrav, kreditinstitutterne er underlagt, hvorfor det er væsentligt at belyse de (partielle) *omkostninger*, som de øgede krav kan give anledning til. Dette notat forholder sig ikke til potentielle samfundsmæssige *gevinster* ved den øgede regulering. De øgede kapitalkrav til kreditinstitutterne begrundes af Det Systemiske Risikoråd med, at der er behov for yderligere regulatoriske tiltag for at sikre den finansielle stabilitet i Danmark. Det bør anerkendes, at dette hensyn selvsagt er væsentligt.

### Omkostninger er et vigtigt element i vurdering af tiltaget

Det er dog ud fra materialet offentliggjort af Det Systemiske Risikoråd uklart, om der faktisk er opbygget risiko på det omfattede område, som ikke allerede er tilstrækkeligt afdækket inden for den eksisterende regulering, herunder de eksisterende kapitalbuffer, som specifikt er designet til at institutterne kan modstå stress. Ligeledes er det uklart, om det – i tilfælde af, at der faktisk er væsentlige, uafdækkede risici – er det rigtige instrument, der er valgt. Med andre ord ligger det uden for afgrænsningen af dette notat at forholde sig til den samlede cost-benefit-analyse af, hvorvidt tiltaget er ønskeligt på samfundsniveau. Men et sektorspecifikt bufferkrav er en ny mekanisme, som lægges oven på den i forvejen omfattende regulering af den finansielle sektor. Tiltaget forøger alt andet lige den regulatoriske usikkerhed, og tiltaget har derudover konkrete omkostninger. Det er et vigtigt element i en videre diskussion af de samlede fordele og ulemper ved tiltaget at sætte tal på disse omkostninger.

Notatet er udarbejdet for Finans Danmark (FIDA).

<sup>1</sup> Jf. <https://risikoraad.dk/nyheder/2023/oktober/aktivering-af-en-sektorspecifik-systemisk-buffer-for-erhvervseksposeringer-mod-ejendomsselskaber>.

<sup>2</sup> FIDA oplyser, at 40 pct. gennemsnitlig risikovægt er konsistent med oplysninger fra deres medlemmer.

## 2. En kort introduktion til kapitalkrav

### Finansiell regulering skærpet markant siden finanskrisen

På bagkant af finanskrisen i slutningen af 00'erne er reguleringen af den finansielle sektor skærpet betydeligt.<sup>3</sup> Reguleringen følger af Basel III-standarderne, som er implementeret i Danmark, og ændringerne i forhold til tidligere kan groft sagt opdeles i fire spor.

- Markant øgede kapitalkrav: Kreditinstitutterne skal i tillæg til minimumskapitalkravene (søjle I og II) overholde forskellige "kapitalbufferkrav". Det samlede nye kapitalbufferkrav kommer for de store institutter (SIFI'er) op på mellem 6 og 8 pct. af de risikovægtede aktiver i de perioder, hvor den kontracykliske kapitalbuffer er bygget fuldt op. Det svarer til op mod en fordobling af oprindelige søjle I-kapitalkrav, og bufferne skal udelukkende dækkes med egenkapital. Dette er før den nye foreslåede systemiske buffer for eksponeringer mod ejendomsselskaber.
- Gearing: Kreditinstitutternes kernekapital<sup>4</sup> skal udgøre mindst 3 pct. af aktiverne, uanset hvor sikre eller risikable aktiverne vurderes at være.
- Likviditet: Som følge af regler om "liquidity coverage ratio" (LCR), skal kreditinstitutterne holde en vis mængde tilstrækkeligt likvide aktiver til at kunne modstå 30 dages intensiv likviditetsstress, hvor de finansielle markeder er under pres.
- Nye krav til nedskrivningseggede passiver, såkaldte NEP-krav. Dette gør det muligt at konvertere en del af et nødlidende instituts gæld til egenkapital i en alvorlig krisesituation, så det kan restruktureres hurtigt uden langvarig konkursbehandling.

### En yderligere buffer målrettet ejendomsselskaber

Henstillingen fra Det Systemiske Risikoråd vil øge kapitalkravene med en yderligere kapitalbuffer. Bufferen udregnes ikke på baggrund af de samlede risikovægtede aktiver for kreditinstituttet, men er målrettet specifikt mod risikovægtede udlån til ejendomsselskaber. Hermed fraviger henstillingen modellen for de øvrige buffere, som ikke har taget hensyn til, hvem der har modtaget lån, men alene til et kreditinstituts samlede risikovægtede aktiver, instituttets systemiske vigtighed (SIFI-status) og konjunktursituationen (om den kontracykliske kapitalbuffer er frigivet eller i hvilket omfang, den er bygget op).<sup>5</sup>

### Kapitalkrav skal kunne opfyldes i et hårdt stressscenarie

Finanstilsynet pålægger institutterne at have tilstrækkelig kapitalisering til også at kunne opfylde kapital- og bufferkravene i et stærkt stressscenarie. Selvom den kontracykliske kapitalbuffer frigives i et hårdt stressscenarie, ændrer det ikke på, at institutterne som følge af samspillet mellem kapitalkrav og stresstest er nødt til at overopfylde kapitalkravene i betydeligt omfang i en normal markedssituation.

### I praksis er kapitalkravet derfor højere end 7 pct. af REA

Mens den nye buffer er fastsat til 7 pct. af de risikovægtede aktiver (REA) forbundet med ejendomsselskaber, er det vores vurdering, at kravet reelt vil føre til en forøgelse af kapitaldækningen, der er højere, jf. diskussion i boks 1. På den baggrund lægger vi i de følgende beregninger til grund, at bufferkravet i praksis vil føre til, at egenkapitalen skal forøges med 9 pct. af de risikovægtede aktiver vedrørende udlån til ejendomsselskaber, altså 2 pct.-point højere end selve bufferkravet på 7 pct.

<sup>3</sup> En mere detaljeret gennemgang findes i [Kraka Advisory \(2021\)](#), kapitel 4.

<sup>4</sup> Kernekapital defineres som summen af egenkapital og lån optaget på specielle vilkår uden en udløbsdato (også kaldet hybrid kernekapital).

<sup>5</sup> Den kontracykliske buffer er landespecifik, og den rammer alene instituttets indenlandske eksponeringer

### Boks 1 Bufferkrav og kapitaloverdækning som følge af stressscenarier

I praksis øges kapitalkravet mere end 7 pct.-point målt i forhold til nuværende risikovægtede aktiver ("risk exposure amount" - REA). Det skyldes, at Finanstilsynet pålægger institutterne at have tilstrækkelig kapitalisering ud over kapital- og bufferkrav til at modstå et stærkt stressscenario. Det betyder, at selv i et stærkt stressscenario skal kapital- og bufferkrav være opfyldt.

I et stressscenario vokser størrelsen af REA. Det skyldes, at både sandsynligheden for misligholdelse af lån ("probability of default" - PD) og tabsstørrelsen i tilfælde af misligholdelse af lån ("loss given default" - LGD) stiger. Af begge grunde stiger risikovægtene. Øget REA medfører i sig selv øget kapitalkrav (fordi bufferne skal dække en bestemt andel af REA). Derudover kan egenkapitalen blive udhulet, hvis kreditinstituttet realiserer tab, hvilket også trækker i retning af en vis overkapitalisering.

Det betyder, at hvis lovgivningskravet er steget med 7 pct.-point, så skal dette også indregnes i den mængde kapital, som instituttet skal have i et stressscenario, hvor både REA stiger, og egenkapitalen mindskes.

Et taleksempel belyser effekten: Antag, at instituttet har en REA på 100 og et kapitalkrav på 13 pct., og at der regnes med en forøgelse af REA til 130 i et hårdt stressscenario. For ikke alene at opfylde kapitalkravet i dag, men også under et hårdt stressscenario, skal instituttet derfor have kapital svarende til 13 pct. af 130, hvilket svarer til 16,9 pct. af nuværende REA. Hvis kapitalkravet ændres til 20 pct. (13 pct. + 7 pct. yderligere buffer), da slår dette igennem også i det stressede scenario, hvorved kapitalkravet bliver 20 pct. af 130, hvilket svarer til 26 pct. af nuværende REA. Den samlede mængde kapital, der skal holdes i forhold til nuværende REA, forøges dermed ikke kun fra 16,9 pct. til 23,9 pct., men fra 16,9 pct. til 26 pct., hvilket er 2,1 pct.-point mere end de 7 pct.

Det er svært at estimere, hvor høj REA-forøgelsen er i et hårdt stressscenario. I EBA's (2023) stresstest af europæiske banker fremgår det, at REA-forøgelsen stammende fra IRB kreditporteføljer er ca. 20 pct. i gennemsnit for alle banker. Det er sandsynligt, at erhvervsjendomme er mere følsomme end dette (større ændringer i både PD og LGD) og dermed ser en større forøgelse af REA. Vi har valgt at regne med en forøgelse på 2 pct.-point af kapitaldækningen ud over bufferkravets 7 pct., altså en samlet effekt på 9 pct. af REA vedrørende de omfattede udlån.

### Øgede kapitalkrav fører til højere omkostninger...

### 3. Øgede kapitalkrav fører til højere omkostninger for kreditinstitutterne

Øgede kapitalkrav for kreditinstitutter kan forøge omkostningerne ved at yde lån. Det skyldes grundlæggende, at afkastkravet for egenkapital er væsentligt højere end de omkostninger, kreditinstitutterne har ved at finansiere udlån med fremmedkapital. Omkostningerne ved egenkapital (afkastkravet) varierer fra institut til institut og er modsat renter på lån ikke en størrelse, der direkte kan observeres.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Bemærk, at kapitalstrukturen er forskellig i banker og realkreditinstitutter. I begge typer kreditinstitutter vil øgede kapitalkrav lede til en direkte meromkostning for instituttet. For realkreditinstitutter gælder, at egenkapital bidrager til at gøre realkreditinstitutterne mere robuste og bør dermed – ligesom for pengeinstitutter – reducere investorernes afkastkrav til egenkapitalen, fordi risikoen på realkreditlånene, som alt andet lige er uændret, fordeles på en større egenkapitalbase, jf. diskussionen i Ekspertudvalget (2016). Som følge af den større egenkapital bør afkastkravet reduceres på realkreditobligationerne, da tabsrisikoen på disse reduceres. Denne gevinst tilfalder dog som følge af match-funding ikke institutterne (ejerne af egenkapitalen), men derimod låntagerne. Dermed adskiller mekanismen sig en smule fra pengeinstitutterne, hvor der ikke på samme måde er en mekanisk effekt, der direkte sikrer, at gevinsterne for lavere pris på fremmedkapital tilfalder kunderne. Det lægges dog til grund i vores beregninger, at gevinsterne fra lavere omkostninger til fremmedkapital for pengeinstitutter også tilfalder kunderne via fuld prisovervæltning.

**... grundet et afkastkrav på egenkapital på ca. 10 pct.**

I dette notat lægger vi til grund, at afkastkravet for egenkapital er 10,2 pct. Dette er gennemsnittet af en lang række estimerede modeller i Den Europæiske Centralbanks undersøgelse fra 2021 (Altavilla m.fl., 2021). Dette er et skøn med en vis usikkerhed, men usikkerhederne går begge veje. På den ene side kan der argumenteres for, at de danske kreditinstitutter muligvis i gennemsnit opfattes som mere sikre af markedet end de europæiske institutter, der er grundlag for undersøgelsen. Det trækker isoleret set i retning af en lavere risikopræmie på at investere i et dansk kreditinstitut og dermed et lavere afkastkrav. På den anden side baserer gennemsnittet på 10,2 pct. i ECBs undersøgelse sig på et bredt udsnit af estimationsmodeller, inklusive estimationer af CAPM-specifikationer, som forskningslitteraturen ikke finder specielt velegnet, og disse trækker gennemsnittene nedad (Altavilla m.fl., 2021). Isoleret set trækker CAPM-specifikationerne i retning af, at det "sande" uobserverbare afkastkrav er højere, end det vi lægger til grund.

**Spread på ca. 7 pct. mellem finansiering med hhv. egen- og fremmedkapital**

For fremmedkapital lægger vi i beregningerne til grund, at kreditinstitutter kan opnå finansiering til 3,05 pct. i rente.<sup>7</sup> Det svarer til den forventede rentesats på et F3-lån, der optages 1. juli 2024.<sup>8</sup> Vi bruger renten på et F3-lån, da den foreslåede kapitalbuffer skal evalueres hvert andet år. F3-lånet er derfor en god approksimation for markedets forventninger til renten i de næste to år. Dermed er forskellen på omkostninger ved hhv. egenkapital og fremmedkapital ca. 7 pct.-point. Det skal bemærkes, at prisen på fremmedkapital er baseret på aktuelle forventninger til markedsrenterne, mens prisen på egenkapital (afkastkravet) er baseret på data frem til 2019, hvor vi var i et lavrentemiljø. Det trækker isoleret set i retning af, at afkastkravet på 10,2 pct. er et konservativt bud på det nuværende afkastkrav.

**Omkostninger vil ramme udlån til de omfattede brancher**

De øgede omkostninger vil efter vores opfattelse blive pålagt udlån til virksomheder i de omfattede brancher, hovedsageligt via ændringer i bidragssatserne i realkreditinstitutterne. Det vil derimod ikke – eller kun i meget begrænset omfang – føre til ændringer i omkostninger og dermed priser på udlån til kunder, der ikke er omfattet af bufferkravet. Det skyldes måden, hvorpå kreditinstitutter i praksis allokerer kapital. En grundigere diskussion af intern kapitalallokering findes i bilag B1.

**Modigliani-Miller (MM) argumenterer for irrelevans af kapitalstruktur**

I forbindelse med diskussioner af kapitalkrav til kreditinstitutter, dukker spørgsmålet op om, hvorvidt Modigliani-Millers resultat om irrelevans af kapitalstruktur for kreditinstitutternes samlede kapitalomkostninger er tæt på at være opfyldt eller ej. En udgave af resultatet udtrykker, at selvom kravet til forrentning af egenkapital er større end på gæld, vil en øget egenkapitalfinansiering nedbringe risikoen – og dermed afkastkravet – både på gæld og egenkapital så meget, at det præcis opvejer effekten af, at en større del af finansieringen består af "dyr" egenkapital. Resultatet sammenligner to kreditinstitutter med forskellige kapitalstrukturer, men udtaler sig ikke om, hvad der sker for det enkelte institut ved højere kapitalkrav. Teoretisk burde det betyde en omfordeling af værdi fra egenkapital til gæld og tab af en skattefordel. Dick-Nielsen m.fl. (2022) finder kun en lille effekt af skattefordelen.

**Udlån til ejendoms-selskaber fordyres uanset størrelse af MM-effekter**

Om man tror på en Modigliani-Miller-effekt eller ej har dog kun lille betydning for analysen af, hvor meget kreditinstitutterne skal øge deres rentemarginal eller bidragssatser med på udlån til ejendomsselskaber. Det skyldes, at kreditinstitutter måler deres forskellige forretningsområders profitabilitet i forhold til brug af regulatorisk kapital, jf. bilag B1 om intern kapitalallokering. Derfor vil et øget kapitalkrav på et bestemt forretningsområde slå fuldt igennem i aflønningskravet for udlån til netop dét forretningsområde. Så selv hvis der virkelig følger en reduktion i afkastkravet for egenkapital med den øgede kapitalisering for hele kreditinstituttet, så vil effekten af det lavere afkastkrav for instituttet generelt langt fra

<sup>7</sup> Mens det på marginalen er sandsynligt med en rentesats på 3,05 pct. for både banker og realkreditinstitutter, så udgøres en betydelig del af bankernes fremmedkapital af indlån, der har en lavere rentesats og derved trækker gennemsnittet ned. I nærværende analyse er marginalomkostningerne dog mere relevante end gennemsnitsomkostningerne.

<sup>8</sup> Den forventede rentesats på et F3-lån pr. 1. juli 2024 er taget fra Nykredits renteprognose d. 1. december 2023 (<https://www.nykredit.dk/din-virksomhed/behov/finansiering/kurser-m.m/aktuel-renteprognose/#kom-godt-videre>).

opveje det forøgede kapitalkrav, som virker på det udsete forretningsområde. Potentielle Modigliani-Miller-effekter er med andre ord en andenordenseffekt af meget begrænset størrelse, når der ses på området for udlån til ejendomsselskaber.

### Høj empirisk usikkerhed om MM-effekter

Antagelsen om en fuld Modigliani-Miller-effekt er formentlig ikke empirisk understøttet. Vi anerkender, at mekanismen eksisterer, og at der i forskningslitteraturen er betydelig uenighed om effekternes størrelsesorden. Vi vurderer på baggrund af to meta-studier, at Modigliani-Miller-effekterne er i størrelsesordenen 40 pct., altså langt fra fuldt gennemslag (Almenberg m.fl., 2017; Birn m.fl., 2020).<sup>9</sup>

## 4. Resultater

### Tabel 1 præsenterer vores beregninger

Nedenstående tabel 1 præsenterer vores beregninger og de forventede huslejestigninger som følge af den foreslåede kapitalbuffer i forbindelse med udlån til ejendomsselskaber. Bilag B2 uddyber de datainputs og antagelser, der er lagt til grund for beregningerne.

### Krav om knap 20 mia. kr. øget egenkapital

Egenkapitalen skal som følge af det nye bufferkrav øges med knap 20 mia. kr. Det skyldes, at kreditinstitutterne har udlån for 548 mia. kr. til ejendomsselskaber med en gennemsnitlig risikovægt på 40 pct. lagt til grund, og yderligere ca. 9 pct. af disse risikovægtede aktiver skal dækkes ind med egenkapital som følge af den foreslåede kapitalbuffer. Vi lægger 9 pct. til grund for beregningerne i stedet for den foreslåede sats på 7 pct., da kreditinstitutterne anvender en vis grad af kapitaloverdækning for at kunne klare sig igennem hårde stressscenarier uden at overskride kapitalkravene, jf. diskussion i boks 1.

### Bruttoregning til ejendomsselskaber på 2,1 mia. kr. om året

Den store stigning i kreditinstitutternes egenkapital medfører en bruttoregning til ejendomsselskaberne på 2,1 mia. kr. om året. Denne stigning følger af et afkastkrav efter skat fra investorerne på lidt over 10 pct., hvilket betyder, at investorerne forventer et afkast før skat på 13,8 pct. Det forventes, at det øgede afkastkrav overvælttes på ejendomsselskaberne, da kreditinstitutter i høj grad opererer med afkastkrav pr. krone egenkapital, som et forretningsområde lægger beslag på, jf. bilag 1 om intern kapitalallokering. Omvendt vil pengeinstitutter opleve lavere renteudgifter som følge af en mindre mængde fremmedkapital. I realkreditinstitutterne er det muligt, at kravene rent operationelt i stedet vil give anledning til placering af flere midler i kapitalmarkederne. Vi antager, at afkastet af disse midler svarer til pengeinstitutternes besparelse på renteudgifter.

### Større robusthed mindsker regningen til 2,0 mia. kr.

En mindre del af bruttoregningen på 2,1 mia. kr. kommer dog tilbage som følge af lavere afkastkrav og lavere rentesatser på hhv. pengeinstitutternes fremmedkapital og realkreditinstitutternes realkreditobligationer. Det skyldes, at kreditinstitutterne bliver finansielt mere robuste, hvorved investorer vil acceptere et lavere afkastkrav, og kreditorer vil acceptere en lavere rentesats. Denne effekt kaldes også Modigliani-Miller-effekt (MM-effekt), jf. forrige afsnit. I de følgende beregninger lægger vi en MM-effekt på 40 pct. til grund, hvilket medfører en indirekte gevinst for ejendomsselskaberne svarende til 81 mio. kr., hvorfor den samlede regning lyder på 2,0 mia. kr. Det er desuden værd at bemærke, at kreditinstitutternes øvrige forretningsområder står til en indirekte gevinst på knap 500 mio. kr. som følge af den øgede finansielle robusthed.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Vi lægger samme størrelsesorden af MM-effekter til grund for realkreditmarkedet som for bankmarkedet. Ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet finder på realkreditmarkedet betydelige MM-effekter (i størrelsesordenen 60 pct.), men den empiriske undersøgelse har en række begrænsninger, fordi den baserer sig på CAPM-modeller. Det er derfor vores vurdering, at 40 pct. MM-gennemslag baseret på metastudierne i Almenberg m.fl. (2017) og Birn m.fl. (2020) er retvisende at lægge til grund. Udvalgets publikation indeholder også en detaljeret diskussion af MM-effekter og de operationelle og konceptuelle forskelle mellem MM-effekter mellem banker og realkreditinstitutter, jf. Ekspertudvalget (2016), p. 64 ff.

<sup>10</sup> Vores beregninger afspejler en situation, hvor MM-effekten tilfalder fremmedkapitalen. Det er ikke oplagt, hvordan MM-effekten i praksis fordeles mellem afkastkrav og rente på fremmedkapital, men begge må forventes at falde ved højere kapitalisering. Ved at betragte den anden yderlighed, hvor den MM-effekt udelukkende tilfalder afkastkravet, ændres udgifterne til ejendomsselskaberne fra 2.039 mio. kr. til 2.011 mio. kr., mens gevinsten for øvrige forretningsområder stiger fra 484 mio. kr. til 654 mio. kr.

**Tabel 1 Konsekvensberegninger af en sektorspecifik kapitalbuffer**

<b>Samlet ekstraudgift pr. år til ejendomsselskaber</b>			
Kapital der rykkes fra gæld til egenkapital i kreditinstitutterne	$548.000 \times 0,4 \times (0,07 + 0,02)$	19.728	mio. kr.
Ekstra afkastkrav <i>efter</i> skat til ejerne af den nye egenkapital	$19.728 \times 0,1021$	2.014	mio. kr.
Ekstra afkastkrav <i>før</i> skat	$2.014 / (1 - 0,26)$	2.722	mio. kr.
Lavere omkostninger til fremmedkapital <sup>1</sup>	$19.728 \times 0,0305$	602	mio. kr.
MM-effekt (vi bruger afkastkrav <i>efter</i> skat) <sup>2</sup>	$(2.014 - 602) \times 0,4$	565	mio. kr.
- Heraf MM-effekt på ejendomsselskaber	$565 \times 548.000 / 3.822.510$	81	mio. kr.
- Heraf MM-effekt på andre forretningsområder	$565 - 81$	484	mio. kr.
Udgifter til ejendomsselskaber efter MM-effekt	$2.722 - 602 - 81$	2.039	mio. kr.
<b>Ekstraudgifter pr. lånt million i ejendomsselskaber og huslejestigninger pr. million i ejendomsværdi</b>			
Årlig ekstraudgift pr. lånt million i ejendomsselskaberne <sup>3</sup>	$2.039 \text{ mio. kr.} / 548.000 \text{ mio. kr.}$	3.721	kr. / mio. kr.
Årlig huslejestigning pr. million i ejendomsværdi	$3.721 \times (1 - 0,461)$	2.006	kr. / mio. kr.

Anm.: <sup>1</sup> Pengeinstitutter vil opleve lavere renteudgifter som følge af en mindre mængde fremmedkapital, som er nødvendig for at fastholde samme mængde udlån. Pga. kapitalstrukturen i realkreditinstitutter er det muligt, at kravene rent operationelt i stedet vil give anledning til placering af flere midler i kapitalmarkederne (ikke udlån). Under antagelse af, at både aflønning af placerede midler på kapitalmarkederne og prisen for fremmedkapital er den samme, vil begge mekanismer give anledning til samme numeriske effekt. <sup>2</sup> MM-effekt står for Modigliani-Miller-effekt og angiver hvor stor en del af de øgede udgifter forbundet med mere egenkapitalfinansiering, der "kommer tilbage" i form af lavere afkastkrav og lavere rentesatser på fremmedkapital. <sup>3</sup> Den årlige ekstraudgift pr. lånt million er lig de samlede udgifter til ejendomsselskaberne divideret med det totale udlån til ejendomsselskaber, fordi vi antager fuld prisovervæltning fra ejendomsselskaberne til lejerne. Afrundingsfejl medfører, at nogle udregninger ikke angiver det præcise resultat.

Kilde: Egne beregninger baseret på datainputs og antagelser i bilag B2.

### Stadig stor regning ved konservative forudsætninger

I en følsomhedsberegning, hvor vi ændrer kraftigt på forudsætningerne, der lægger til grund for beregningerne, vil der stadig være en stor ekstraregning for ejendomsselskaberne. Vi ser således en ekstraregning for ejendomsselskaberne på 1,0 mia. kr., hvis vi antager et afkastkrav på 8 pct., en pris på fremmedkapital (markedsrenten) på 4 pct., en prisovervæltning fra kreditinstitutter til ejendomsselskaber på 80 pct. og en MM-effekt på 60 pct.

### Årlig regning til nye lejere på ca. 2.000 kr. per mio. af ejendommens værdi

Den samlede ekstraregning til ejendomsselskaberne svarer til en årlig ekstraregning pr. lånt million på ca. 3.700 kr. Da ejendomsselskaberne finansierer en betydelig del af deres aktiver med egenkapital, svarer den samlede ekstraregning til ca. 2.000 kr. pr. million af ejendomsselskabernes aktiver. For en ny lejer i en ejendom, hvor huslejen sættes frit eller efter det lejedes værdi, forventes hele ekstraudgiften på de 2.000 kr. pr. million af ejendommens værdi på sigt at blive overvæltet på lejeren. Denne antagelse følger af Skatteministeriet (2023), jf. bilag B2. Hvis huslejen derimod er omkostningsbestemt, så vil ejendomsselskaberne være juridisk forpligtet til at tage den fulde regning – også selvom det måtte føre til konkurs. Yderligere detaljer om huslejeregulering og mulighederne for prisovervæltning fra ejendomsselskaberne til deres lejere fremgår af boks 2 nedenfor.

### Huslejestigning på 5.800 kr. årligt for 60 m<sup>2</sup> i København

En ny lejer af en 2-værelses lejlighed på 60 m<sup>2</sup> i København kan som følge af den foreslåede kapitalbuffer forvente en årlig huslejestigning på 5.800 kr. Til denne beregning har vi lagt til grund, at kvadratmeterprisen på ejerlejligheder i København er 48.500 kr., og at



ejendomsselskaberne finansierer 46,1 pct. af deres aktiver med egenkapital.<sup>11</sup> Hvis en større del af ejendomsselskabet finansieres med gæld, vil den forventede huslejestigning være større. Der skal være tale om en lejlighed, hvor huslejen kan sættes frit eller efter det lejedes værdi. En ny lejer af en tilsvarende lejlighed i Vejle kan forvente en årlig husleje, der er knap 2.400 kr. dyrere end i fraværet af den foreslåede kapitalbuffer.

**Vores estimater  
passer med tidligere  
studier**

De beregnede effektstørrelser svarer til resultaterne fra flere studier i den akademiske litteratur. Den akademiske litteratur beskæftiger sig dog primært med effekterne af universelle kapitalkrav, og altså ikke sektorspecifikke kapitalkrav. Ved at ændre beregningsforudsætningen fra en sektorspecifik til universel kapitalbuffer, så ligger vores estimat inden for spændet af estimater i den akademiske litteratur, men dog i den lave ende.<sup>12</sup>

### **Boks 2 Huslejeregulering og muligheder for prisovervæltning**

Huslejen i private udlejningsboliger kan enten være reguleret efter omkostningsbestemt leje, fri husleje, eller fastsættelse efter det lejedes værdi, jf. diskussion i DØRS (2023).

40 pct. af boligerne i Danmark er lejeboliger, heraf er ca. halvdelen (dvs. 20 pct. af alle boliger) private lejeboliger, dvs. ejet af ejendomsselskaber eller øvrige private ejere, fx pensionskasser og privatpersoner. Den anden halvdel er almene boliger, som ikke er omfattet af de nye bufferkrav.

Lejen i private lejeboliger kan enten være fri (25 pct. af private lejeboliger), fastsat efter det lejedes værdi (25 pct. af private lejeboliger) eller omkostningsbestemt (50 pct. af private lejeboliger). Vi lægger til grund, at omkostninger (fx i form af øgede finansieringsomkostninger) til ejendomsselskaber vil medføre fuld overvæltning på huslejen for boliger, hvor huslejen er fri eller fastsat efter det lejedes værdi. Dvs. overvæltningen vil ske på 50 pct. af private lejeboliger (svarende til 10 pct. af alle boliger i Danmark).

Desuden må der forventes fuldt gennemslag på erhvervslejemål. Gennemslag skal ses som en langsigtet og strukturel effekt, idet tilpasningen for private lejeboliger (som ikke er underlagt omkostningsbestemt leje) hovedsageligt vil ske ifm. tilflytning af nye lejere, dvs. effekten vil slå igennem i takt med til- og fraflytning fra eksisterende boliger. For erhvervslejemål er mekanismen i høj grad den samme, dog kan lejen typisk justeres, hvis lejen er markant ude af trit med markedslejen, hvorfor tilpasningen her formentlig vil foregå hurtigere.

For private udlejningsboliger, hvor der er omkostningsbestemt leje, vil regningen for de nye bufferkrav blive "indeklemmet" hos ejendomsselskaberne, som ikke har mulighed for at sende regningen videre til lejerne. Dog kan øgede omkostninger forstærke incitamentet for ejere af udlejningsejendomme til at foretage istandsættelser, som muliggør overgang til lejefastsættelse efter det lejedes værdi, hvilket i nogen grad vil resultere i prisovervæltning til nye lejere.

For private lejeboliger, hvor huslejen sættes frit eller efter det lejedes værdi, forventes hele ekstraudgiften på 2.000 kr. pr. million af ejendommens værdi at blive overvæltet på lejeren. I praksis er dette en langsigtseffekt, da husleje for eksisterende lejere reguleres via nettoprisindekset. Den fulde overvæltning vil ske ifm. tilflytninger (indgåelse af nye lejekontrakter). Dette er baseret på Skatteministeriet (2023), som lægger fuld overvæltning til grund ifm. stigninger i grundskyld.

<sup>11</sup> <https://www.boliga.dk/boligpriser/resultater?area=80001&type=1&data=0> og <https://statistikbanken.dk/statbank5a/Select-VarVal/Define.asp?MainTable=REGN5&PLanguage=0&PXSid=0&wsid=cftree>.

<sup>12</sup> Hvis vi antager, at den sektorspecifikke kapitalbuffer i stedet indføres som en universel kapitalbuffer, så svarer vores resultat til, at en forøgelse af kapitalkravet med ét procentpoint (i forhold til risikovægtede aktiver) medfører 2,6 basispoint højere renter. I et metastudie finder Birn m.fl. (2020), at to ud af ni estimerer en effekt på hhv. 2,3 og 2,5 basispoint, mens et tredje studie estimerer en effekt på mellem 3 og 7 basispoint. Hvis vi i stedet betragter en forøgelse af kapitalkravet med ét procentpoint i forhold til samlede aktiver, så estimerer vi en effekt på 6,5 basispoint højere renter. I et andet metastudie finder Almenberg m.fl. (2017), at 5 ud af 13 studier estimerer en lavere effekt end vores resultat.

# BILAG

## B1. Intern kapitalallokering

Banker og realkreditinstitutter er underlagt kapitalkrav, som blandt andet sætter minimumskrav til, hvor stor en del af balancens passiver, der skal udgøres af egenkapital. I analysen her ser vi på kapitalkrav, der er relateret til udlån og specifikt på det risikobaserede kapitalkrav. Ideen med risikobaserede kapitalkrav er, at kravet om hvor stor en del af et forretningsområdes bidrag til balancen, som skal finansieres af egenkapital, afhænger af den risiko, forretningsområdet bidrager med. Der tages højde for risiko ved at oversætte alle engagementer til en fælles skala – ”risk exposure amount” (REA) – og dernæst udmåle kapitalkravet som en brøkdel af samlet REA.

Processen består af to trin: Først beregnes et låns risikovægt, som fastlægger lånets bidrag til REA, og derefter udmåles kapitalkravet som en brøkdel af REA. Som eksempel vil et lån med risikovægt på 40 pct. og en hovedstol på 100 mio. kr. bidrage med 40 mio. kr. til REA. Hvis kapitalkravet er 15 pct. af REA, vil alene dette engagement føre til et krav om, at kreditinstituttet har mindst 6 mio. kr. i egenkapital. Et låns risikovægt afhænger af risikoen for, at lånet misligholdes (”probability of default” – PD) og af lånets forventede tab ved misligholdelse (”loss given default” – LGD). Derfor er både låntagers kreditkvalitet og kvaliteten af en eventuel sikkerhedsstillelse for lånet afgørende faktorer ved fastlæggelse af risikovægten. Der er udviklet et betydeligt modelapparat til at beregne risikovægte i kreditinstitutterne. Kapitalkravet følger af en række juridiske krav og suppleres af ledelsens vurdering af, hvilken grad af overkapitalisering kreditinstituttet skal have i forhold til lovgivningskravet.

Kreditinstitutter holder nøje øje med, hvor meget hvert forretningsområde bidrager til REA, og institutterne måler lønsomheden af områder på hvor meget indtjening, de leverer i forhold til bidraget til REA. For udlån tjener kreditinstitutterne penge ved at opkræve en blanding af renter og bidragssatser, der er højere end den omkostning, de har ved at tilbyde lånet. Men hvor stor skal renten eller bidragssatsen være for, at lånet set fra kreditinstituttets synspunkt er en god forretning? I den model som kreditinstitutter generelt benytter til at besvare dette spørgsmål, sættes den krævede merrente på et lån i forhold til den mængde regulatorisk kapital (egenkapital mv.), som lånet ”beslaglægger”. Ideen er, at hvis den samlede mængde egenkapital er givet, hvilket de enkelte forretningsområder vil opleve på kort sigt, så tjener kreditinstituttet flest penge ved at yde lån, som giver høj profitabilitet pr. enhed bidrag til REA.

Hvis renten på et udlån (inklusiv løbende bidrag) er  $r_L$ , kreditinstituttet kan fremmedkapitalfinansiere til en rente på  $r_f$ , lånets forventede tab inden for et år er  $\lambda$ , og lånets andel af kreditinstituttets årlige omkostninger til bygninger, løn etc. er  $c_L$ , da bidrager en udlånt krone med fortjenesten  $r$  givet ved

$$r = r_L - r_f - \lambda - c_L$$

Hvis lånet har en risikovægt på  $\rho$ , og kapitalkravet er  $\kappa$ , så kræves der (mindst)  $\rho\kappa$  i egenkapitalfinansiering pr. udlånt krone, og indtjeningen pr. enhed regulatorisk kapital er derfor

$$r_C = \frac{r_L - r_f - \lambda - c_L}{\rho\kappa}$$

Dette er afkastet pr. enhed regulatorisk kapital, som lånet bidrager med, og som giver plads til at generere udbytte til ejerne. Kreditinstitutter opererer med et afkastkrav, som vi benævner  $\tau$ , og som for eksempel kunne være 10 pct. Hvis vi benævner kreditinstituttets margin  $m = r_L - r_f - \lambda - c_L$ , vil kreditinstituttet opfatte lånet som tilstrækkeligt lønsomt, hvis

$$r_C = \frac{m}{\rho\kappa} \geq \tau$$

Det vil sige, hvis

$$m \geq \tau\rho\kappa$$

Vi ser, at kreditinstitutternes merrente (eller bidragssats for realkreditinstitutter) skal være større, jo større risikovægten  $\rho$  for lånet er; jo større kapitalkravet  $\kappa$  for kreditinstituttet er; og jo større et afkastkrav, der stilles pr. enhed forbrugt kapital  $\tau$ . Hvis for eksempel afkastkravet er 10 pct., risikovægten er 40 pct., og kapitalkravet er 15 pct., vil merrenten skulle være på  $0.1 \cdot 0.4 \cdot 0.15 = 0.006$  pct. = 60 bps for, at lønsomheden til ejerne er tilfredsstillende. Med de samme forudsætninger vil en forøgelse af kapitalkravet på 10 pct.-point betyde, at merrenten skal øges med 40 bps.

Et afkastkrav på 10 pct. er muligvis højt sat på det samlede krav, da en del af Søjle I-kravene kan opfyldes med AT1- og T2-kapital, som udstedes med lavere kuponrenter. Men det nye kapitalkrav skal opfyldes udelukkende med CET1, og derfor er et afkastkrav på omtrent 10 pct. efter vores vurdering en rimelig antagelse at lægge til grund for beregningerne.

## B2: Beregningsforudsætninger og metode

Dette afsnit beskriver det metodiske rammeværk, der anvendes til at vurdere virkningen af at introducere en sektorspecifik kapitalbuffer på kreditinstitutters udlån til ejendomsselskaber. Vores tilgang fokuserer på at estimere konsekvenserne for ejendomsselskaberne og deres kunder – altså effekten på huslejen for private lejere og lejere af erhvervslejemål. Helt overordnet forventer vi, at den sektorspecifikke kapitalbuffer vil medføre øgede afkastkrav til kreditinstitutterne og derigennem højere bidragssatser til ejendomsselskaberne samt en stigning i huslejen i takt med at nye lejere flytter ind i ejendommene.

Vi gør brug af en række datainputs og antagelser til at estimere konsekvenserne på ejendomsselskabernes ekstraudgifter og lejeudgifterne for lejerne. Tabel B1 oplister de anvendte datainputs og en kort beskrivelse af disse datainputs.

Vores beregninger er desuden foretaget på baggrund af nogle antagelser om, hvordan den sektorspecifikke kapitalbuffer kommer til at virke. For det første antager vi, at dynamiske effekter på volumen af udlån til ejendomsselskaber er af mindre betydning for de endelige konsekvenser på lejeudgifter. Merudgiften pr. lånt million vil desuden forblive stort set uændret, selvom ejendomsselskaberne låner færre penge. For det andet antager vi, at kreditinstitutterne øger deres kapitalisering proportionalt med det nye kapitalkrav plus kapitaloverdækningen på deres forretningsområde for ejendomme, mens kapitalkravene til øvrige forretningsområder forbliver uændrede. For det tredje antager vi, at den direkte prisovervæltning kun rammer ejendomsselskaber og ikke de øvrige forretningsområder, der ikke bliver pålagt den ekstra buffer. Denne antagelse følger Bank of England (2018), der netop påpeger, at kreditinstitutter opererer med interne afkastkrav, alt efter, hvor meget egenkapital et forretningsområde lægger beslag på. Se desuden bilag B1 for en beskrivelse af intern kapitalallokering.

**Tabel B1 Oversigt over datainputs anvendt i beregningerne af omkostninger ved en sektorspecifik kapitalbuffer**

<b>Datainput</b>	<b>Værdi</b>	<b>Kommentar</b>	<b>Kilde</b>
Samlede udlån	3.822.510 mio. kr.	Vi tager det gennemsnitlige udlån mellem oktober 2022 og september 2023 til alle indenlandske sektorer på nær finansielle selskaber.	Nationalbankens statistikbank, tabel DNMUD
Udlån til ejendomsselskaber	548.000 mio. kr.	Tallet omfatter ikke udlån til almene boligselskaber, andelsselskaber eller "Øvrig fast ejendom", hvilket fx dækker over ejendomsmæglere.	Det Systemiske Risikoråd (2023)
Risikovægte på udlån til ejendomsselskaber	40 pct.	FIDA oplyser, at 40 pct. gennemsnitlig risikovægt er konsistent med oplysninger fra deres medlemmer.	
Selskabsskattesats	26 pct.	Kreditinstitutter er underlagt den almindelig selskabsskattesats på 22 pct. + en særskat på 4 pct.	
Kreditinstitutters pris for egenkapital (cost of equity)	10,21 pct.	Dette er et gennemsnit af ti modeller baseret på data for europæiske kreditinstitutter fra 2010 til 2019. Afkastkravet kan være lavere i Danmark som følge af lavere systemisk risiko sammenlignet med andre EU-lande. Afkastkravet kan dog også være steget siden 2019 som følge af inflation og rentestigninger.	Altavilla m.fl. (2021)
Kreditinstitutters pris for fremmedkapital (cost of debt)	3,05 pct.	Vi antager, at fremmedkapital kan finansieres til en rente svarende til den forventede rente på et F3-lån, der optages 1. juli 2024.	Nykredit renteprognose pr. 1. december 2023
Kapitaloverdækning for at klare stressscenarier	2 pct.-point	Under et hårdt stressscenarie vil kreditinstitutternes risikovægtede aktiver stige og egenkapitalen udhules, hvilket fører til lavere soliditetsgrad. For at overholde kapitalkravene selv i et hårdt scenarie, holder kreditinstitutterne mere i egenkapital end påkrævet.	EBA (2023) Se også diskussionen i boks 1
Modigliani-Miller-effekt (MM-effekt)	40 pct.	Der er ikke nogen konsensus i den akademiske litteratur om størrelsen af MM-effekten. For realkreditinstitutter er MM-mekanismen lidt anderledes end for banker, da et lavere rentekrav fra kreditorerne påvirker kunderne én til én. Institutterne kan dog hæve bidragsatserne for at få del i gevinsten ved større kreditsikkerhed. Vi bruger et estimat, der ligger i den lave ende af litteraturen, da vi vurderer, at den danske finansielle sektor er relativ stabil, hvorfor marginaleffekten af flere kapitalkrav er lav til moderat. Det skal dog bemærkes, at MM-effekten er lille ift. ejendomsselskabernes finansieringsomkostninger, da gevinsten ved øget kreditsikkerhed spredes ud på alle kreditinstitutternes forretningsområder.	Almenberg m.fl. (2017) Birn m.fl. (2020)
Prisovervæltning fra kreditinstitutter til ejendomsselskaber	100 pct.	Flere studier peger på en meget stærk skatteincidens på bankkunder. Dette resultat er i overensstemmelse med et eksogent afkastkrav fra investorernes side. I tilfældet med kapitalbuffer er der ikke tale om en skat, men det lægges til grund, at graden af overvæltning er sammenlignelig med selskabsskat.	FIDA (2020)

Prisovervæltning fra ejendomsselskaber til lejere	100 pct.	Vi følger Skatteministeriet og antager, at en omkostning specifikt for ejendomsselskaber overvæltes 100 pct. på lejeren. Skatteministeriet antager dette i forbindelse med ændringer af grundskylden. Vi betragter effekter på langt sigt, da det for "fri lejefastsættelse" og "husleje efter det lejedes værdi" kun er ved indgåelse af nye lejekontrakter, at udlejer kan hæve huslejen som følge af øgede finansieringsomkostninger. For boliger med omkostningsbestemt husleje, så vil overvæltningen være 0 pct. For boliger med omkostningsbestemt husleje forventes de øgede finansieringsomkostninger at kapitalisere sig ind i lavere ejendomspriser.	DØRS (2023) Skatteministeriet (2023)
Egenkapital relativt til samlede aktiver (soliditetsgrad)	46,1 pct.	Andelen afhænger i høj grad af ejertypen. Almindelige private ejendomsselskaber har typisk en lavere kapitalisering, mens pensionselskaber ofte har tæt på 100 pct. Så konsekvensen vil være større for lejere, der flytter ind i en bolig, der er ejet af et almindeligt ejendomsselskab og nærmest nul ved at flytte ind i en bolig ejet af et typisk pensionselskab. Betragter vi kun de 20 største private ejendomsselskaber, så ligger soliditetsgraden i 2019 på 34 pct.	Danmarks Statistiks statistikbank, tabel Regn5, hvor egenkapital divideres med aktiver i alt for branchen ejendomshandel og udlejning i 2021 Experian virksomhedsdata for 2019

Kilde: Kilderne fremgår af tabellens søjle 4.

Efter fastlæggelse af ovenstående datainputs og antagelser er vi klar til at foretage de egentlige beregninger af konsekvenserne for lejerne ved at introducere den foreslåede sektorspecifikke kapitalbuffer. Metoden følger seks skridt:

- 1) **Beregning af hvor meget af kreditinstitutternes gæld, der skal refinansieres med egenkapital.** Omfanget beregnes som kreditinstitutternes udlån til ejendomsselskaber ganget med størrelsen af den sektorspecifikke kapitalbuffer (7 pct.-point) tillagt kapitaloverdækning (2 pct.-point).
- 2) **Beregning af investorenes øgede afkastkrav til kreditinstitutterne.** Investorerne antages at have et afkastkrav efter skat på 10,21 pct., som ganges med stigningen i egenkapital. Da kreditinstitutterne betaler selskabsskat af deres overskud, så svarer afkastkravet efter skat til et afkastkrav før skat på 13,80 pct.
- 3) **Beregning af lavere omkostninger til fremmedkapital.** Pengeinstitutter vil opleve lavere renteudgifter som følge af en mindre mængde fremmedkapital, som er nødvendig for at fastholde samme mængde udlån. Pga. kapitalstrukturen i realkreditinstitutter er det muligt, at kravene rent operationelt i stedet vil give anledning til placering af flere midler i kapitalmarkederne (ikke udlån). Under antagelse af, at både aflønning af placerede midler på kapitalmarkederne og prisen for fremmedkapital er den samme, vil begge mekanismer give anledning til samme numeriske effekt. Effekten svarer til reduktionen i mængden af fremmedkapital ganget med den rentesats, som de kan anskaffe fremmedkapital til.
- 4) **Beregning af Modigliani-Miller-effekt.** Den højere kapitalisering af kreditinstitutterne forventes at sætte sig i lavere afkastkrav fra investorerne og en lavere rentesats på fremmedkapital. Den samlede MM-effekt beregnes som det ekstra afkastkrav efter skat fratrukket besparelsen på renteudgifter (og større investeringsafkast) og derefter ganget med 40 pct. MM-effekten på ejendomsselskaber beregnes

som den samlede effekt ganget med ejendomsselskabernes andel af det samlede udlån.

- 5) **Beregning af samlede ekstraudgifter til ejendomsselskaberne.** De samlede ekstraudgifter til ejendomsselskaberne beregnes som det ekstra afkastkrav *før* skat til kreditinstitutternes investorer fratrukket besparelsen på renteudgifter og Modigliani-Miller-overvæltningen på ejendomsselskaberne.
- 6) **Beregning af årlig huslejestigning pr. lånt million og pr. million i ejendomsselskabernes aktiver.** Under antagelse af fuld overvæltning af ejendomsselskabernes ekstraudgifter på lejerne, jf. tabel B1, så beregnes den årlige huslejestigning pr. lånt million i ejendomsselskabernes som den samlede ekstraudgift divideret med det samlede udlån til ejendomsselskaberne. Da ejendomsselskaberne finansierer deres ejendomme med både fremmedgæld og egenkapital, så vil den årlige huslejestigning pr. million i ejendomsselskabernes aktiver være mindre end den årlige huslejestigning pr. lånt million. Huslejestigningen pr. million i ejendomsselskabernes aktiver beregnes som den årlige huslejestigning pr. lånt million ganget med ejendomsselskabernes gældsgrad.

## Litteratur

Almenberg, Johan, m.fl. (2017): "Appropriate capital ratios in major Swedish banks – new perspectives".

[https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/engelska/2017/staff\\_memo\\_170519\\_eng.pdf](https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/staff-memo/engelska/2017/staff_memo_170519_eng.pdf)

Altavilla, Carlo, m.fl. (2021): "Measuring the cost of equity of euro area banks." ECB Occasional Paper 2021/254.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op254~664ed99e11.en.pdf>

Birn, Martin, m.fl. (2020): "The Costs and Benefits of Bank Capital—A Review of the Literature", *Journal of Risk Financial Management*, 13(4).

<https://doi.org/10.3390/jrfm13040074>

Det Systemiske Risikoråd (2023): "Aktivering af en sektorspecifik systemisk buffer for erhvervsseksponeringer mod ejendomsselskaber" af 3. oktober 2023.

<https://risikoraad.dk/nyheder/2023/oktober/aktivering-af-en-sektorspecifik-systemisk-buffer-for-erhvervsseksponeringer-mod-ejendomsselskaber>

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>

DØRS (2023): Kapitel 4 i "Dansk Økonomi, efterår 2023".

<https://dors.dk/vismandsrapporter/dansk-oekonomi-efteraar-2023>

Ekspertudvalget om gennemsigtighed og mobilitet på realkreditmarkedet (2016).

<https://em.dk/media/14468/16-09-16-anbefalinger-realkredit.pdf>

European Banking Authority (2023): 2023 EU-Wide Stress Test.

[https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/EU-wide%20Stress%20Testing/2023/Results/1061374/2023-EU-wide-stress-test-Results.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/EU-wide%20Stress%20Testing/2023/Results/1061374/2023-EU-wide-stress-test-Results.pdf)

FIDA (2020): "Effekter af særskat på danske banker: Konsekvenser for danske familier, virksomheder og for samfundsøkonomien".

<https://finansdanmark.dk/nyheder/2020/september/effekter-af-saerskat-paa-danske-banker/>

Finanstilsynet (2023a): "Pengeinstitutter: Statistisk materiale 2022".

<https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-om-sektoren/2022/Pengeinstitutter-2022>

Finanstilsynet (2023b): "Realkreditinstitutter : Statistisk materiale 2022".

<https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-om-sektoren/2022/Realkreditinstitutter-2022>

Kraka Advisory (2021): "Den finansielle sektors betydning for samfundet – en samfundspartner?"

[https://kraka-advisory.com/sites/default/files/2021-07/KA\\_Danske%20Bank\\_web.pdf](https://kraka-advisory.com/sites/default/files/2021-07/KA_Danske%20Bank_web.pdf)

Nationalbanken (2023): "Analyse: Høj indtjening kan modgå øgede risici i bankerne"  
<https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2023/hoej-indtjening-kan-modgaa-oegede-risici-i-bankerne>

Skatteministeriet (2023): "L 113 - endeligt svar på spørgsmål 9".  
<https://www.ft.dk/samling/2022/lovforslag/l113/bilag/0/2708650.pdf>