
Ekstraordinært repræsentantskabsmøde i Forenet Kredit

Torsdag den 23. november 2017

Tid Kl. 15-18, hvorefter der vil være et let traktement

Sted Nykredits hovedsæde, kantinen
Kalvebod Brygge 1-3, 1780 København V

Dagsorden

1. Velkomst

Nykredits fremtidige kapitalforhold

2. Præsentation af bestyrelsens indstilling, v. Nina Smith*
3. Perspektiver fra Nykredit, v. koncerndirektionen
4. Vedtægtsændringer*
 - 4.1. Forelæggelse af Nykredit A/S' vedtægter*
 - 4.2. Ændring af Forenet Kredits vedtægter*

Alternative modeller

5. Beslutningsforslag om aktionærforeningsmodellen, v. Jens Vesterbæk*
6. Beslutningsforslag, herunder forslag om ændring af vedtægter, valgregulativ og forretningsorden, v. Bo Grønvall Christensen*

Afslutning

7. Eventuelt

* Bilag

Ekstraordinært repræsentantskabsmøde 23. november 2017

2. Præsentation af bestyrelsens indstilling

Der vedlægges en række dokumenter, der danner grundlag for drøftelserne på dialogmødet den 14. november 2017 og det ekstraordinære repræsentantskabsmøde den 23. november 2017.

Indstilling

Bestyrelsen i Forenet Kredit indstiller enstemmigt og med tilslutning fra Nykredit A/S' bestyrelse og koncerndirektion, at repræsentantskabet samlet godkender:

- Aktieoverdragelsesaftale af den 7. november 2017 (Aktieoverdragelsesaftalen) mellem Forenet Kredit som sælger og PFA Pension Forsikringsaktieselskab, PensionDanmark Pensionsforsikringsaktieselskab, Pensionskassen for Sundhedsfaglige, Pensionskassen for Sygeplejersker og Lægeseekretærer, Pensionskassen for Socialrådgivere, Socialpædagoger og Kontorpersonale, AP Pension Livsforsikringsaktieselskab samt MP Pension – Pensionskassen for Magistre og Psykologer (samlet Konsortiet) som købere, om Forenet Kredits overdragelse af i alt 1.446.564 aktier á nom. kr. 100 i Nykredit A/S (Aktierne), svarende til 10,90 pct. af aktiekapitalen i Nykredit A/S, til Konsortiet mod betaling af en samlet købesum for Aktierne på K 7,5 mia. kr. samt
- Ejeraftale mellem Forenet Kredit og Konsortiet vedrørende Nykredit A/S (Ejeraftalen), som indgås ved gennemførelsen af Aktieoverdragelsesaftalen,

i overensstemmelse med de hovedvilkår for Aktieoverdragelsesaftalen samt Ejeraftalen og dertil knyttede transaktioner, herunder de foreslåede vedtægtsændringer i Nykredit A/S, som er blevet fremlagt på repræsentantskabsmødet den 23. november 2017.

Gennemgang af bagvedliggende aftaler

Aftalerne med Konsortiet er, som det er helt sædvanligt, undergivet fortrolighed mellem parterne. Fortroligheden er vigtig, ikke mindst af hensyn til Nykredits interesser.

Vi har derfor udarbejdet en grundig gennemgang af aftalerne, som vedhæftes. Deri er beskrevet de væsentlige vilkår i aktieoverdragelses- og ejeraftalerne med konsortiet, som vi mener er nødvendige for, at repræsentantskabet kan tage stilling til løsningen på et oplyst grundlag.

Hvis der måtte være medlemmer af repræsentantskabet, som derudover ønsker selv at gennemgå aftalerne, har vi arrangeret muligheden for en fortrolig gennemgang. Medlemmer, der ønsker at benytte sig af denne mulighed, bedes i givet fald senest den 15. november 2017 kl. 16 kontakte sekretariatet på kontakt@forenetkredit.dk, hvorefter der vil være mulighed for at gennemgå aftalerne hos vores advokater, Kromann Reumert, enten på adressen Sundkrogsgade 5, 2100 København Ø, eller Rådhuspladsen 3, 8000 Århus C, i tidsrummene fredag den 17. november 2017 mellem kl. 9 og 12 eller mandag den 20. november 2017 mellem kl. 10 og 14.

Af hensyn til at bevare fortroligheden om aftalerne uden for kredsen af medlemmerne af repræsentantskabet, skal repræsentantskabsmedlemmerne forud for, at der gives adgang til at gennemlæse aftalerne, legitimere sig og underskrive en fortrolighedserklæring, ligesom der ikke vil være mulighed for at medtage telefoner, pc'ere, tablets eller andre kommunikationsmidler ind i det lokale, hvor aftalerne bliver fremlagt. Det understreges endvidere, at tilbuddet om at kunne gennemgå aftalerne alene gælder for repræsentantskabets medlemmer.

Bilag:

- a. Brev fra Nina Smith til repræsentantskabet
- b. Anbefaling om salg af minoritetsaktiepost i Nykredit A/S
 - Bilag b.1. - Præsentation af hovedvilkår
 - Bilag b.2. - Nykredits behov for kapitalfleksibilitet
 - Bilag b.3. - Finanstilsynets brev af 17. oktober 2017

Til repræsentantskabet i Forenet Kredit

Side 1/7

En løsning for Nykredit, for kunderne og for fremtiden

Kære repræsentantskab,

I skal træffe en vigtig beslutning om Nykredits fremtid. Nykredit er i dag en sund virksomhed – den er i bedre form end nogensinde før. Forenet Kredit er derfor i den gunstige situation, at der nu er flere langsigtede, holdbare løsninger på Nykredits udfordringer.

Bestyrelsen i Forenet Kredit har nøje vejret de forskellige løsninger mod hinanden og har en klar anbefaling til repræsentantskabet: Et salg af en minoritetsaktiepost til et konsortium af danske pensionskasser med PFA Pension (PFA) i spidsen.

Bestyrelsen vil her redegøre for sine overvejelser bag anbefalingen. De vedlagte bilag og notater går i dybden med særlige områder – blandt andet Nykredits kapitalpolitik.

Foreningen giver styrke

Dansk realkredit er en succeshistorie, hvor foreningsejerskabet har været det bærende fundament. Helt fra realkredittens fødsel har foreningstanken været grundlaget. Låntagerne forenede sig – og forenede sig med investorerne. Parterne har en fælles interesse i, at systemet er stabilt og effektivt.

Nykredit er i dag det sidste store tilbageværende foreningsejede realkreditinstitut. Alle andre er fusioneret, opkøbt eller nedlagt.

Forenet Kredit eksisterer alene for at sikre, at Nykredit kan være til gavn for nuværende og kommende kunder. Vi har nu en mulighed for at fremtidssikre foreningsejerskabet.

Forenet Kredit
Sekretariatet
Kalvebod Brygge 1
DK-1780 København V
+45 44 55 55 10

kontakt@forenetkredit.dk
forenetkredit.dk
CVR-nr. 74 25 20 28

Foreningens ejerskab er en vigtig garanti for, at Nykredit har kundernes langsigtede interesser for øje. Og som det sidste foreningsejede realkreditinstitut er det muligt, at foreningens ejerskab netop også er med til øge konkurrencen og kundefokus i sektoren. Dansk realkredit har de laveste marginer på boliglån i Europa – og en stærk forbrugerbeskyttelse. Det er ikke nogen naturlov. Det er blandt andet på grund af foreninger som os. Vi mener, at dansk realkredit har overlevet i flere hundrede år, fordi realkreditten historisk set har været foreningskontrolleret. Foreningskontrollen har været det anker, der fastholdt kundernes langsigtede interesser i bestyrelseslokalet.

Foreningens ejerskab giver Nykredit en konkurrencefordel, fordi foreningens kapital er dedikeret til Nykredit. Forenet Kredit har modsat andre aktionærer ikke et mål om at trække Nykredits overskud og afkast ud af virksomheden, hverken til private aktionærer eller til velgørenhed. Vores overskud på ejerskabet af Nykredit skal, som det er vedtaget i ejerskabspolitikken, bruges på Nykredit. Enten som tilskud til kunderabatter eller som kapitalindskud, hvis koncernen har brug for det.

Udfordringer i dag

Foreningsejerskabet er en af Nykredits største styrker, men den nuværende ejermodel rummer også udfordringer. Foreningen ejer næsten 90 pct. af en værdifuld virksomhed, Nykredit, men foreningen har ingen likvid kapital. Derfor kan Nykredit ikke hente ny egenkapital, hvis det skulle blive nødvendigt på grund af en krise eller ændret regulering.

Nykredit er landets største udlåner. Hvert tredje lån i Danmark kommer fra Nykredit. I landdistrikterne kommer 2 ud af 3 nye boliglån fra Nykredit. Hvis Nykredit kommer i problemer, kan hele den danske økonomi komme i alvorlige vanskeligheder. Når man har så afgørende betydning for et samfund, så har man også et helt særligt ansvar. Vi har som bestyrelse og forening samtidigt den målsætning for Nykredit, at vi skal være til stede med lån i hele landet, også i krisetider. Under sidste krise så vi, at andre institutter holdt igen med udlånet eller ligefrem trak sig tilbage.

Det er ikke det, vi ønsker for Nykredit.

Som Finanstilsynet har formuleret det: "Under finanskrisen hjalp staten sektoren med såvel kapital som garantier. Det skal helst ikke gentages. Nykredit havde kapital nok til at klare sig selv og øge udlån uden at få støtte fra staten. Det må gerne gentages".

Forenet Kredit
Sekretariatet
Kalvebod Brygge 1
DK-1780 København V
+45 44 55 55 10

kontakt@forenetkredit.dk
forenetkredit.dk
CVR-nr. 74 25 20 28

Nykredit skal selv under de strengeste krisetider holde døren åben for kunderne i hele landet. Det kræver finansiell sikkerhed og styrke. Enten i form af meget store kapitalreserver – eller i form af adgang til ny kapital.

Adgang til øget kapital vil give Nykredit en vigtig forsikring. Finansiell virksomhed er, hvad enten man vil det eller ej, usikkert. Nykredit klarede sig rigtig godt under finanskrisen – blandt andet på grund af en stor ekstra kapitalreserve, som i dag er opslugt af nye krav og øget udlån.

Nykredits forretning er sund i dag. Overskuddet er stort. Hvorfor er det så nødvendigt at gøre noget? Hvorfor kan vi ikke fortsætte som status quo?

Det er der flere grunde til. Kapitalkrav fra myndigheder og markeder er mærkbart større, hvis Nykredit ikke har adgang til at skaffe sig kapital eller har en ejer, som har mulighed for at komme med yderligere kapital i krisesituationer. Da Forenet Kredit ikke i dag kan indskyde kapital i Nykredit, hvis der skulle blive brug for det, skal Nykredit leve op til højere kapitalkrav end de andre børsnoterede virksomheder, som vi konkurrerer med.

Dette betyder dels, at kapitalomkostningerne bliver højere for Nykredit end for konkurrenter med adgang til kapital. Og dels betyder Nykredits manglende adgang til kapital også, at koncernen selv er nødt til at skaffe den nødvendige egenkapital ved at have overskud, som kan lægges til egenkapitalen.

Som I kan læse i notatet om Nykredits kapitalforhold, får koncernen en betydelig kapitallempelse med denne løsning, hvor pensionskasser investerer i Nykredit. Koncernen skal ikke opbygge ekstra kapitalbuffer, som det er tilfældet i dag. En børsnotering ville sammenlignet med pensionskasse-løsningen give en lille yderligere lempelse i kravene, men det er ikke nok til at ændre bestyrelsens anbefaling om at sælge til kredsen af pensionskasser.

Hvis koncernen Nykredit ikke får adgang til ny kapital og selv skal optjene den nødvendige egenkapital via større overskud, så er der reelt kun højere bidragssatser og anden indtjening eller lavere omkostninger som middel.

Det er ikke i kundernes interesse at have et Nykredit, der ikke er konkurrencedygtigt, og det er ikke i foreningens interesse at eje en virksomhed, som i fremtiden vil blive stedse mere udfordret på kapitalgrundlaget.

Forenet Kredit
Sekretariatet
Kalvebod Brygge 1
DK-1780 København V
+45 44 55 55 10

kontakt@forenetkredit.dk
forenetkredit.dk
CVR-nr. 74 25 20 28

Fremtidssikret foreningsejerskab

Side 4/7

Foreningen er den rigtige hovedejer af Nykredit. Men udfordringerne i en verden efter finanskrisen skal løses. Bestyrelsen mener, at den helt rigtige løsning er, at et konsortium med PFA i spidsen bliver en del af ejerkredsen. Konsortiet kommer med den nødvendige ekstra kapital til Forenet Kredit, som derfor i fremtiden vil have et stærkt kapitalberedskab, der kan støtte op om koncernen Nykredit og give den nødvendige kapitalfleksibilitet og konkurrencedygtighed.

Det er også vigtigt for mig, at foreningen beholder en større ejerandel i denne løsning sammenholdt med den forventede ejerandel efter en børsnotering.

Med denne investorløsning vil Nykredit stå med en ejerkreds, som er drevet af kundefokus og hvor flere selv har veludbyggede kundeprogrammer. Samtidig vil Nykredit kunne tydeliggøre sit eget kundefokus gennem selskabets særlige kunderabatter. Nykredit vil på produktsiden og forretningsiden kunne matche sine konkurrenter, men vil adskille sig over for kunderne som foreningsejet.

Nykredit og PFA er bygget på de mange af de samme værdier. De er begge udsprunget af den gensidige tanke om at eksistere for sine kunder og er siden moderniseret, så de kan konkurrere effektivt på markedet.

Nykredit kan give kunderabatter i kraft af Forenet Kredits ejerskab, og PFA har med sin KundeKapital både sikret et stærkt kapitalgrundlag og givet kunderne et godt afkast.

Pensionsmidler er ligesom realkreditlån langsigtede, og PFA's ypperste formål er at sikre kunderne en pension og varetage kundernes langsigtede interesser. Dermed er PFA som medejer et perfekt match med Nykredit. Og begge selskaber bruger den særlige ejerform aktivt over for kunderne.

Nykredit skal drives som et kommercielt selskab og konkurrere på markedsvilkår. Det er den eneste måde at overleve som et stærkt finansielt selskab til gavn for kunderne. Men Nykredit har samtidig også kundernes langsigtede interesser som formål.

Det kræver en ejer, som har forståelse for Nykredits formål, hvis man skal få det maksimale ud af samarbejdet. PFA bakker op om Nykredits samfundsløfte, og dermed får man en ejerkreds, som forstår og støtter Nykredits særlige identitet og formål.

Forenet Kredit
Sekretariatet
Kalvebod Brygge 1
DK-1780 København V
+45 44 55 55 10

kontakt@forenetkredit.dk
forenetkredit.dk
CVR-nr. 74 25 20 28

Forenet Kredit ønsker et Nykredit, som er effektivt og overskudsgivende – men som også tager det samfundsansvar, som er udtrykt i foreningens fem mærkesager. Det er den unikke dualitet, man kan have som foreningskontrolleret virksomhed. Dette dobbelte formål kan PFA tilslutte sig – og efterlever det selv.

PFA har fremhævet Nykredits særlige ejerskab og position i samfundet som en vigtig begrundelse for at ville foretage investeringen.

PFA har et mål om bæredygtigt afkast, som Forenet Kredit kan tilslutte sig.

PFA tager et aktivt samfundsansvar i sine investeringer, ligesom Nykredit tager sit samfundsansvar alvorligt.

En sikker løsning

En løsning med det PFA-ledede konsortium vil skabe ro om Nykredits udvikling. Ejerskabsaftalen indeholder - ud over kapitalfleksibiliteten - en række punkter, som har været vigtige for os.

Konsortiet har ikke stillet krav om en ny strategi. Pensionskasserne køber ind i Nykredits nuværende strategi, og foreningens ejerskabspolitik. Vi kan altså fortsætte samme kurs som i dag. Det har været vigtigt for os, da vi kan se, at Nykredits strategi virker, og resultaterne styrkes kvartal for kvartal.

Man må ikke være blind for, at andre aktionærer kan have andre interesser end Forenet Kredit. Det er klart, at Forenet Kredit som majoritetsaktionær sætter retningen, som den er udtrykt i ejerskabspolitikken. Der kan alligevel opstå uenigheder blandt aktionærerne, og spørgsmålet er derfor, hvordan man tackler forskellige holdninger i ejerkredsen.

I en smal og privat aktionærkreds øger man sandsynligheden for, at kontroverser kan løses gennem dialog. Vi har mulighed for at se vores kommende medejere i øjnene og lave en kontrakt på forhånd. Og efterfølgende dialog kan tages i bestyrelseslokalet – eller mellem de største aktionærer. PFA-konsortiet kender Nykredit og ved, hvad man går ind til med investeringen.

Foreningen fastholder med løsningen en kontrollerende ejerandel, som er større end det, man kunne se frem til ved en børsnotering. Vi kan også beholde flere bestyrelsesmedlemmer end ved en børsnotering.

Til gengæld får pensionskasserne enkelte vetorettigheder, som er grundigt gennemgået i bilaget om ejeraftalen. Eksempelvis kan konsortiet forhindre, at vi lukker Nykredit, skifter formål eller laver et stort opkøb. Det er vi meget

trygge ved, og det er helt rimeligt, at man ikke kan gøre det uden at spørge alle sine ejere først.

Side 6/7

Af medierne har det (ukorrekt) fremgået, at pensionskasserne kan gennemtvinge en børsnotering. Jeg vil gerne understrege, at ejeraftalens bestemmelser om kapital- og udbyttepolitik tager udgangspunkt i Forenet Kredits ejerskabspolitik. Konsortiet gives ret til at kræve en børsnotering, hvis udbyttet fra Nykredit over rullende 3 års perioder falder under et aftalt minimum, jf. bilaget, men Forenet Kredit kan i så fald købe eller anvise en køber af Konsortiets aktier i stedet for en børsnotering. Der er derfor ikke nogen situation, hvor konsortiet kan gennemtvinge en børsnotering, idet Forenet Kredit altid vil have ret til at købe eller anvise en køber af Konsortiets aktier.

Historien blandt danske forenings- og kundeejede virksomheder viser, at mange har haft svært ved at konkurrere. Det gælder også kreditforeningerne, som en efter en er overtaget eller fusioneret til stærkere enheder. Derfor er det afgørende at holde Nykredit konkurrencedygtig. Det kan vi med de nye ejere.

Pensionskasserne er anerkendte finansielle investorer, som har stor erfaring med aktivt ejerskab. Som ny aktionær tilfører de – udover finansiell styrke - et markedsbaseret fokus på udbytte og afkast, og bevarer samtidig kundefokus. Dette er helt i tråd med Forenet Kredits ejerskabspolitik og kundekroner, hvor kunderne netop får fordele af, at det går virksomheden godt.

PFA og konsortiet lægger vægt på langsigtet værdiskabelse og bæredygtige forretningsmodeller. Konsortiet understøtter dermed også Nykredits fortsatte fokus på effektivitet og kundetilfredshed

Prisen

Det sidste afgørende punkt er selvfølgelig prisen. 7,5 mia. kr. for 10,90 pct. af aktierne i Nykredit A/S.

To uafhængige finansielle rådgivere har gennemgået tilbuddet og givet deres vurderinger. Både vores rådgivere FIH Partners, som har været med hele vejen, og Deloitte, som kun har været hyret til denne opgave, har vurderet prisen. Deres enstemmige konklusion er, at henset til den transaktion vi taler om, nemlig salg af en minoritetsaktiepost i et ikke-noteret selskab, så er prisen "fair fra et finansielt synspunkt". Som det er helt sædvanligt, er udtalelserne afgivet under en række forudsætninger og begrænsninger, men vi er i bestyrelsen meget trygge ved, at udtalelserne bekræfter, at vi også på dette punkt står rigtig godt med salget af aktier til PFA-konsortiet.

Forenet Kredit
Sekretariatet
Kalvebod Brygge 1
DK-1780 København V
+45 44 55 55 10

kontakt@forenetkredit.dk
forenetkredit.dk
CVR-nr. 74 25 20 28

Kunne vi have fået en højere pris ved en børsnotering? Måske. Og måske havde vi fået en lavere pris. Det er ren spekulation. Det ville blandt andet afhænge af udviklingen på de finansielle markeder mellem nu og en børsnotering – og det er vi ikke selv herre over. Nykredits aktuelle gode resultater giver et stærkt udgangspunkt i forhold til at gennemføre en aktiehandel. Ingen ønsker at sælge aktier i en situation under pres, og hvor virksomheden er udfordret. Det er derfor et godt og ansvarligt tidspunkt at gennemføre handlen på.

Vi ved, hvad vi får med handlen. Vi får i foreningen et kapitalberedskab, og vi får et tilsagn om yderligere kapital, hvis det bliver nødvendigt. Og vi får en ejerkræds, som vi kender, og som vil bidrage til Nykredits fortsatte udvikling.

Beslutningen er jeres

På baggrund af alt det ovenstående, så er bestyrelsens konklusion klar: Det er ikke en holdbar løsning at fortsætte uden en kapitaladgang. En aftale med PFA-konsortiet er samlet set den bedste løsning for Nykredit og kunderne. Derfor anbefaler vi, at repræsentantskabet godkender aftalen med konsortiet.

Det følgende materiale skal klæde jer bedst muligt på til at træffe en beslutning om Nykredit og Forenet Kredits fremtid. Det har været et langt og intensivt forløb, og det vil være godt for Nykredit, at få skabt ro om selskabets kapitalforhold.

Ledelsen og medarbejderne har arbejdet meget hårdt for at skærpe selskabet de seneste to år. Det fortjener de anerkendelse for. Nu vil jeg gerne kunne sige til dem, at deres hårde arbejde har båret frugt, og give dem visshed om fremtiden. Jeg er sikker på, at koncernen kan blive endnu stærkere i fremtiden.

På bestyrelsens vegne,

Nina Smith

Forenet Kredit
Sekretariatet
Kalvebod Brygge 1
DK-1780 København V
+45 44 55 55 10

kontakt@forenetkredit.dk
forenetkredit.dk
CVR-nr. 74 25 20 28

Anbefaling om salg af minoritetsaktiepost i Nykredit A/S

I notatet redegøres der for det konkrete tilbud om salg af en minoritetsaktiepost i Nykredit A/S til en kreds af danske pensionsselskaber.

Notatet er disponeret som følgende:

- 1 Baggrund
- 2 Aftale om salg af minoritetsaktiepost
- 3 Nykredits behov for kapitaladgang
- 4 Kunderne i centrum
- 5 Indstilling

Herudover vedlægges bilag omhandlende "Præsentation af hovedvilkår" (bilag 1), "Nykredits behov for kapitalfleksibilitet" (bilag 2) samt "Brev fra Finanstilsynet af 17. oktober 2017" (bilag 3).

1 Baggrund

På det ekstraordinære repræsentantskabsmøde i februar 2016 bemyndigede repræsentantskabet i Forenet Kredit bestyrelsen til at arbejde videre med en børsnotering af Nykredit. På det ordinære repræsentantskabsmøde i marts 2017 blev der givet en status på dette arbejde og i den forbindelse meldte bestyrelsen ud, at den endelige beslutning om børsnoteringen ville blive forelagt repræsentantskabet til godkendelse forventeligt i efteråret 2017. Tidspunktet herfor blev senere fastlagt til den 23. november 2017.

Beslutningen om at arbejde hen imod en børsnotering blev truffet for at sikre, at Nykredit kan få en direkte adgang til kapital. Nykredit er den største udlåner i Danmark, og det eneste systemisk vigtige institut af sin størrelse, der ikke har direkte adgang til at hente kapital, hvis nye kriser, ny regulering eller andre forhold gør det nødvendigt.

Forud for beslutningen om at iværksætte det børsforberedende arbejde afsøgte Forenet Kredit og Nykredit alternative modeller, blandt andet muligheden for at udstede stemmeløse aktier, og muligheden for at sikre adgang til kapital via et salg af en minoritetsaktiepost til en eller flere investorer¹.

Børsnoteringsvejen blev valgt, fordi den på daværende tidspunkt vurderedes at være den eneste reelle måde at sikre den fornødne adgang til kapital på. De beløb, der den-

¹ Jævnfør drøftelse af alternative modeller på dialogmøder i januar 2016

.....

gang var mulige at tiltrække, var så små, at det ikke løste kapitalproblemstillingen, herunder gav Nykredit den nødvendige kapitaladgang. Hertil kom, at investorerne dengang forudsatte en exit-strategi, der alligevel ville kræve en børsnotering inden for en kort årække.

Siden beslutningen i februar 2016 om at forberede en børsnotering har både Nykredit som virksomhed og kapitalmarkedet udviklet sig positivt. Samlet set har disse forhold åbnet op for et reelt alternativ til en børsnotering.

Nykredit har målrettet arbejdet med at skabe en mere kundeorienteret, effektiv og rentabel virksomhed i tråd med koncernens strategiske målsætninger som fastlagt i Winning the Double-strategien. Resultatet har været, at den positive udvikling er fortsat, og koncernens finansielle performance er forbedret markant. Nykredit har på den måde vist, at den strategiske retning er den rigtige, og at koncernen har evnet både at øge kundetilgangen og indtægterne fra driften og samtidig reducere omkostningerne markant. Set fra investorernes side har den udvikling naturligvis gjort Nykredit mere attraktiv.

I samme periode er institutionelle investors efterspørgsel efter unoterede aktieinvesteringer steget betydeligt. Det skyldes primært, at de fleste pensionselskaber i dag har de fleste midler fra pensioner uden rentegaranti. Det har givet pensionselskaberne en stor kapacitet til unoterede investeringer. I den sammenhæng er investeringen i Nykredit attraktiv for pensionselskaberne - ikke mindst i en situation med meget lav rente. Det er derfor nu til forskel fra tidligere muligt at hente store milliardbeløb til Nykredit via pensionselskaberne.

Som et naturligt led i arbejdet med at skabe den nødvendige kapitaladgang har Nykredits koncerndirektion efter aftale med bestyrelsen sideløbende med det børsforberedende arbejde undersøgt mulige alternativer til en børsnotering. Dette har ført til dialog med flere investorer i foråret 2017, der sidenhen har resulteret i konkrete forhandlinger mellem Forenet Kredit og Konsortiet.

Forhandlingerne har afklaret, at et salg af en minoritetsaktiepost er et reelt og bæredygtigt alternativ til en børsnotering. Modellen er at få nye stærke investorer ind i ejerkredsen og samtidig sikre fremtidige investeringstilsagn fra disse, som effektivt kan sikre Nykredit mulighed for kapitalforhøjelser af betydelig størrelse, såfremt der måtte opstå behov for det.

Modellens kapitaleffektivitet er afstemt med Finanstilsynet, der er enige i, at modellen giver en kapitaladgang, der er på niveau med en børsnotering.

.....

.....

Et stærkt udgangspunkt er afgørende for den bedst mulige løsning for Nykredit og Forenet Kredit. Nykredits stærke resultater og de positive markedsforhold giver aktuelt sikkerhed for en solid adgang til egenkapital og til en fair pris for aktierne. Usikkerhed omkring fremtidige markedsforhold betyder, at det vil være usikkert, om Nykredit kunne få den samme løsning på et givet fremtidigt tidspunkt. Som en ansvarlig ledelse for et systemisk vigtigt institut er det afgørende, at Nykredit kan sikres en solid adgang til kapital.

Forenet Kredit har på den baggrund den 7. november 2017 indgået en betinget salgsaftale med en kreds af danske pensionselskaber ledet af PFA Pension og med PensionDanmark, PKA, AP Pension og MP Pension som medinvestorer (samlet Konsortiet). Konsortiet vurderes at være en stærk investorkreds, der matcher Forenet Kredit godt. Konsortiet forvalter pensionsmidler for mere end 1.000 mia. kr., og lægger vægt på langsigtet værdiskabelse og bæredygtige forretningsmodeller.

Den indgåede salgsaftale er alene betinget af godkendelse af Forenet Credits repræsentantskab og af relevante myndigheder.

Pensionselskaberne køber 10,9% af aktierne i Nykredit A/S fra Forenet Kredit for 7,5 mia. kr., ligesom investorerne afgiver tilsagn om fremtidig tilførsel af kapital til Nykredit, hvis der opstår behov for det.

Pensionselskaberne har samtidig indgået aftaler med Industriens Fond og Østifterne f.m.b.a om køb af en del af disse minoritetsaktionærs aktier i Nykredit A/S. Aftalerne bringer den samlede investering fra pensionselskaberne op på 16,9% af aktierne i Nykredit A/S til en samlet pris på 11,6 mia. kr.

Hvis transaktionen gennemføres, vil der så vidt vides være tale om det største salg af noterede aktier til institutionelle investorer i Danmark nogensinde.

Forenet Credits bestyrelse vil med opbakning fra Nykredit A/S' bestyrelse og koncerndirektion anbefale Forenet Credits repræsentantskab at godkende aftalen, hvilket indebærer, at det børsforberedende arbejde kan indstilles.

Anbefalingen bunder især i, at:

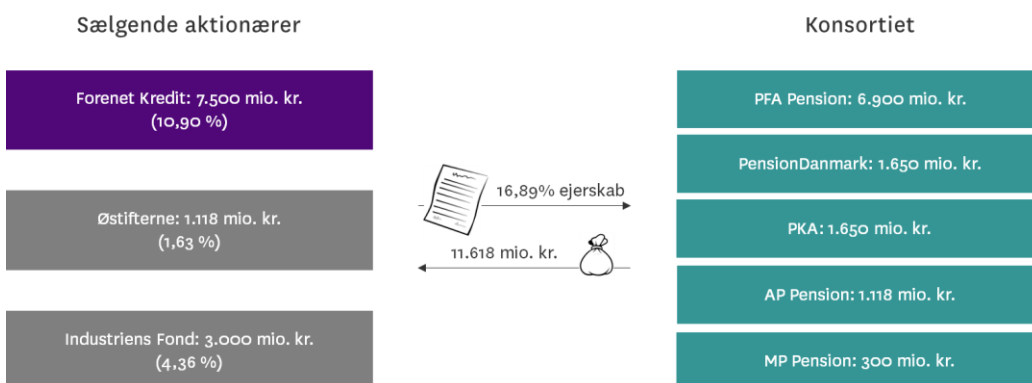
- Nykredit A/S får en solid adgang til egenkapital og dermed stor fremtidig kapital-sikkerhed
 - Nykredit A/S får en stabil og langsigtet ejerkreds bestående af stærke danske ejere
 - Forenet Kredit fastholder en stor ejerandel på knap 80% af Nykredit A/S
 - Forenet Kredit får en fair pris for aktierne
-

Med den kapitaladgang, som denne løsning etablerer, falder kapitalkravet til Nykredit. Dette giver Nykredit A/S mulighed for at udvide KundeKroner-konceptet til flere kundegrupper og samtidig forhøje udbetalingerne.

2 Aftale om salg af minoritetsaktiepost

I henhold til den betingede aftale vil en kreds af danske pensionselskaber ledet af PFA Pension og med PensionDanmark, PKA, AP Pension og MP Pension som medinvestorer betale 7,5 mia. kr. til Forenet Kredit for en ejerandel af Nykredit A/S på 10,9%. Det svarer til en samlet værdisætning af Nykredit A/S på 68,8 mia. kr. Forenet Kredit vil herefter eje 78,9% af aktierne i Nykredit A/S. Den samlede transaktionsstruktur fremgår af figur 1.

Figur 1: Illustration af transaktionsstruktur



Pensionselskaberne bakker op om Forenet Kredits mærkesager, tiltræder essensen af Forenet Kredits ejerskabspolitik og støtter koncernens strategi.

Hvis aftalen gennemføres, vil Forenet Kredit afgive en hensigtserklæring om at sætte 7,2 mia. kr. fra aktiesalget til side som kapitalberedskab. Kapitalberedskabet vil i de kommende år blive søgt udbygget til 10 mia. kr. ved opsparing af fremtidigt dividendeoverskud efter tilskud til koncernen, som kan udmøntes i finansiering af KundeKroner.

Pensionselskaberne afgiver samtidig et tilsagn om at komme med yderligere 7,5 mia. kr. i ny egenkapital, hvis dette er påkrævet af reguleringsmæssige eller tilsvarende årsager. Derudover afgiver investorerne hensigtserklæring om at komme med kapital til understøttelse og udbygning af Nykredits kerneforretning. Tilsagnene er ikke juridisk bindende, men Konsortiet vil have en væsentlig interesse i at leve op til dem, da de ellers

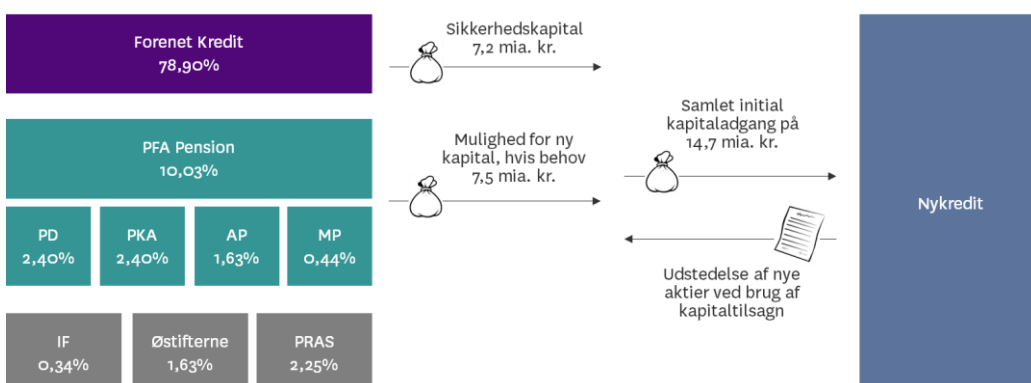
risikerer at få deres ejerandel i Nykredit udvandet, f.eks. ved udstedelse af aktier til underkurs. Dette er indgået som et væsentligt element i Finanstilsynets vurdering af løsningen.

Løsningen giver således fra start Nykredit et kapitalberedskab i form af en adgang til 14,7 mia. kr. i egenkapital – ca. 7,2 mia. kr. i Forenet Kredit og 7,5 mia. kr. hos pensionselskaberne. Det samlede kapitalberedskab vil på sigt vokse fra 14,7 mia. kr. til 17,5 mia. kr., når Forenet Kredit har udbygget sit kapitalberedskab til 10 mia. kr.

På baggrund af den samlede løsning vurderer Finanstilsynet, at Nykredits kapitalbehov falder til et niveau, der kan sammenlignes med kapitalbehovet ved en børsnotering.

Ejerskab og tilsagn om fremtidig tilførsel af kapital til Nykredit, som denne løsning etablerer, fremgår af figur 2.

Figur 2: Illustration af efterfølgende ejerskab og ikke-bindende kapitaltilsagn



Forenet Kredits bestyrelse har indhentet udtalelser fra FIH Partners og Deloitte, som bekræfter, at den tilbudte pris for aktierne er fair fra et finansielt synspunkt. Konklusionen er baseret på, at transaktionen er et salg af en minoritetsaktiepost i et ikke-noteret selskab.

De eksterne omkostninger forbundet med et aktiesalg til Konsortiet forventes at være i niveauet 70 mio. kr. samlet for Forenet Kredit og Nykredit A/S. Omkostningerne dækker udgifter til finansielle rådgivere, advokater, revisorer og kommunikation. Omkostningerne afspejler de indgåede rådgiverkontrakter.

Ved en børsnotering ville de anslåede omkostninger udgøre 300-400 mio. kr. til dækning af udgifter til finansielle rådgivere, danske og internationale advokater, revisorer,

.....

kommunikation og betaling til bankerne, der skulle bistå med at gennemføre transaktionen. Indstilles dette arbejde nu, vil omkostningerne alene udgøre et beløb i niveauet 55 mio. kr., hvoraf en ikke uvæsenlig del kan henføres til arbejde, der tillige har været behov for i den investeringsløsning, som bestyrelsen nu anbefaler. Dette gælder f.eks. udgifter til klargøring af datarum, gennemførelse af due diligenceprocessen m.v.

Forenet Kredit og Nykredit har i forbindelse med arbejdet med både børsnoteringen og i forhold til alternativer været fokuserede på at forhandle så favorable vilkår som muligt, herunder at holde omkostningerne på et markedskonformt niveau og gerne lavere, end hvad markedet normalt betaler for denne slags ydelser, hvor det er muligt.

Med aftalen tilslutter Konsortiet sig Forenet Kredits ejerskabspolitik. Det indebærer, at Nykredit opererer med et risikojusteret afkastmål på niveau med de mest rentable sammenlignelige selskaber – aktuelt 8,5% efter skat om året af Nykredits gældende kapitalbehov, der som led i denne aftale vil blive justeret ned til ca. 16% af de aktuelle risikoeksponeringer.

Forenet Kredit og Konsortiet er enige om, at Nykredit under normale markedsforhold og under hensyntagen til Nykredits kapitalmæssige forhold, herunder eventuelle myndighedskrav, skal have en stabil og konkurrencedygtig udbyttebetaling. Der er i ejeraftalen udtrykt en gensidig forventning om, at det fremtidige gennemsnitlige udbytte vil modsvare 50% af årets resultat efter skat, dog under forudsætning af, at dette er forsvarligt under hensyntagen til Nykredits økonomiske stilling og med forbehold for myndighedskrav eller krav afledt af behovet for en konkurrencedygtig rating.

Aftalen udelukker ikke en senere børsnotering, såfremt dette måtte være i Forenet Kredits og Nykredits bedste interesse, om end der ingen aktuelle planer er om at gennemføre en sådan, hvis aftalen godkendes på repræsentantskabsmødet.

Præsentation af hovedvilkår i aftalen mellem Forenet Kredit og Konsortiet fremgår af bilag 1.

3 Behovet for kapitaladgang

Nykredit har i dag som det eneste systemisk vigtige institut i Danmark ikke adgang til at hente ekstra egentlig kernekapital. De nuværende aktionærer er alle karakteriseret ved, at de ikke har mulighed for at komme med ekstra kapital, hvis Nykredit har brug for det. Hidtil har Nykredit kun kunnet opbygge kapital via det årlige overskud. Opbygning af kapital via overskuddet kan imidlertid være en langsom proces set i forhold til, hvor hurtigt kapitalbehovet kan ændre sig.

.....

.....

Det er i stigende grad en udfordring for Nykredit. Nykredit oplever oftere og oftere, at ændringer i EU-reglerne mv. hverken er tilpasset Nykredits forretnings sammensætning eller den unikke danske realkreditmodel. Det er ofte en ulempe, der har den konsekvens, at Nykredit rammes anderledes og hårdere af ændringer i reglerne end andre finansielle koncerner.

Herudover ændres reglerne nu hyppigere, end de gjorde tidligere. Tidligere lå kravene til Nykredit relativt fast, men sådan fungerer det ikke længere. Nykredit har derfor i de senere år fået en øget sårbarhed i forhold til relativt hurtigt at kunne tilpasse sig nye regler, herunder ændringer i kapitalkravene. En særlig uforudsigelighed kommer af, at myndighederne har fået flere beføjelser til at ændre i kapitalkrav mv. administrativt, uden en almindelig lovproces. Finanstilsynets seneste skærpelse af kapitalkravene er et eksempel herpå. De skærpede krav uddybes i det følgende.

Det er på den baggrund blevet uholdbart, at Nykredit alene kan opbygge kapital gennem et overskud i forretningen.

Finanstilsynet har i løbet af august/september 2017 peget på behov for enten en forøgelse af Nykredits nuværende kapitalmålsætning på 17,5% i egentlig kernekapital eller en forøget kapitaladgang.

Finanstilsynet har i den forbindelse fastlagt et mindste kapitalmål for et børsnoteret Nykredit på 14,5% før Basel IV. For at sikre en passende afstand til tilsynets krav ville Nykredit i den situation arbejde med et kapitalbehov på 15-16%.

Finanstilsynet finder, at Nykredits kapitaladgang er en smule mindre i den anbefalede investormodel, hvorfor Nykredits mindste kapitalmål her vil være 0,5 procentpoint højere end som børsnoteret institut. En forudsætning for denne vurdering er, at Nykredit allerede nu søger at dække det ekstra behov for egentlig kernekapital, der forventes at følge af Basel IV mv. Nykredits kapitalbehov udgør formelt set 15,5-16,5% før Basel IV i investormodellen.

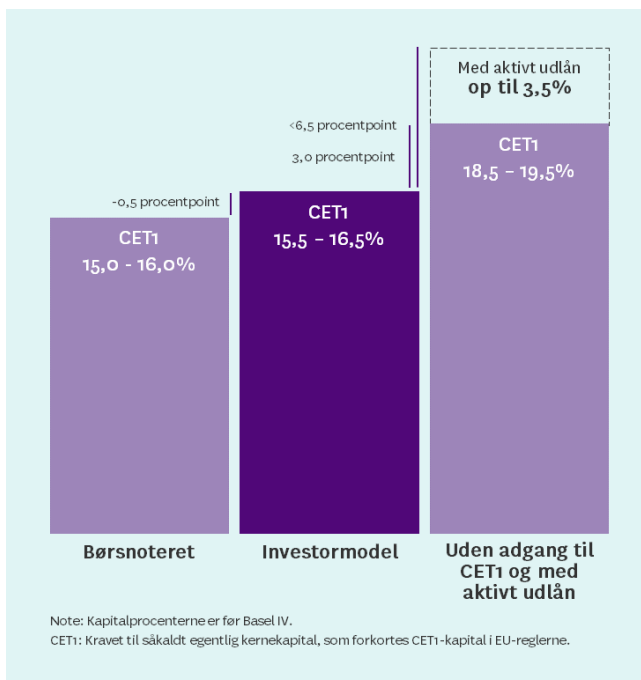
Et tilsvarende behov i den aktuelle situation uden adgang til kapital er på 18,5-19,5% før Basel IV. I praksis skal Nykredit dermed have omkring 3 procentpoint ekstra kapital sammenlignet med investormodellen.

Hertil kommer, at Finanstilsynet for institutter med begrænset kapitaladgang kræver yderligere kapital afhængigt af, hvor ambitiøs en udlånsmålsætning instituttet har, og det vil for Nykredit formentlig være op til 3,5 procentpoint.

.....

Nykredits kapitalbehov som (1) børsnoteret virksomhed, (2) i den anbefalede investormodel samt (3) uden adgang til kapital og med aktivt udlånsmålsætning fremgår af figur 3. Finanstilsynets krav er uddybende beskrevet i bilag 2.

Figur 3: Illustration af Nykredits kapitalbehov i forskellige scenarier



Med det anbefalede salg af en minoritetsaktiepost til en kreds af danske pensionselskaber kan Nykredit således etablere en struktur, der fremadrettet giver en meget stor kapitaladgang, der næsten vil være sammenlignelig med en børsnotering. Finanstilsynet har endvidere tilkendegivet, at tillægget på 0,5 procentpoint i investormodellen vil kunne reduceres i takt med den planlagte udbygning af kapitalberedskabet i Forenet Kredit.

Den foreslåede investormodel skaber en situation, hvor Forenet Kredit sammen med nye investorer kan sikre Nykredits udvikling, konkurrencekraft og udlånskapacitet i gode - og især i dårlige tider. Adgang til kapital vil sikre, at Nykredit fremadrettet har mulighed for fortsat at kunne låne ud i hele Danmark, efterleve sine forpligtelser over for de samarbejdende pengeinstitutter samt udvikle forretningen i øvrigt. Det er af stor betydning, at Nykredit kan fortsætte den positive forretningsmæssige udvikling og stå som en konkurrencedygtig aktør på markedspladsen. Ambitionen er at fortsætte den strategiske udvikling med afsæt i Winning the Double-strategien med henblik på at styrke egendistributionen og videreudvikle partnersamarbejdet på samme tid.

.....

I den anbefalede investorløsning kan Nykredits fremadrettede kapitalbehov (egentlig kernekapital) som nævnt reduceres markant. Samlet set vil Nykredit uden adgang til kapital have et kapitalniveau, der er i størrelsesordenen 15 mia. kr. højere, end hvis Nykredit får adgang til kapital med investormodellen. Tallet vil være endnu højere, hvis man også ønsker at kunne fastholde et aktivt udlån under og efter en krise. De 15 mia. kr. vil kunne anvendes til at opbygge kapitalberedskabet i Forenet Kredit og til at udbygge KundeKroner-konceptet.

Adgangen til kapital vil således sikre, at Forenet Kredits fem mærkesager og Nykredits seks løfter kan fastholdes, uden at der skal holdes meget store kapitalreserver. Det er således en relativt høj pris, der er knyttet til at fastholde Nykredits nuværende ejerstruktur med aktionærer, som ikke kan komme med yderligere kapital, når behovet herfor opstår. Investormodellen er en både billigere og sikrere vej til at bevare Nykredits DNA – Forenet Kredits fem mærkesager og Nykredits seks løfter.

Det er på den baggrund bestyrelsen anbefaler, at Nykredit sikres solid adgang til kapital - og dermed en fremtidig kapitaladgang, der svarer til en børsnotering - med en aftale mellem Forenet Kredit og en kreds af danske pensionsselskaber om salg af en minoritetsaktiepost i Nykredit A/S samt et tilsagn om fremtidig tilførsel af kapital til Nykredit, hvis der opstår behov for det.

Aktionærforeningsmodel

Bestyrelsen har også drøftet og vurderet andre modeller, herunder den såkaldte aktionærforeningsmodel, hvor kunderne vil skulle investere i aktier i Nykredit mod at få rabat på bidragssatsen, jf. lektor Johannes Raaballes artikler herom. Konkret har det været foreslået, at realkreditlåntagerne tilbydes at købe aktier i Nykredit A/S svarende til 1,5% af det lånte beløb. Altså for 15.000 kr. for hver lånt 1 million kr. Ved at gøre det skulle realkreditlåntageren få et nedslag i den årlige bidragsprocent på 0,2%-point.

Modellen har først og fremmest den svaghed, at den ikke giver en sikker adgang til ny kapital, når der er behov for det, jf. brev fra Finanstilsynet (bilag 3).

I en hård økonomisk krise, hvor Nykredit har behov for ekstra kapital, indebærer aktionærforeningsmodellen, at Nykredits kunder af egen fri vilje skal vælge at investere i yderligere aktier i Nykredit på et tidspunkt, hvor arbejdsløsheden og utrygheden formentlig er på sit højeste, og på et tidspunkt, hvor kunderne sandsynligvis har oplevet betydelige værditab på grund af boligprisfald. Det er u hensigtsmæssigt, da mange kunder i en krisetid ikke vil være i stand til at investere i Nykredit, og da formodningen samtidig er, af en væsentlig del af de kunder, der kan, sandsynligvis vil undlade dette. Det vil derfor være meget usikkert, om Nykredit kunne få den tilstrækkelige ekstra egenkapital,

.....

.....

når behovet herfor opstår. Det er en usikkerhed, som en ansvarlig ledelse for et systemisk vigtigt institut ikke kan leve med

Dertil har modellens rabat på bidragssatsen en uheldig effekt i en krisetid, da den udhuler én af koncernens vigtigste indtægtskilder, hvilket vil skabe yderligere behov for kapital. En kapital, som Nykredit ikke kan frembringe uden at udhule indtjeningen yderligere, da et aktiesalg vil medføre yderligere bidragsrabat.

Det er således bestyrelsens klare vurdering, at denne løsning ikke vil give tilstrækkelig sikkerhed for at kunne hente ny kapital i alle situationer, og dermed vurderes denne løsning ikke at have den nødvendige kapitaladgang. Finanstilsynet har endvidere påpeget, at modellen ikke giver en lige så sikker og god adgang til ny egenkapital som en børsnotering eller en investormodel². Modellen reducerer dermed efter Nykredits og Finanstilsynets vurdering ikke kapitalbehovet set i forhold til en situation, hvor Nykredit ikke har adgang til kapital. Bestyrelsen kan derfor ikke anbefale en løsning, som baserer sig på, at kunderne skal investere i Nykredits egenkapital.

4 Kunderne i centrum

En indtjening på markedsniveau er en præmis for en moderne, finansiel virksomhed som Nykredit. Det er nødvendigt for at opnå størst mulig sikkerhed for, at koncernen kan have et aktivt udlån i, under og efter en hård økonomisk krise, og er samtidig grundlaget for at få adgang til kapital, når det måtte være nødvendigt.

KundeKroner-modellen betyder, at koncernens kunder får konkrete og kontante fordele ud af foreningsejerskabet, mens den langsigtede sikkerhed, der ligger i en indtjening på markedsniveau, kan fastholdes. Forenet Kredit yder et tilskud til Nykredit, som kan udmønte tilskuddet i KundeKroner. Princippet er enkelt: Når det går godt for forretningen, skal det komme kunderne til gode.

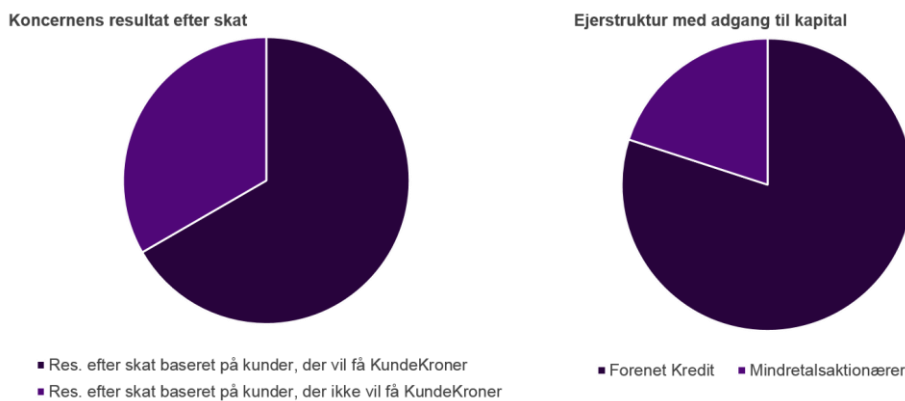
Tilskuddet fra Forenet Kredit til Nykredit baserer sig ikke kun på den del af overskuddet, der opnås ved at yde realkreditlån til boligejerne i Totalkredit A/S, men på hele Nykreditkoncernens indtjening. Nykredit er en bred finansiel koncern med en lang række indtægtskilder, der alle er med til at finansiere udbyttebetalinger, og dermed giver grundlag for, at Forenet Kredit kan yde tilskud, der kan udmøntes i KundeKroner.

² Jævnfør brev af 17. oktober 2017 til Nykredit fra Finanstilsynet, der er vedlagt i bilag 3.

.....

Kunder, der vil få KundeKroner, genererer således ~67% af koncernens udbytte, men får via Forenet Kredit glæde af ~80% af Nykredit-koncernens overskud, jf. figur 4. Resultatet fra kunder, der ikke vil få KundeKroner, overstiger dermed udbyttet til mindretalsaktionærer.

Figur 4: Illustration af Nykredits indtjenings- og udbyttefordeling



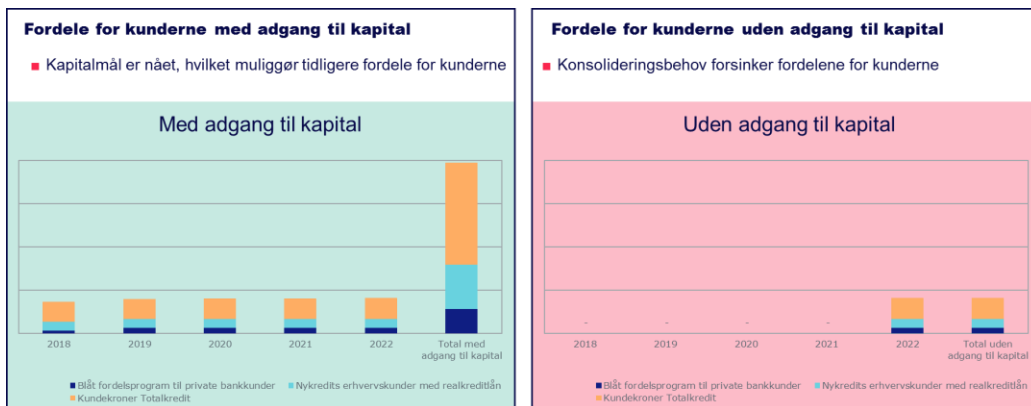
Totalkredits over 700.000 privatkunder med realkreditlån er i dag garanteret 1.000 kr. pr. lånt mio. kr. i KundeKroner om året. Dette er kunderne garanteret frem til og med 2. kvartal 2019.

Hvis Nykredit får en adgang til den egenkapital, som den anbefalede investordløsning giver, vil koncernen få en kapitalimpulse, der indebærer, at koncernen vil være i stand til at forhøje og udvide konceptet. Det er her planen, at Totalkredits privatkunder vil få et højere beløb end de 1.000 kr. pr. lånt mio. kr. om året, og dette vil de blive garanteret frem til udgangen af 2019. Dertil kommer, at alle koncernens erhvervs-kunder med realkreditlån vil blive garanteret tilsvarende rabatter i samme periode. Der vil på lån, der overstiger 20 mio. kr., dog kun blive givet rabat på bidrags-satsen på de første 20 mio. kr. af restgælden.

Med afsæt i Nykredits forecast 2021 muliggør fremtidige udbyttebetalinger fra Nykredit A/S både udbygning af kapitalberedskabet i Forenet Kredit og samtidig tilskud til koncernen, som kan udmøntes i finansiering af KundeKroner. Det skyldes som nævnt, at Nykredit får en kapitalimpulse på mindst 15 mia. kr. som følge af det lavere kapitalbehov i investormodellen.

Figur 5 illustrerer stilistisk, at investormodellen sikrer, at Nykredit vil kunne udbetale KundeKroner i et større omfang end ellers i de kommende fire år, da der ikke i denne periode i stedet skal opbygges kapital til et højere kapitalbehov.

Figur 5: Illustration af forbedret mulighed for udbetaling af KundeKroner i investormodel



Aftalen om salg af aktier i Nykredit A/S til Konsortiet giver således Forenet Kredit mulighed for både at afdrage foreningens gæld, søge foreningens kapitalberedskab opbygget til 10 mia. kr. og samtidig give tilskud til Nykredit-koncernen, der kan anvendes til udbetaling af KundeKroner.

5 Indstilling

Bestyrelsen i Forenet Kredit indstiller enstemmigt og med tilslutning fra Nykredit A/S' bestyrelse og koncerndirektion, at repræsentantskabet samlet godkender:

- Aktieoverdragelse af den 7. november 2017 (**Aktieoverdragelsesaftalen**) mellem Forenet Kredit (som sælger) og PFA Pension Forsikringsaktieselskab, PensionDanmark Pensionsforsikringsaktieselskab, Pensionskassen for Sundhedsfaglige, Pensionskassen for Sygeplejersker og Lægeseekretærer, Pensionskassen for Socialrådgivere, Socialpædagoger og Kontorpersonale, AP Pension Livsforsikringsaktieselskab samt MP Pension – Pensionskassen for Magistre og Psykologer (samlet **Konsortiet**) (som købere), om Forenet Credits overdragelse af i alt 1.446.564 aktier á nom. kr. 100 i Nykredit A/S (**Aktierne**), svarende til 10,90% af aktiekapitalen i Nykredit A/S, til Konsortiet mod betaling af en samlet købesum for Aktierne på DKK 7,5 mia. samt
- Ejerftale mellem Forenet Kredit og Konsortiet vedrørende Nykredit A/S (**Ejerftalen**), som indgås ved gennemførelsen af Aktieoverdragelsesaftalen,

i overensstemmelse med de hovedvilkår for Aktieoverdragelsesaftalen, Ejerftalen og dertil knyttede transaktioner, herunder de foreslåede vedtægtsændringer i Nykredit A/S, som er blevet fremlagt på repræsentantskabsmødet den 23. november 2017.

Præsentation af hovedvilkår for betinget aftale med PFA-ledet konsortium

Repræsentantskabsmøde i Forenet Kredit f.m.b.a. den 23. november 2017

Betinget af repræsentantskabets godkendelse sælger Forenet Kredit 10,90% af aktierne i Nykredit til det af PFA ledede konsortium til en samlet pris på kr. 7,5 mia. Forenet Kredit vil derefter eje 78,9% af aktierne. Konsortiet køber samtidig aktier fra Industriens Fond og Østifterne (til samme pris, som Forenet Kredit sælger til), sådan at Konsortiet ialt erhverver 16,89% af aktierne i Nykredit. De resterende aktier ejes fortsat af de nuværende minoritetsaktionærer (Industriens Fond, Østifterne f.m.b.a og PRAS A/S).

- Der indgås:
 - **Aktieoverdragelsesaftale med Konsortiet:**
 - Kort aftale uden reelt bebyrdende vilkår for Forenet Kredit
 - Aftalen er alene betinget af, at enkelte regulatoriske godkendelser indhentes samt af at repræsentantskabet godkender løsningen
 - **Ejeraftale med Konsortiet:**
 - Konsortiet investerer ind i Nykredits nuværende strategi og tilslutter sig centrale dele af Forenet Kredits ejerskabspolitik
 - Forenet Kredit er fortsat majoritetsaktionæren i Nykredit; foreningen kontrollerer generalforsamlingen og udpeger flertallet af bestyrelsesmedlemmerne
 - Enkelte vetorettigheder for PFA Pension til sikring af, at Konsortiets fundamentale forudsætninger for transaktionen ikke ændres
 - Ingen aftaler om exit (f.eks. en børsnotering), men Forenet Kredit og Nykredit kan til enhver tid beslutte en børsnotering, hvis man ønsker det
 - Konsortiet kan ikke sælge deres aktier til tredjemand før 2023 og derefter har Forenet Kredit forkøbsret mv. til Konsortiets aktier, hvorimod Forenet Kredit frit kan disponere over foreningens aktier
 - Enighed om nuværende kapital- og udbyttepolitik med udgangspunkt i Forenet Kredits nuværende ejerskabspolitik. Konsortiet gives ret til at kræve en børsnotering, hvis udbyttet fra Nykredit over rullende 3 års perioder falder under et aftalt minimum, men Forenet Kredit kan i så fald købe eller anvise en køber af Konsortiets aktier i stedet for en børsnotering
 - **Sikring af kapitalfleksibilitet for Nykredit:**
 - Investorernes afgivelse af kapitaltilsagn
 - Forenet Kredit bekræfter, at ville holde et kapitalberedskab til rådighed for Nykredit, og at foreningen vil fortsætte finansiering af KundeKrone programmet
 - Finanstilsynet har sagt god for, at den samlede pakke vil give Nykredit en kapitallempe næsten på niveau med, hvad der ville være opnået ved en børsnotering

Styrende hensyn i dialogen med PFA-konsortiet

Bestyrelserne og direktionerne i Forenet Kredit og Nykredit har hele tiden haft fokus på at sammenholde en løsning med Konsortiet med alternativerne (dvs. en børsnotering eller status quo), særligt på følgende fundamentale parametre:

- a) Løsningen skal give Nykredit solid adgang til fremtidig kapital, herunder i fremtidige krisesituationer, næsten på niveau med det, som ville være opnået i en børsnotering ("**Kapitalfleksibiliteten**"),
- b) Nykredits strategi og fortsatte udvikling af kernevirksohmheden må ikke bremses eller kan forhindres pga. uenighed i ejerkredsen mv. ("**Nykredits handlefrihed**"),
- c) Forenet Kredit er fortsat kontrollerende aktionær i Nykredit og kan derved opfylde de formål, der er fastlagt i vedtægterne mv. til gavn for Nykredit såvel som foreningens medlemmer ("**Foreningens kontrol**") samt
- d) En fair pris.

Disse styrende hensyn er imødekommet med den fremlagte løsning:

- Finanstilsynet har tiltrådt, at den adgang til kapital, som løsningen giver, (næsten) er lige så god som en børsnotering.
- Investorerne køber ind i Nykredits nuværende strategi og giver tilsagn om at stille kapital til rådighed for at virkeliggøre denne. Investorerne har et incitament til at opfylde deres tilsagn via muligheden for at udstede aktier til under markedskurs.
- Forenet Kredit bevarer kontrollen med Nykredit på niveau med det, der ville være tilfældet i børsnotering, og med en større ejerandel bevaret.
- Forenet Kredits bestyrelse har indhentet udtalelser fra FIH Partners og Deloitte, som, under visse forudsætninger og begrænsninger, bekræfter at prisen er fair fra et finansielt synspunkt for Forenet Kredit.

Aktieoverdragelsesaftalen

Forenet Kredits bestyrelse indgik den 7. november 2017 en betinget aftale om salg af 10,90% af aktierne i Nykredit A/S (**Nykredit**) til et af PFA ledet konsortium.

Samtidig hermed har Østifterne f.m.b.a. og Industriens Fond indgået aftaler med konsortiet om overdragelse af en del af deres aktier i Nykredit A/S til Konsortiet, alene betinget af, at Forenet Kredits aktiesalg endeligt gennemføres. PRAS A/S har ikke ønsket at sælge aktier.

I alt overdrages 16,89% af den samlede aktiekapital i Nykredit.

Hovedvilkårene i Aktieoverdragelsesaftalen

Antal og købesum

Forenet Kredit overdrager 10,90% af aktiekapitalen i Nykredit til et af PFA ledet konsortium. Konsortiet består udover PFA Pension af PensionDanmark, PKA , AP Pension og MP Pension (**Konsortiet**).

Købesummen for aktierne er DKK 7,5 mia.

Betingelser

Gennemførelsen af Aktieoverdragelsesaftalen er alene betinget af:

- at repræsentantskabet i Forenet Kredit godkender, at Forenet Kredit sælger aktierne til Konsortiet,
- opnåelse af visse regulatoriske godkendelser fra Finanstilsynet og
- at Konsortiet samtidig erhverver aktier fra Industriens Fond og Østifterne f.m.b.a., jf. de allerede indgåede aftaler herom.

Vi vurderer ikke, at der er nogen reel risiko for, at betingelserne ikke vil blive opfyldt, forudsat repræsentantskabet godkender løsningen.

Gennemførelse

Forudsat at repræsentantskabet godkender aftalen, vil den endelige gennemførelse af aktiesalget ske i december 2017 eller januar 2018 (afhængig af den regulatoriske godkendelsesproces).

Samtidig med gennemførelsen afholdes en ekstraordinær generalforsamling i Nykredit, hvor de ejer- og stemmeretsbegrænsninger, der er i de gældende vedtægter for Nykredit, ophæves. Ophævelsen af ejer- og stemmeretsbegrænsningerne skal ses i lyset af, at Konsortiet indtræder som minoritetsaktionærer i Nykredit.

Efterfølgende indvælges et af PFA Pension udpeget medlem til Nykredits bestyrelse.

Ejeraftalen

Ved den endelige overdragelse af aktier til Konsortiet indgår Forenet Kredit og medlemmerne af Konsortiet en ejeraftale, som regulerer parternes rettigheder og forpligtelser som kapitalejere i Nykredit. Hovedpunkterne i ejeraftalen er gennemgået på de følgende plancher.

Forenet Kredits nuværende ejeraftale med Industriens Fond, Østifterne og PRAS fortsætter uændret.

Formålet med transaktionen mv.

- **Hovedformålet** med transaktionen er at sikre, at

Nykredit er og forbliver en konkurrencestærk dansk aktør inden for realkredit og anden finansiel virksomhed med lave kapitalomkostninger og et stabilt konkurrencedygtigt afkast.

Dette opnås ved:

- *til gavn for kunderne, obligationsejerne, kapitalejerne og det danske samfund, at sikre Nykredit-koncernen:*
 - *en robust og fleksibel kapitalstruktur og*
 - *en stabil og langsigtet ejerkreds,*
- *at sikre grundlaget for en bæredygtig, stabil og markedskonform lønsomhed i Nykredit.*

Parternes status:

- Konsortiet indtræder som finansielle investorer i Nykredit, dvs. at Konsortiet ikke gives eller vil søge indflydelse på den løbende drift af Nykredit-koncernen.
- Forenet Kredit er og har til hensigt også i fremtiden at være hovedaktionær i Nykredit.
- Konsortiet ledes af PFA Pension, som er tillagt en visse ”forvaltningsmæssige rettigheder”, så som at udpege Konsortiets medlem af Nykredits bestyrelse og evt. udøvelse af vetorettighederne.

- I ejerftalen afgiver hver af partnerne en række tilsagn, som skal sikre Nykredit et solidt kapitalberedskab:
 - **Konsortiet afgiver tilsagn** om at ville tilføre Nykredit yderligere kapital op til i alt DKK 7,5 mia., hvis der er behov for dette som følge af regulatoriske krav og krav fra rating bureauer. Derudover afgiver de hensigtserklæring om at ville tilføre yderligere egenkapital til understøttelse og udbygning af Nykredits kerneforretning.
 - Tilsagnene er ikke juridisk bindende, men Konsortiet vil have en væsentlig interesse i at leve op til dem, da de ellers risikerer at få deres ejerandel i Nykredit udvandet, f.eks. ved udstedelse af aktier til underkurs. Dette er indgået som et væsentligt element i Finanstilsynets vurdering af løsningen.
 - **Forenet Kredit** tilkendegiver, at man vil holde nettoprovenuet fra aktiesalget til rådighed til at bistå Nykredit kapitalmæssigt samt at foreningen over tid, hvis muligt, vil opbygge et krisekapitalberedskab på DKK 10 mia. Endelig giver foreningen tilsagn om, at man fortsat vil finansiere KundeKroner-programmet indenfor rammerne af vedtægterne og ejerskabspolitikken.

- **Fortegningsret:**
 - Forenet Kredit og Konsortiet har fortegningsret ved kontante kapitalforhøjelser ift. deres ejerandele.
 - Såfremt en af parterne ikke ønsker at tegne aktier ved en kapitaludvidelse, har de øvrige parter en ret til at tegne disse og ellers kan aktierne tegnes af nye investorer.
- **Ret (men ikke pligt) til udvanding:**
 - Parterne har tiltrådt et princip om, at Forenet Kredit kan vælge at lade sig udvande i et vist omfang, hvis der opstår behov for at tegne ny kapital, men foreningen kan altid vælge at forsvare sin ejerandel.
- **Udstedelse af aktier til underkurs og beskyttelse af minimumsejerandel:**
 - Der er mulighed for at udstede aktier til under markedskurs uden vetoet for Konsortiet; dette er et væsentligt element i at sikre, at Konsortiet lever op til de afgivne kapitaltilsagn, da de ved manglende tegning vil kunne blive (væsentligt) udvandet og herunder fortabe rettigheder.
 - Omvendt indeholder ejeraftalen mekanismer, som sikrer, at Konsortiets ejerandel ikke mod deres vilje kan bringes under den minimumsbesiddelse, som er grundlaget for, at PFA Pension har ret til at udpege et bestyrelsesmedlem og for vetorettighederne.

Stemme- og vetorettigheder

- **Ledelsen og kontrol:** Nykredit ledes af bestyrelsen og direktionen. Beslutninger træffes på generalforsamlingerne og i bestyrelsen iht. selskabslovens og vedtægternes regler, dvs. at Forenet Kredit fortsat kontrollerer Nykredit.
- **Vetorettigheder:**
 - PFA Pension tillægges vetoet over for enkelte væsentlige beslutninger, som Forenet Kredit qua sin ejerandel ellers ville kunne gennemføre egenhændigt nemlig 1) ændring af Nykredits vedtægtsmæssige formål; 2) salg af hele eller væsentlige dele af Nykredits kernevirkksomhed; 3) likvidation af Nykredit; 4) meget væsentlige fusioner eller apportindskud udenfor kernevirkksomheden; 5) fravigelser fra fortegningsretten ved kontante kapitaludvidelser; 6) væsentlige ændringer i den aftalte overordnede udbyttepolitik og 7) ikke-proratariske aktietilbagekøb rettet mod andre end minoritetsaktionærer.
 - Hvis vetoet udnyttes efter 2022 vil Forenet Kredit kunne kræve, (i) at Konsortiet medvirker til at gennemføre en børsnotering, eller (ii) at Konsortiet overdrager deres aktier i Nykredit til Forenet Kredit eller en tredjepart.
 - Vetorettighederne fortabes, hvis PFA Pensions/Konsortiets ejerandel udvandes under en vis andel (dvs. hvis de ikke udnytter deres ret til at tegne aktier ved kapitaludvidelser).

- **PFA Pensions ret til at udpege et bestyrelsesmedlem:**
 - PFA Pension kan udpege ét bestyrelsesmedlem i Nykredit (og Nykredit Realkredit A/S).
 - PFA Pensions ret til en repræsentant i bestyrelsen bortfalder, såfremt Konsortiet ikke opfylder kravene til sin minimumsejerandel, eller der foreligger en interessekonflikt mellem Nykredit og/eller Forenet Kredit og PFA Pension. Et andet medlem af Konsortiet kan på visse betingelser overtage retten til at udpege et bestyrelsesmedlem i tilfælde af en interessekonflikt med PFA Pension.
- **Forenet Kredit udpeger flertallet af bestyrelsens medlemmer:**
 - Forenet Kredit har, med respekt af de nuværende minoritetsaktionærers rettigheder, ret til at udpege de øvrige generalforsamlingsvalgte medlemmer, og fastlægger deres antal. Som sådan er det sikret, at Forenet Kredit altid kan udpege flertallet af bestyrelsens medlemmer.
 - Formanden for bestyrelsen udpeges blandt de af Forenet Kredit indstillede kandidater.

Kapital- og udbyttepolitik

- **Konsortiet tilslutter sig Forenet Kredits grundlæggende kapital- og udbyttepolitik:**
 - Konsortiet tilslutter sig Forenet Kredits ejerskabspolitik om, at foreningen lægger vægt på en sund og forsvarlig vækst og værdiskabelse i Nykredit, så der skabes et risikojusteret afkast på niveau med de mest rentable sammenlignelige selskaber, hvilket aktuelt vil sige 8,5 pct. efter skat om året af Nykredits gældende kapitalbehov, der som led i denne aftale vil blive justeret ned til ca. 16 pct. af risikoeksponeringerne
 - Parterne er endvidere enige om, at Nykredit skal kapitaliseres til et markedskonformt niveau, dog mindst et niveau, der sikrer en stabil og sikker rating på niveau med sammenlignelige virksomheder med betydelig bred realkreditaktivitet.
- **Overordnet udbyttepolitik:**
 - Forenet Kredit og Konsortiet er enige om, at Nykredit under normale markedsforhold og under hensyntagen til Nykredits kapitalmæssige forhold, herunder eventuelle myndighedskrav, skal have en stabil og konkurrencedygtig udbyttebetaling. Der er i ejeraftalen udtrykt en gensidig forventning om, at det fremtidige gennemsnitlige udbytte vil modsvare 50% af årets resultat efter skat, dog under forudsætning af, at dette er forsvarligt under hensyntagen til Nykredits økonomiske stilling og med forbehold for myndighedskrav eller krav afledt af behovet for en konkurrencedygtig rating.
- **Ret for PFA Pension til at kræve – men ikke gennemtvinge - en børsnotering:**
 - Ejeraftalen giver PFA Pension ret til at kræve, men ikke gennemtvinge, at der gennemføres en børsnotering, såfremt udbyttet fra og med 2018 og fremadrettet ikke sammenlagt over en 3-årig rullende periode som minimum har udgjort 20% af årets resultat efter skat samt minimum 1,7% årligt af den gennemsnitlige egenkapital.
 - Forenet Kredit kan (modsat af hvad der f.eks. ukorrekt er fremgået af medierne), hvis PFA Pension i sådanne situationer fremsætter krav om en børsnotering, som alternativ kræve, at PFA Pension og resten af konsortiet overdrager samtlige deres aktier til Forenet Kredit eller en tredjepart til markedspris.

Overdragelse af aktier, herunder stand-still og forkøbsret

- **Forenet Kredits ret til at overdrage aktier:**
 - Forenet Kredit kan frit overdrage sine aktier i Nykredit, forudsat at Konsortiets rettigheder ikke som følge af overdragelsen forringes.
 - Konsortiet har ret (og under visse betingelser pligt) til at medsælge aktier, hvis Forenet Kredit sælger aktier.
- **Konsortiets ret til at overdrage aktier:**
 - Konsortiet har forpligtet sig til ikke overdrage deres aktier i Nykredit inden udgangen af 2022, bortset fra internt mellem medlemmerne af Konsortiet.
 - Derefter kan Konsortiet overdrage deres aktier til en tredjepart, som kan godkendes af Forenet Kredit og Nykredit.
 - Forenet Kredit har en forkøbsret til aktier, som PFA Pension eller et konsortiemedlem måtte ønske at overdrage til en tredjepart udenfor Konsortiet, og alternativt ret til at anvise en anden køber til aktierne.
 - Ejerftalen indeholder bestemmelser som sikrer, at Konsortiet altid består af mindst tre deltagere, der hver især har væsentlige investeringer i Nykredit.
- **Tvangsindløsning:**
 - Forenet Kredit og Konsortiet fraskriver sig retten til henholdsvis at kræve sig indløst og tvangsindløse de andre parter, uanset selskabslovens betingelser herfor måtte være opfyldt. Hver af PFA Pension og de øvrige konsortiemedlemmer kan dog tvangsindløses, såfremt deres samlede ejerandel bringes under et vist niveau, hvis betingelserne for tvangsindløsning iht. selskabsloven i øvrigt er opfyldte.

Hovedvilkår i Ejeraftalen - børsnotering

- **Ingen aftale om fremtidig børsnotering:**
 - Der indgår ingen bestemmelser i ejeraftalen eller i øvrigt om, at parterne planlægger eller har til hensigt at gennemføre en børsnotering af Nykredit i fremtiden, men Forenet Kredit kan til enhver tid, sammen med Nykredit, beslutte at gennemføre en børsnotering. Konsortiet er i givet fald forpligtet til at medvirke til en sådan børsnotering.
 - Afhængig af om, hvornår og under hvilke omstændigheder en børsnotering gennemføres, har Konsortiet og Forenet Kredit henholdsvis ret og pligt til som led i børsnoteringen at sælge en bestemt del af deres aktier i Nykredit.
 - Forenet Kredit kan ikke mod sin vilje blive udvandet til en ejerandel på under 60% i forbindelse med en børsnotering.
- **Konsortiet kan fremsætte krav om, men ikke gennemtvinge en børsnotering:**
 - Konsortiet kan fremsætte krav om en børsnotering i enkelte tilfælde, hvor de helt fundamentale forudsætninger for deres investering ikke længere er til stede (dvs. hvis kravet til et minimumsafkast ikke opfyldes eller i tilfælde af Forenet Kredits hævebegrundende misligholdelse).
 - Forenet Kredit kan i de situationer vælge i stedet at købe eller anvise en køber af Konsortiets aktier.
- Ejeraftalen bortfalder i tilfælde af en børsnotering.

København, den 10. november 2017

BILAG B.2: NYKREDITS BEHOV FOR KAPITALFLEKSIBILITET

Notatet er disponeret som følgende:

- 1 Indledning
- 2 Nykredit og rammebetingelserne
- 3 Nykredits aktuelle kapitalsituation
- 4 Konklusion

Herudover vedlægges følgende bilag:

- I Kapitalregler mv. – et hurtigt tilbageblik og et lille blik fremad
- II Finanstilsynets krav til kapitalmålsætning – brev til Nykredit og plancher fra bestyrelsesmøde
- III Mail fra Finanstilsynet af 23. oktober 2017
- IV Ordliste

1 Indledning

Nykredit har i dag som det eneste systemisk vigtige institut i Danmark ikke adgang til at hente ekstra egentlig kernekapital (aktiekapital – kaldes "CET1"-kapital i EU-reglerne), hvis nye kriser, ny regulering eller andre forhold gør det nødvendigt. De nuværende aktionærer er således alle karakteriseret ved, at de ikke har mulighed for at komme med ekstra kapital, hvis Nykredit har brug for det. Hidtil har Nykredit kun kunnet opbygge kapital via det årlige overskud. Opbygning af kapital via overskuddet kan imidlertid være en langsom proces set i forhold til, hvor hurtigt kapitalbehovet kan ændre sig.

Det er i stigende grad en udfordring for Nykredit. Nykredit oplever for det første oftere og oftere, at ændringer i EU-reglerne mv. hverken er tilpasset Nykredits forretnings sammensætning eller den unikke danske realkreditmodel. Det er ofte en ulempe, der har den konsekvens, at Nykredit rammes anderledes og hårdere af ændringer i reglerne end andre finansielle koncerner.

For det andet er reguleringstempoet i de senere år accelereret. Tidligere lå kravene til Nykredit relativt fast, og ændrede reguleringen sig, var det altid med en lang indfasningsperiode, der tillod, at Nykredit i et roligt tempo kunne tilpasse sig de nye rammebetingelser. Men sådan fungerer det ikke længere, og Nykredit har derfor i de senere år fået en øget sårbarhed i forhold til relativt hurtigt at kunne tilpasse sig kapitalmæssige ændringer. Det skyldes særligt, at Nykredit er kendetegnet ved, at ingen af de fire aktionærer kan stille ekstra egentlig kernekapital til rådighed, når og hvis der måtte være behov for det.

For det tredje er reguleringen i stigende grad blevet variabel. Nykredits kapitalkrav stiger fx betydeligt, hvis ejendomspriserne falder, og arbejdsløsheden stiger. Derudover har myndighederne fået flere administrative beføjelser til løbende at ændre i kapitalkrav mv. Det gør de regulatoriske rammevilkår mere uforudsigelige.

For det fjerde bliver Nykredits hovedaktivitet, nemlig lån til finansiering af fast ejendom, ikke nødvendigvis betragtet som en lavrisikoaktivitet af internationale myndigheder, fordi sidste krise bl.a. viste, at ejendomspriserne kan falde betydeligt. Konsekvensen er, at kapitalkravene til lån med pant i fast ejendom øges betragteligt i disse år.

Samlet betyder det, at det er blevet en uholdbar situation, at Nykredit alene kan opbygge egentlig kernekapital gennem et overskud i forretningen. Nykredits behov for en meget høj kapitalisering som følge af den manglende fleksible kapitaladgang bekræftes af Finanstilsynets brev fra 27. september 2017, som behandles i dette notat (se desuden bilag II).

I forbindelse med et salg af en minoritetsaktiepost i Nykredit A/S til en kreds af danske pensionsselskaber kan Nykredit etablere en struktur, der giver en sikker adgang til egentlig kernekapital. Dermed fjernes Nykredits kapitalmæssige sårbarhed.

Inden de konkrete kapital- og reguleringsforhold gennemgås i mere tekniske detaljer, uddyber dette notat, hvordan Nykredits rammebetingelser ser ud i dag.

2 Nykredit og rammebetingelser

Der ses i det følgende på Nykredits forretningsmodel samt på Nykredits rammevilkår i form ratingkrav og regulerings- og tilsynskrav.

Nykredit er kendetegnet ved at være:

- a) Den eneste danske finansielle koncern, hvor realkreditinstituttet ikke er blevet opkøbt eller etableret af en bank.
- b) Den største udlåner i Danmark med et udlån på ca. 1.200 mia. kr. Udlånet foretages bredt i hele Danmark – geografisk og branchemæssigt. Det er der ikke andre banker eller realkreditinstitutter, der kan matche.
- c) En af de største europæiske udstedere af realkreditobligationer med en bred investorkreds i Danmark og internationalt.
- d) En koncern med en i europæisk sammenhæng meget stor andel af balancen, der udgøres af bolig- og realkreditudlån.

Rating af obligationer er en nødvendighed:

- a) Rating blev nødvendig i løbet af 1990'erne bl.a. efter etableringen af de bank-ejede realkreditinstitutter, der opnåede høje ratings baseret på en stærk koncernintern support. Den struktur kunne Nykredit ikke kopiere og har derfor i stedet haft fokus på kapital, indtjening og sikkerhedsstillelse i form af statsobligationer mv. i de såkaldte kapitalcentre. Disse kapitalcentre er de juridiske enheder, som obligationerne udstedes fra.
- b) Det er i gode tider relativt nemt at leve op til rating- og markedskravene. I vanskelige tider stiger kravene til kapital, indtjening og supplerende sikkerhedsstillelse. Omkring 2011 havde alle danske realkreditinstitutter en svær periode på obligationsmarkedet, hvor især Moody's stillede ekstremt høje krav. Det førte til en vellykket opsigelse af samarbejdet med Moody's, men også til at realkreditinstitutterne gennemførte tiltag, der kunne føre til bedre ratings fremadrettet. Nykredit indførte fx såkaldt tolagsbelåning på både privat- og erhvervsudlån. I dag anvendes tolagsbelåning kun på erhvervsudlån.

Finansielle reguleringskrav er variable – og de er samtidig stigende:

- a) Den finansielle regulering er efter finanskrisen blevet indrettet, således at kravene er omskiftelige.

Både EU-myndighederne og de nationale myndigheder fik i 2013 en række muligheder for at ændre reglerne markant rent administrativt. De bemyndigelser anvendes i stadigt stigende omfang, hvilket har medført betydeligt højere krav. De nye krav rammer ofte Nykredit hårdere end konkurrenterne, fordi vores forretnings sammensætning og struktur som nævnt er anderledes end konkurrenternes. En række eksempler er beskrevet i bilag I.

De administrative beføjelser kommer på toppen af den variabilitet i kapitalkravene, der skyldes ændringer i ejendomspriser og konjunkturer. I en højkonjunktur og/eller ved stigende ejendomspriser falder risikoen ved Nykredits udlån og dermed de såkaldte "risikoeksponeringer", der anvendes ved beregning af kapitalkravet. I lavkonjunktur og/eller ved faldende ejendomspriser stiger risikoen og dermed risikoeksponeringerne. På koncernniveau øges den beregnede risikoeksponering med ca. 30%, når vi går fra en konjunktursituation som i dag til en situation med faldende ejendomspriser og høj arbejdsløshed. Ændringer i regulering og konjunkturer har i de senere år betydet mere for ændringerne i Nykredits risikoeksponeringer end forretningsudviklingen.

- b) For Nykredit er det største regulatoriske problem, at koncernens hovedaktivitet, nemlig lån til finansiering af fast ejendom, ikke nødvendigvis bliver betragtet som en lavrisikoaktivitet af særligt internationale myndigheder.

Internationalt vurderes udlån baseret på ejendoms pant ofte at være risikable, fordi ejendomspriserne kan falde betydeligt. Ligeledes vurderes indlån fra private og mindre virksomheder at være den sikreste finansieringsform. Udstedelse af realkreditobligationer og andre værdipapirer vurderes derimod at være mere usikkert, fordi de finansielle markeder i deres natur er omskiftelige, og fordi investorenes investeringskapacitet og -præferencer kan ændre sig.

Nykredit er helt uenig i den vurdering. I Danmark har borgerne en meget større pensionsopsparing end i andre lande, og den pensionsopsparing er sammen med en sund dansk nationaløkonomi grundlaget for, at danskerne kan have højere gælds niveauer end i andre lande. Pensionsmidlerne er samtidig grundlaget for en stabil obligationsafsætning. Hertil kommer naturligvis, at realkreditudlånet er match-fundet, dvs. at betalingerne på udlånet svarer til betalingerne på obligationerne. Der er således generelt ikke nogen risiko for, at der ikke vil være finansiering til realkreditudlånet.

- c) En anden årsag til de stadigt stigende kapitalkrav mv. er risikoen for, at der sker en overvurdering af forskellige markeder, fx boligmarkedet afledt af de meget lave renter. Det kan føre til spekulative prisbobler. Risikoen for prisbobler er en væsentlig årsag til Sverige og Norges stramninger af kapitalkravene og er også en væsentlig del af baggrunden for Basel IV.

Set fra EU-politisk side og myndighedsside er de stigende kapitalkrav en konsekvens af finanskrisen. Herudover øger lavrentemiljøet strukturelt set risikoen på traditionelle lavrisikoområder som boligfinansiering, og i øvrigt ændrer risikobilledet sig løbende. Det må de finansielle virksomheder indstille sig på, og i de systemisk

vigtige institutter som Nykredit skal ledelsen også forholde sig til mulige regulatoriske ændringer og til mulighederne for om nødvendigt at skaffe mere egentlig kernekapital med relativt kort varsel.

Der er i bilag I en gennemgang af de vigtigste regelændringer fra 1990 og frem til i dag samt de kommende krav, som vi pt. har kendskab til. Som det fremgår, bliver kravene skærpet oftere og oftere.

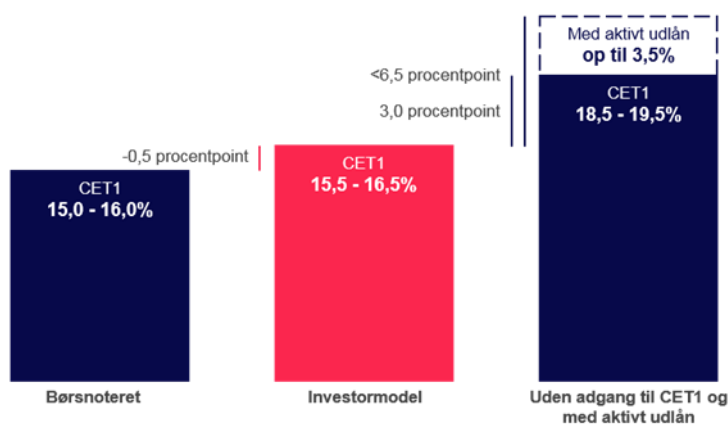
3 Nykredits aktuelle kapitalsituation

Bestyrelsen har indtil nu fastsat et mål for den egentlige kernekapital for Nykredit Realkredit på 17,5%. Kapitalmålsætningen afspejler bl.a. Nykredits særlige karakteristika som en af Europas største obligationsudstedere samt det forhold, at Nykredit i dag er unoteret og derfor har vanskeligere adgang til kapitalmarkederne end børsnoterede virksomheder.

Finanstilsynet kom i august/september 2017 med nye retningslinjer for Nykredits kapitalforhold. Formelt er teksten indeholdt i Finanstilsynets skriftlige tilbagemelding på Nykredits årlige solvensbehov. Teksten fra Finanstilsynet er vedlagt som bilag II, der også indeholder de plancher, som Finanstilsynet anvendte i deres præsentation over for Nykredits bestyrelse i september 2017.

Finanstilsynet graduerer som noget nyt kravene til Nykredit efter den grad af kapitalfleksibilitet, som Nykredit har relativt til børsnoterede, systemisk vigtige koncerner. Der er i praksis fire trin i fastlæggelsen af kapitalmålsætningerne i Finanstilsynets tilgang. Disse trin er illustreret i figur 1 og uddybes i det følgende.

Figur 1: Trin i fastlæggelse af kapitalmålsætninger



Note: Kapitalprocenterne er før Basel IV.

CET1: Kravet til såkaldt egentlig kernekapital, som forkortes CET1-kapital i EU-reglerne.

Tilsynets udmelding er som beskrevet (i bilag I) blot ét eksempel på de administrative ændringer af kravene til Nykredit, som danske og europæiske myndigheder kan gennemføre med kort varsel. Nykredits rammebetingelse på kapitalområdet er således ikke, at der er et bestemt kapitalkrav, som man kan spare op til. Kravene ændrer sig løbende.

Trin 1 er at se på Nykredit som børsnoteret, systemisk institut. Her er det nye krav, at man skal kunne klare en hård stresstest (hård lavkonjunktur med stor arbejds-

løshed og prisfald på ejendomme) og stadig overholde de formelle lovkrav uden tilførsel af ny egentlig kernekapital (CET1). En hård lavkonjunktur medfører typisk et fald i CET1-kapitalniveauet på 3,5-4,5%-point i Nykredit bedømt ud fra de seneste års stresstest. Som børsnoteret kan det fald i CET1-procenten, der opstår i en krise, dækkes via udstedelse af nye aktier enten til markedskurs eller til underkurs.

Konkret skriver Finanstilsynet i sin tilbagemelding:

"Det er Finanstilsynets vurdering, at et SIFI institut bør have en kapitalmålsætning, der er tilstrækkelig høj til at sikre, at hvis denne er opfyldt, vil et hårdt stress ikke bringe instituttet under kapitalkravet inklusive bufferkrav.

[...]

Nykredits resultater i Finanstilsynets makroøkonomiske stresstest (fra august 2017) vil tilsige, at Nykredit koncernen som børsnoteret virksomhed aktuelt bør have en kapitalmålsætning på mindst 14 pct. CET1 og mindst 19 pct. samlet kapitalgrundlag med henblik på at kunne overholde de fuldt indfasede kapitalkrav (eksklusive en kontracyklisk kapitalbuffer) i et hårdt stress-scenarie. Mere stabile kapitalmålsætninger, der tager højde for, at stresstest resultater kan variere over tid, vil være 14,5 pct. CET1 og 19,5 pct. samlet kapitalgrundlag".

Det er således Finanstilsynets vurdering, at et børsnoteret Nykredit skal have en minimumskapitalmålsætning på 14,5% egentlig kernekapital (CET1).

Hertil kommer så en forretningsmæssig buffer til at sikre, at mindre udsving i drift og regulering ikke bringer Nykredit i konflikt med stresstest-kravet. Bufferen vurderes ikke at kunne være mindre end 0,5%, hvilket indikerer et mindste kapitalbehov ved almindelig drift på 15%. Hertil skal lægges en buffer på 0-1%-point, som afspejler, at man i løbet af et regnskabsår normalt vil opleve en stigende egentlig kernekapital (CET1) som følge af det løbende driftsoverskud. Det bringer det nødvendige kapitalbehov op på 15-16% CET1. De 15-16% svarer også til kapitalniveauerne blandt danske peers og matcher ratingbureauernes krav. Med risikoeksponeringer på aktuelt ca. 350 mia. kr. svarer det til 52,5-56 mia. kr.

Tabel 1 illustrerer, hvordan kapitalbehovet på 15-16% CET1 er opbygget. Tabellen viser også kapitalbehovet i den foreslåede investormodel og for et Nykredit uden kapitaladgang. Disse forhold uddybes nedenfor.

Tabel 1: Opbygning af kapitalbehovet, før Basel IV

	CET1	
Lovkrav	4,5%	
Søjle II (varierer)	1%	
SIFI-krav	2,0%	
Permanent buffer	2,5%	
Modcyklisk buffer	0%	
Samlet krav	10%	
"Tilsynskrav" til forsigtighedsbuffer	0,5%	
Samlet reelt krav	10,5%	
Stress kapitalkrav (Finanstilsynets nye tilgang)	4%	
Tilsynskrav SIFI inkl. stress/mindste kapitalmålsætning	14,5%	
Buffer til almindelige udsving i drift og regulering	0,5%	
Mindst mulige kapitalbehov ved almindelig drift	15%	
Buffer til kapitalopbygning i løbet af regnskabsåret	0-1%	
Kapitalbehov i relation til tilsynets nye krav	15-16%	
Tillæg for lidt mindre kapitalfleksibilitet i en pensionskassemodel	0,5%	
Kapitalbehov i investormodel	15,5-16,5%	Fremadrettet
Tillæg for mindre kapitalfleksibilitet for institut uden adgang til egentlig kernekapital (Tillæg ift. 15-16%)	3,5%	
Kapitalbehov uden adgang til egentlig kernekapital	18,5-19,5%	
Tillæg som følge af ønske om aktivt udlån under og efter en krise (afhænger af udlånsmålsætning)	Op til 3,5%	I dag
Kapitalbehov ved ønske om aktivt udlån under og efter en krise	Op til 23%	

Trin 2 er i Nykredits tilfælde at vurdere kapitalbehovet i den foreslåede investormodel, hvor et konsortium af pensionskasser køber en aktiepost af Forenet Kredit og giver tilsagn om yderligere kapitaltilførsel, hvis der måtte blive behov for det.

Finanstilsynet vurderer, at kapitalfleksibiliteten i den foreslåede investormodel med få investorer principielt er lidt mindre end ved en børsnotering. Finanstilsynet har derfor tilkendegivet, at kapitalmålsætningen skal være 0,5%-point højere i den konkrete model end for et børsnoteret Nykredit. Det svarer til et kapitalbehov på 15,5-16,5% CET1 (54-58 mia. kr. ved risikoeksponeringer på 350 mia. kr.).

Tillægget på 0,5%-point vil dog kunne reduceres i takt med, at der opbygges en kapitalreserve i Forenet Kredit.

Konkret har Finanstilsynet i en mail til Nykredit den 23. oktober 2017 tilkendegivet følgende:

"Det er på denne baggrund forudsat, at Nykredit Koncernen har tænkt sig at fastholde en højere kapitalisering frem til ikrafttrædelse af Basel, således at kapitalen ikke skal øges på dette tidspunkt.

Det er Finanstilsynets vurdering, at der er fortilfælde for, at selv kreditinstitutter med meget anstrengt kapital situation kan hente kapital på børs markedet, hvorfor der som udgangspunkt må tillægges denne adgang en selvstændig værdi.

På baggrund heraf og de konkrete scenarier for Nykredit er Finanstilsynet enig i, at modellen uden børsnotering vil kræve en CET1-kapitalmålsætning 0,5 procentpoint højere end det andet scenarie, men også at dette tillæg vil kunne reduceres i takt med kapitalopbygning i Forenet Kredit forudsat, at dette bindes til at understøtte en kapitaltilførsel til Nykredit."

En forudsætning for denne vurdering af kapitalbehovet i den foreslåede investormodel er, som det fremgår af tilsynets mail, at Nykredit allerede nu søger at dække det ekstra behov for egentlig kernekapital, der forventes at komme, når Basel-komiteén fremsætter forslag til nye kapitalstandarder, og EU vedtager et nyt kapitalkravsdirektiv og en ny kapitalkravsforordning. De kommende Basel IV-regler og EU-regler (CRD5/CRR2) er som sådan ikke regulatoriske krav i dag, men de skal alligevel tages med i den overordnede kapitalplanlægning. Finanstilsynet forudsætter således, at Nykredit ikke midlertidigt mindsker kapitalniveauet for derefter måske at være tvunget til at hæve det, når reglerne træder i kraft, eller markedet kræver det. Det er Finanstilsynets og Nykredits vurdering på det foreliggende grundlag, at Nykredits risikoeksponeringer vil stige med ca. 100 mia. kr. som følge af Basel IV mv.

Nykredits kapitalbehov efter Basel IV mv. beregnes ud fra risikoeksponeringer på ca. 450 mia. kr. Kapitalbehovet vil formentlig kunne sænkes med 0,5%-point efter Basel IV mv., da kapitalkravene bliver mindre risikofølsomme. Det nødvendige kapitalbehov vil derfor være 15-16% i investormodellen mod i dag 15,5-16,5%, jf. ovenfor. Det svarer til en egentlig kernekapital på 67,5-72 mia. kr. Nykredit har aktuelt egentlig kernekapital på ca. 71 mia. kr.

Nykredit vil naturligvis også i situationer som børsnoteret eller som unoteret uden kapitaladgang på lignende vis skulle håndtere det ekstra kapitalkrav, der følger af Basel IV mv.

Som trin 3 stiller Finanstilsynet ekstra krav, hvis der er tale om et institut uden adgang til ny egentlig kernekapital, som det er tilfældet for Nykredit i dag. Finanstilsynets tilgang er, at man som systemisk vigtigt institut skal kunne tåle at tabe kapital, svarende til forløbet af en hård lavkonjunktur, og derefter stadig have nogenlunde samme kapitalniveau, som de børsnoterede, systemisk vigtige institutter har, efter at de har kunnet forøge deres kapitalgrundlag via en børsmission.

Konkret skriver Finanstilsynet:

"Særligt for så vidt angår kapitalfleksibilitet, er det Finanstilsynets vurdering, at mangel herpå tilsiger et yderligere tillæg til kapitalmålsætningen på 3-3,5 pct. point.

Tillægget skal ses i lyset af de historiske erfaringer, der peger på, at SIFI'er i kriser kan have behov for at styrke deres kapitalisering for at kunne opretholde udlånskapacitet. En ikke børsnoteret SIFI må derfor have en højere overdækning i udgangssituationen som følge af den ringere adgang til kapital. Dette havde Nykredit også før den seneste krise, og det muliggjorde en vækst i udlånet til dansk økonomi henover krisen".

Tilsynets tilgang indebærer i praksis, at systemisk vigtige institutter med manglende adgang til ny egentlig kernekapital skal have en ekstra kapitalbuffer på forhånd som erstatning for, at de ikke efter en krise kan hente ny egentlig kernekapital på børsen. For Nykredit skal denne ekstra buffer ifølge Finanstilsynet være på 3-3,5% CET1.

Lægges den ekstra buffer oveni kapitalbehovet som børsnoteret institut på 15-16% CET1, jf. ovenfor, så fås et samlet kapitalbehov på 18,5-19,5% CET1 for et Nykredit uden adgang til egenkapital. Det er i forhold til den offentlige debat vigtigt at være opmærksom på, at Finanstilsynet ikke betragter modeller uden hårde økonomiske incitament for eksisterende ejere som værende modeller, der giver kapitaladgang, der er sammenlignelig med en børsnotering. Det forudsættes endvidere, at de eksisterende ejere kan tillægges evnen og viljen til at indskyde det relevante milliardbeløb.

Finanstilsynets trin 4 er endelig at se på, om et systemisk vigtigt institut har en særlig kapitalkrævende udlånsmålsætning. I det tilfælde skal kapitalniveauet være yderligere et niveau højere, hvis der er tale om et institut uden adgang til egentlig kernekapital.

Konkret skriver Finanstilsynet:

"I forhold til andre institutspecifikke forhold, herunder forretningsmodel, er det sådan, at kapitalmålsætningen skal afstemmes med forretningsmodellen. Nykredit skal fx være opmærksom på, at det forventes, at alle SIFI'er har en kapitalmålsætning, så de kan opretholde udlån også i dårlige tider. Nykredit har dog i forretningsmodellen en mere eksplicit ambition på området, hvilket taler for en særlig forsigtighed i forhold til kapitalmålsætning."

Konsekvensen af Finanstilsynets krav er, at Nykredit på forhånd skal have kapital nok til at kunne gennemleve krisen og samtidig fastholde en forretningsmodel, hvor man har et aktivt udlån som formuleret i Forenet Kredits mærkesager og Nykredits løfter. Dette skal ske uden tilførsel af kapital og uden at komme i konflikt med kravene til Nykredit som institut uden adgang til egentlig kernekapital.

Finanstilsynet sætter ikke noget tal på størrelsen af en sådan ekstra buffer. Det vil i høj grad afhænge af, hvor ambitiøs en udlånsstrategi Nykredit ønsker også under og efter en krise. Baseret på de nuværende målsætninger og løfter er det vurderingen, at den ekstra buffer skal være i niveauet 3,5% CET1. Det afspejler, at Nykredit under en krise de facto mister egentlig kernekapital i det omfang

De ekstra kapitalbehov skal også ses i lyset af, at Finanstilsynet forventeligt vil kræve den tabte kapital genoprettet inden for en kort årrække, formentlig 2 år. Det vil være meget svært for et institut med begrænset kapitalfleksibilitet.

For Nykredit indebærer Finanstilsynets skærpede krav således forskellige kapitalbehov afhængig af, om og hvordan Nykredit har adgang til ny egentlig kernekapital og afhængig af Nykredits udlånsmålsætning. De relevante kapitalbehov er opsummeret i boks 1.

Boks 1: Kapitalbehov for Nykredit i forskellige scenarier

For Nykredit indebærer Finanstilsynets krav et kapitalbehov (inkl. styringsmæssige buffere ned til de hårde tilsynskrav) på:

- 1) 15-16% CET1 som børsnoteret.
- 2) 15,5-16,5% CET1 med den foreslåede kapitaladgang via et mindre antal pensionskasser og en likvid formue i Forenet Kredit.
- 3) 18,5-19,5% CET1 som institut uden adgang til CET1 og uden Nykredits forretningsmodel med et ønsket aktivt udlån i, under og efter hård lavkonjunktur.
- 4) En højere kapitalprocent end i (3) som institut uden adgang til CET1 og med Nykredits forretningsmodel, hvori ønskes et aktivt udlån i, under og efter en hård lavkonjunktur. Den ekstra buffer vurderes ud fra de nuværende udlånsmålsætninger at skulle udgøre i niveauet 3,5% CET1.

Med et forventet niveau for risikoeksponeringer for 2018 på ca. 350 mia. kr. (nuværende niveau tillagt kendte regulatoriske ændringer og budgetteret forretningsvækst) og 450 mia. kr. efter Basel IV og CRD5/CRR2. Det vurderes, at kapitalprocenterne under Basel IV kan være 0,5%-point lavere end i dag. Netto svarer det til et behov for CET1 på:

- 1) Som børsnoteret:
 - 15-16% CET1 af 350 mia. kr., eller 53-56 mia. kr.
 - Basel IV skøn på 14,5-15,5% CET1 af 450 mia. kr., eller ca. 65-70 mia. kr.
- 2) I den foreslåede investormodel med likvid formue i Forenet Kredit:
 - 15,5-16,5% CET1 af 350 mia. kr., eller 54-58 mia. kr.
 - Basel IV skøn på 15-16% CET1 af 450 mia. kr., eller ca. 67-72 mia. kr.
- 3) Som unoteret uden de 5 Forenet Kredit-mærkesager og 6 Nykredit-løfter:
 - 18,5-19,5% CET1 af 350 mia. kr., eller 65-68 mia. kr.
 - Basel IV skøn på 18-19% CET1 af 450 mia. kr., eller ca. 81-86 mia. kr.
- 4) Som unoteret inkl. de 5 Forenet Kredit-mærkesager og 6 Nykredit-løfter:
 - Et højere kapitalbehov end (3) afhængig af ambitionsniveau.

4 Konklusion

Adgang til kapital er en forudsætning for, at Nykredit kan fastholde og udvikle udlånsvirksomheden i gode og dårlige tider, og når Nykredits rammevilkår ændrer sig.

Adgangen til kapital vil sikre, at Forenet Kredits 5 mærkesager og Nykredits 6 løfter kan fastholdes, uden at der skal holdes meget store kapitalreserver. Kapitalreserver som i nogle perioder kan virke unødvendige, men i andre perioder måske alligevel viser sig at være for små til at fastholde et aktivt udlån. Det dilemma kan kun løses ved, at Nykredit får adgang til kapital.

Som institut uden adgang til kapital vil Nykredit skulle have et kapitalniveau, der er i størrelsesordenen 15 mia. kr. højere, end hvis Nykredit har adgang til kapital. Tallet vil være højere, hvis man også ønsker at kunne fastholde et aktivt udlån under og efter en krise. Det vil kræve en betydelig kapitalopbygning i de kommende år.

Den kapitalopbygning er mulig, men den må anses for overflødig, når det i stedet er muligt at få stærke investorer ind i ejerkredsen.

Det bliver dermed en relativt høj pris, der er knyttet til at fastholde Nykredits nuværende ejerstruktur med aktionærer, som ikke kan komme med yderligere kapital. Investormodellen er ganske enkelt en både billigere og sikrere vej til at bevare Nykredits DNA – Forenet Kredits 5 mærkesager og Nykredits 6 løfter.

Den foreslåede investormodel skaber en situation, hvor Forenet Kredit sammen med nye investorer kan sikre Nykredits udvikling, konkurrencekraft og udlånskapacitet.

Bilag I: Kapitalregler mv. – et hurtigt tilbageblik og et lille blik fremad

Før 1989	<p>Før 1989 var der ingen egentlige regler om solvens eller egenkapitalopgørelser, men alene regler om mindstekravet til realkreditforeningernes reserver. Reservekravene var lavet for lån med solidarisk hæftelse mellem låntagerne, som dengang var det typiske i realkreditforeningerne, og samtidig havde foreningerne mulighed for at medregne en væsentlig andel af den solidariske hæftelse i reserverne.</p>
1989 – 2003	<p>Fra 1989 blev kapitalmarkederne liberaliseret med indførelsen af EF's indre marked. I Danmark blev etableringen af nye realkreditforeninger forbudt, og realkreditforeninger fik mulighed for at etablere aktieselskaber, som kunne videreføre udlånsvirksomheden i realkreditinstitutter. Der blev fri etableringsret for nye realkreditinstitutter, herunder bankejede. Samtidig fik realkreditinstitutter mulighed for at etablere datterbanker. Skattefriheden for realkreditforeninger/institutter blev afskaffet.</p> <p>Der kom samtidig højere, men fortsat faste kapitalkrav. EF's egenkapital- og solvensnøgletalsdirektiv (implementeringen af Basel I) fastlagde, at et kreditinstitut som minimum skulle have en basiskapital på 8% af de risikovægtede aktiver. Basiskapitalen omfatter kernekapital og ansvarlig kapital. Muligheden for at medregne solidarisk hæftelse i reserverne blev ophævet som følge af liberaliseringen og konkurrencesituationen.</p> <p>Konkurrencesituationen medførte afskaffelse af høje etableringsgebyrer på 1-2% af udlånet.</p> <p>Rating af realkreditobligationer baseret på supplerende sikkerhedsstillelse med statsobligationer e.l. blev indført omkring år 2000.</p> <p>Etablering af Nykredit Bank i midten af 90'erne. Køb af Totalkredit i 2003.</p>
2004 – 07	<p>Basel II reglerne blev diskuteret i begyndelsen af 00'erne, og i 2004 blev de endelige reviderede kapitalkravsregler fastlagt. På den baggrund blev EU's andet kapitaldækningsdirektiv vedtaget i 2006. Den endelige implementering blev fastlagt til 2007, da opnåelse af status som såkaldt avanceret institut krævede en længere godkendelsesprocedure.</p> <p>Kapitaldækningen som avanceret institut var på basis af institutternes egne modeller og tabshistorik. De facto blev det et krav for alle systemisk vigtige institutter at have sådanne interne modeller. Det blev pålagt landenes finansielle tilsynsmyndigheder at udstede tilladelser og stå for den individuelle godkendelse af institutternes modeller.</p> <p>Nykredits kapitalkrav faldt markant ved overgangen til avanceret institut, da Nykredits forretning primært var med pant i fast ejendom – særligt på realkreditudlån til ejerboliger. Med anvendelsen af de nye interne modeller til beregning af risikoparametre faldt risikovægtene på realkredit på ejerboliger til ca. 15%, fra en oprindelig fast risikovægt på 50% under Basel I. Der blev indført et Søjle II-krav, som skulle dække alle de risici, som ikke var omfattet af Søjle I-kravet (minimumskravet).</p>

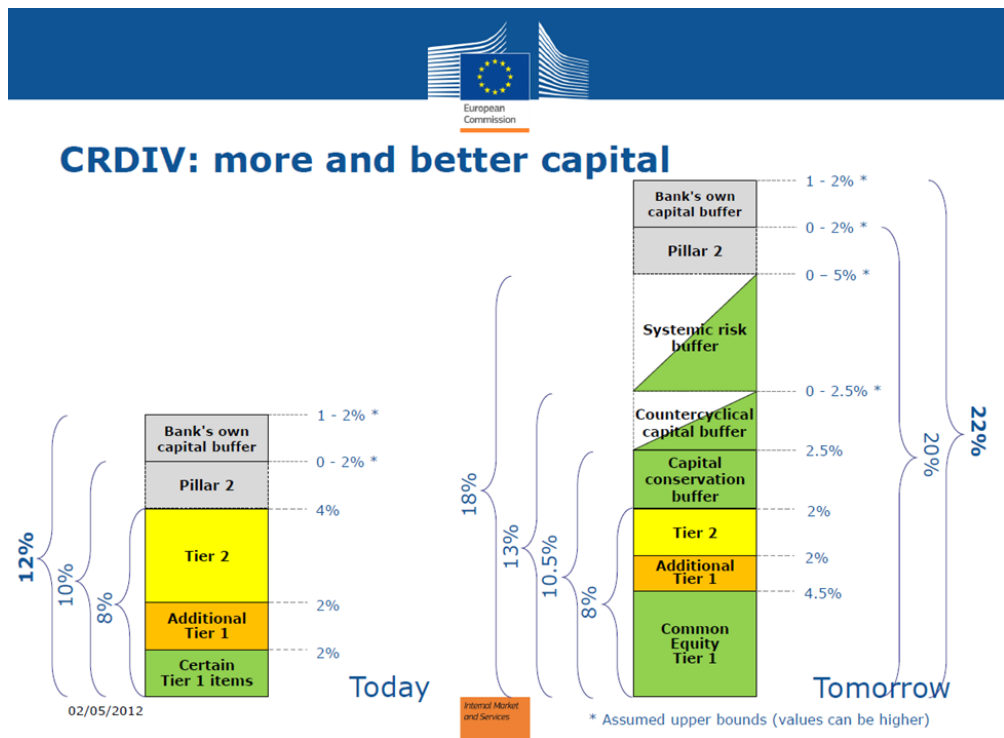
	<p>Med indførelsen af interne modeller blev kapitalkravet langt mere konjunkturfølsomt, og ikke fast som tidligere. Opgørelsen af de risikovægtede aktiver blev afhængig af historiske tabsprocenter (for lån med tab), sikkerheden bag lånene og kundernes kreditværdighed – herunder restancer og misligholdelse. Risikoeksponeringerne er ca. 30 % højere i lavkonjunktur med stor arbejdsløshed end i en mere gunstig konjunktursituation. Derfor øgedes fokus på niveauet for kapitalkravet i tilfælde af en hård lavkonjunktur – herunder udførelse af stresstest ift. den aktuelle konjunktursituation.</p> <p>Kravene til egentlig kernekapital var på 2%-point (som under Basel I) og størstedelen af det øvrige kapitalbehov på ca. 7%-point – inkl. et søjle II krav på dengang ca. 1%-point – kunne dækkes med supplerende, ansvarlig lånekapital, der på daværende tidspunkt kun kostede ca. 0,7% i rentemarginal mod 2-3% i de senere år.</p> <p>Kravene til supplerende, ansvarlig lånekapital blev dog i praksis en del højere, fordi en overgangsregel fra Basel I til Basel II blev indført. Overgangsreglen medførte, at instituttet skulle have kapital svarende til 80% af kapitalkravet under Basel I frem til udgangen af 2008.</p> <p>I 2007 blev SDO-lovgivningen vedtaget. Det betød bl.a., at realkreditinstitutterne skulle stille supplerende sikkerheder for den del af udlånet, som til en hver tid overstiger lovgivningens maksimale lånegrænser (80% for ejerboliger). Realkreditinstitutterne fik mulighed for at udstede JCB'er (Junior Covered Bonds) til finansiering af behov for supplerende sikkerhed.</p>
2008-12	<p>På baggrund af finanskrisen i 2008-09 gik Basel-komitéen i gang med at revidere sine anbefalinger samt udarbejde helt nye anbefalinger til kapital- og likviditetskrav.</p> <p>Som et første hurtigt indgreb blev der indført en form for gulvkrav på brugen af interne modeller på markedsrisiko. Den såkaldte Basel 2,5 blev implementeret i EU's tredje kapitaldækningsdirektiv i 2011.</p> <p>De første elementer af Basel III blev fastlagt i december 2010 og er blevet udbygget mere i detaljer i årene derefter. De første dele af Basel III ændrede ikke ved den risikobaserede tilgang indført i Basel II, men adresserede de systemiske risici, som kan blive opbygget i sektoren. Kreditinstitutterne skulle derfor polstres med mere og – frem for alt – den langt bedre tabsabsorberende egentlige kernekapital.</p> <p>Kravene blev først bindende for danske finansielle virksomheder, da de blev indført via EU-lovgivning, men danske institutter tilpassede sig hurtigt de nye regler.</p> <p>Ratingbureauernes krav til supplerende sikkerhed lå i denne periode på ca. 8% af det nominelle udlån. Moody's fremførte et krav på knap 30%, hvilket så vidt vides ingen institutter valgte at følge.</p> <p>Overgangsreglen fra Basel I til II – som skulle have været ophørt ved udgangen af 2008 – blev forlænget af EU. Siden har EU forlænget de såkaldte Basel I gulvkrav i flere omgange – senest til udgangen af 2017.</p>

2013-14

EU's fjerde kapitaldækningsdirektiv og første kapitaldækningsforordning (implementeringen af de første dele af Basel III) blev vedtaget i 2013 med indfasning fra 2014-19. Finanskrisen medførte samlet set en fuldstændig ændring af de regulatoriske rammebetingelser. De fleste større institutter tilpassede sig de nye kapitalregler allerede i 2013, uanset den formelle indfasningsperiode.

Kapitalkravene skulle fortsat opgøres på basis af egne interne modeller og risikovægte, der afhænger af konjunkturerne. Men kravene til de enkelte kapitaltyper blev skærpet markant, med det formål at aktionærer og risikovillige investorer i højere grad står på mål for institutternes dispositioner og for at reducere staternes risiko for at skulle dække tab i krisesituationer. Der indførtes samtidig en række nye kapitalbuffer ud over lovens minimumskrav på 8%, som fremadrettet øger kravet til egentlig kernekapital. På toppen af det indførtes yderligere krav (SIFI-buffer) for de største institutter.

Figuren nedenfor illustrerer ændringerne, som den daværende franske kommissær Michel Barnier fremlagde dem på et EU Ministerrådsmøde i maj 2012. Den grønne farve er kravet til egentlig kernekapital.



Kravet til Nykredits egentlig kernekapital steg fra 2% til ca. 11,5% inkl. modcyklisk buffer og SIFI-buffer på 2%. Herudover skulle yderligere 1,5% dækkes med hybrid kernekapital eller bedre kapital, mens resterende ca. 4% kunne dækkes med supplerende, ansvarlig lånekapital eller bedre kapital.

Kravene til hybrid kernekapital og supplerende kapital blev endvidere strammet, således at disse kapitalinstrumenter er væsentligt dyrere at anvende end før krisen.

	<p>Endelig blev der indført et helt nyt koncept for kapitalreglerne, således at kapitalkravene løbende kan skærpes administrativt. Ændringerne kan ske fra EU-Kommissionen, den europæiske banktilsynsmyndighed (EBA) eller de nationale myndigheder. Bemyndigelserne bliver i stigende grad anvendt, og lidt populært sagt har det sidste par år været sådan, at der hvert kvartal udmeldes nye ændringer af kravene.</p> <p>I 2014 vedtog EU krisehåndteringsdirektivet som fastlagde, at landenes afviklingsmyndigheder skal fastlægge krav for nedskrivningsegne passiver (NEP), således at der er nok overskydende kapital og andre tabsabsorberende passiver til – om systemisk ønskeligt – at kunne genoprette et nødlidende kreditinstitut ved at nedskrive disse instrumenter eller omforme dem til kapitalinstrumenter. Realkreditinstitutter blev undtaget fra et NEP-krav grundet i institutternes særlige status som ikke-indlånsmodtagende og med en særlig afviklingsmodel. Fra dansk side besluttedes i stedet, at realkreditinstitutterne skulle have en gældsbuffer på 2% af udlånet.</p>
2015-17	<p>Foruden skærpede krav til kapital er en lang række andre regelændringer udmøntet efterfølgende af EU-Kommissionen, den europæiske bankmyndighed (EBA) og de nationale myndigheder:</p> <p>EU-kommissionen: Indførelse af regler for kortsigtet likviditetskrav (LCR), der i praksis begrænser banker og realkreditinstitutters køb af realkreditobligationer.</p> <p>EU-direktiv (Solvency II) for pensionskasser m.fl.: Engagementsgrænser for pensionskasser og livsforsikringsselskaber, der begrænser disses beholdning af realkreditobligationer fra en enkelt udsteder.</p> <p>EBA: Skærpet kapitaldækning af det såkaldte søjle II krav. Hæver kravet til Nykredits egentlig kernekapital med ca. 1,5%-point til ca. 13% inkl. modcyklisk buffer.</p> <p>Finanstilsynet: Indførelse af tilsynsdiamant. Blandt andet begrænsninger på andel af lån uden afdrag, lån med følsomhed over renteændringer, lån med hyppig refinansiering mm.</p> <p>Finanstilsynet: Krav til minimumskapitalvægte for boliglån i vækstområder.</p> <p>EBA og Finanstilsynet: De såkaldte lovpligtige buffere (ca. 7%) er ikke længere krav, som kreditinstitutterne i deres kapitalplanlægning og stress test kan bryde uden konsekvenser i tilfælde af pludselige konjunkturskift eller andre særlige situationer. Det hæver kravene til institutternes egne buffere og dermed det samlede behov for egentlig kernekapital.</p> <p>Finanstilsynet i sommeren 2017 og snart også EBA: Stresstest er ikke længere vejledende, hvor lovpligtige bufferkrav kan brydes under særlige omstændigheder. Det indebærer forskelligt kapitalkrav til Nykredit afhængig af adgangen til ny egentlig kernekapital (aktiekapital) og afhængig af instituttets udlånmæssige ambitioner / forretningsmodel.</p>

	<p>I de andre nordiske lande har de nationale myndigheder strammet kapitalreglerne lige så meget, men på en anden måde. I Sverige, Norge og Finland har man indført en række gulve for risikovægten på udlån til ejerboliger og forskellige typer af erhvervsjendomsudlån. Hertil kommer forhøjelser af risikovægtene for boligudlån i vækstområderne i et forsøg på (sammen med skærpede krav til låntagerne) at dæmpe prisstigningerne på ejendomme.</p>
2018-21	<p>EU har fremsat forslag til femte kapitaldækningsdirektiv og anden kapitaldækningsforordning. Forslagene er hovedsageligt en implementering af nye Basel III anbefalinger vedrørende kapitalkrav til markedsrisiko (FRTB) og krav om stabil funding (NSFR). Forslaget vil indebære højere kapitalkrav til markedsrisiko og vil give de systemisk vigtige institutter incitament til at indføre en ny type markedsrisikomodeller og styring i de kommende år. De nye modeller kræver et stress af realkreditobligationers rentespænd til statsobligationer med 2%-point, hvilket er ca. tre gange mere, end det Nykredit oplevede under den finansielle krise.</p> <p>De danske afviklingsmyndigheder (Finanstilsynet og Finansiell Stabilitet) skal med Nationalbanken som høringspart fastsætte det samlede krav til kapital og nedskrivningsegnede passiver.</p>
2021-	<p>Basel-komitéen iværksatte i 2015 den sidste del af Basel III arbejdet i form af en revision af opgørelsen af risikovægtede eksponeringer efter såvel standardmetoden og ved brug af interne modeller. Basels ændringsforslag viste sig at være så indgribende, at markedet døbte anbefalingerne som "Basel IV". Særligt anbefalingerne om et nyt gulv på kapitalkravet ved brug af interne modeller ift. standardmetoden vil få betydelige konsekvenser for danske realkreditinstitutter.</p> <p>Det er forventningen, at Basel-komitéen snarligt beslutter at indføre gulve for risikovægte. Der synes at nærme sig en enighed om et outputgulv på 70-72,5% af standardmetoden. Hertil kommer et antal såkaldte parametergulve, dvs. gulve for de risikoparametre, der anvendes i risikomodeller. Desuden er der drøftelser om, hvorvidt regelsættet vedrørende markedsrisiko skal lempes.</p> <p>Finanstilsynets ekspertgruppe har beregnet, at Basel IV og de nye EU-kapitalregler, der blev foreslået i november 2016, vil indebære store stigninger i kapitalkravene til boligudlån, til markedsrisiko og til udlån til meget store virksomheder. For Nykredits vedkommende en stigning i risikoeksponeringerne på ca. 100 mia. kr.</p> <p>Reglerne vil efterfølgende skulle vedtages i EU. Det er Nykredits forventning, at markedsstandard for kapital ændrer sig hurtigt og ikke vil følge de juridiske overgangsregler. Det var erfaringerne ved indførelsen af Basel II og Basel III. Aktuelt forventes det, at de nye kapitalkrav bliver markedsstandard i 2020 eller 2021, hvilket er baggrunden for Finanstilsynets kapitalvurderinger i den foreslåede investormodel.</p>

Bilag II: Finanstilsynets krav til kapitalmålsætning – brev til Nykredit

Udsnit af Finanstilsynets brev til Nykredit, 27. september 2017.

Kapitalmålsætning og stress

Det er Finanstilsynets vurdering, at et SIFI institut bør have en kapitalmålsætning, der er tilstrækkelig høj til at sikre, at hvis denne er opfyldt, vil et hårdt stress ikke bringe instituttet under kapitalkravet inklusive bufferkrav. Finanstilsynet skal i forbindelse med den næste ICAAP indberetning bede Nykredit beskrive, hvorledes Nykredit forholder sig hertil, herunder muligheden for at tiltrække kapital i en situation hvor koncernen ikke er børsnoteret, og hvilke behov for yderligere buffere dette giver jf. nedenfor.

Der pågår fortsat drøftelser mellem Nykredit og Finanstilsynet om, hvorvidt Nykredits seneste makro stresstest modeller giver resultater, der er tilstrækkeligt forsigtige. Finanstilsynet forventer, at Nykredit tager højde for resultatet af disse drøftelser i stress testen i næste års ICAAP.

Nykredits resultater i Finanstilsynets makroøkonomiske stresstest (fra august 2017) vil tilsige, at Nykredit koncernen som børsnoteret virksomhed aktuelt bør have en kapitalmålsætning på mindst 14 pct. CET1 og mindst 19 pct. samlet kapitalgrundlag med henblik på at kunne overholde de fuldt indfasede kapitalkrav (eksklusive en kontracyklisk kapitalbuffer) i et hårdt stress-scenarie. Mere stabile kapitalmålsætninger, der tager højde for, at stresstest resultater kan variere over tid, vil være 14,5 pct. CET1 og 19,5 pct. samlet kapitalgrundlag.

Ved kapitalmålsætninger forstås her de typisk offentligt udmeldte kapitalmålsætninger. De fleste institutter har løbende en kapitalisering, der ligger et stykke over deres udmeldte kapitalmålsætning mhp. ikke at risikere at konflikte hermed som følge af uforudsete hændelser.

Der er i ovenstående beregninger foretaget en lille skønsmæssig reduktion på 0,2 procentpoint af Nykredits kapitalprocenter i stresstesten for at sikre en tilstrækkelig forsigtighed i resultaterne. Der skal dog tages forbehold for, at de tekniske drøftelser af stresstest resultaterne endnu ikke er afsluttet.

Der er i disse resultater standardmæssigt ikke indarbejdet en eventuel udlodning til moderselskabet i stressscenarier. Hvis der er elementer i forretnings-modellen, der medfører, at der skal være råderum til udlodning selv i sådanne situationer, bør den løbende overdækning til den udmeldte kapitalmålsætning være højere, jf. også nedenfor. Dette kan fx overvejes i relation til kundekroner.

Det enkelte institut skal som et led i fastlæggelsen af sin kapitalmålsætning endvidere vurdere, om der ud over det lovpligtige kapitalkrav og hensyntagen til resultatet af stresstest tillige er behov for at indregne et yderligere tillæg i sin kapitalmålsætning. Behovet for et yderligere tillæg afhænger af mange faktorer herunder af:

- kapitalfleksibilitet (etableret adgang til ny kapital eller mangel herpå)
- udbytte politikken
- kvaliteten af stresstesten
- kapitalsammensætningen, herunder risikoen ved refinansiering af ansvarlig kapital
- andre institutspecifikke forhold, herunder særlig forretningsmodel
- kommende regulatoriske ændringer i forhold til fastlæggelsen af kapitalmålsætninger (NEP, IFRS9, Basel 4).

For nogle institutter kan behovet for et yderligere tillæg være nul, mens det for andre kan udgøre en væsentlig faktor. Det er i første omgang instituttet selv, der skal vurdere behovet, men Finanstilsynet vil forholde sig hertil.

Særligt for så vidt angår kapitalfleksibilitet, er det Finanstilsynets vurdering, at mangel herpå tilsiger et yderligere tillæg til kapitalmålsætningen på 3-3,5 pct. point.

Tillægget skal ses i lyset af de historiske erfaringer, der peger på, at SIFI'er i kriser kan have behov for at styrke deres kapitalisering for at kunne opretholde udlånskapacitet. En ikke børsnoteret SIFI må derfor have en højere overdækning i udgangssituationen som følge af den ringere adgang til kapital. Dette havde Nykredit også før den seneste krise, og det muliggjorde en vækst i udlånet til dansk økonomi hen over krisen.

Behovet for et tillæg for manglende kapitalfleksibilitet kan opgøres på to måder, der samstemmende peger på dette niveau:

- Hvad har SIFI'er under finanskrisen hentet af kapital for at kunne opretholde udlånskapacitet.*
- SIFI'er kan ikke opretholde markedstillid, hvis de over en længere periode er dårligere kapitaliseret end andre SIFI'er. Der kan så opstå problemer med udstedelse af fx ansvarlige lån og JCB'er. Konkret er det derfor antaget, at et institut skal op på niveau med andre SIFI'er indenfor 2 år efter et hårdt stress. Der er her lagt til grund, at andre SIFI'er dermed også vil acceptere en mindre midlertidig nedgang i kapitalisering i en hård krise. Dette var imidlertid ikke det generelle billede under finanskrisen.*

I forhold til andre institutspecifikke forhold, herunder forretningsmodel, er det sådan, at kapitalmålsætningen skal afstemmes med forretningsmodellen. Ny-kredit skal fx være opmærksom på, at det forventes, at alle SIFI'er har en kapitalmålsætning, så de kan opretholde udlån også i dårlige tider. Nykredit har dog i forretningsmodellen en mere eksplicit ambition på området, hvilket taler for en særlig forsigtighed i forhold til kapitalmålsætning.

Bilag II (fortsat): Finanstilsynets krav til kapitalmålsætning – plancher fra bestyrelsesmøde

Udsnit af Finanstilsynets plancher ved oplæg for Nykredits bestyrelse, 14. september 2017



Finanstilsynets vurdering af Nykredit

v. Kristian Vie Madsen, vicedirektør

Nykredits bestyrelses strategiseminar den 14. september 2017



3. Kapitalmålsætning

Finanstilsynet har i 2015 i forbindelse med afrapportering til bestyrelsen efter en undersøgelse meddelt Nykredit følgende:

"Det er (her) en udfordring, at Nykredit som systemisk vigtigt institut ikke har samme adgang til at hente egenkapital på kapitalmarkederne som andre systemisk vigtige institutter."



3. Kapitalmålsætning

Finanstilsynet har den 1. august 2017 fremsendt et udkast til tilbagemelding på Nykredits ICAAP 2017 i høring hos Nykredit.

Tilbagemeldingen indeholder blandt andet Finanstilsynets vurdering af kravene til størrelsen på instituttets kapitalmålsætning som SIFI.

Dette har efterfølgende ført til spørgsmål fra Nykredit, som har været drøftet på møder mellem Nykredit og Finanstilsynet.

Finanstilsynet har i lyset af ovenstående præciseret sit udkast til tilbagemelding på Nykredits ICAAP 2017.



3. Kapitalmålsætning

Ved kapitalmålsætninger forstås her de offentligt udmeldte kapitalmålsætninger.

De fleste institutter har løbende en kapitalisering, der ligger et stykke over deres udmeldte kapitalmålsætning mhp. ikke at risikere at konflikte hermed som følge af uforudsete hændelser.

3. Kapitalmålsætning

Kravene til kapitalmålsætning skal ses i lyset af, at vi i Danmark har valgt en SIFI model, hvor kapitalkravene er lidt lavere end i de andre nordiske lande.

- Norge har gearingskrav og hårdt Baselgulv
- Sverige har højere SIFI-buffer

Til gengæld forventer vi, at institutterne selv opererer med et ønske/krav om en højere kapitaloverdækning end nordiske peers nødvendigvis gør.

Spørgsmålet er blevet yderligere aktualiseret af, at en del institutter er begyndt igen at udbetale udbytter, foretage aktietilbagekøb mv.

3. Kapitalmålsætning

Et SIFI institut bør have en kapitalmålsætning, der er tilstrækkelig høj til at sikre, at hvis denne er opfyldt, vil et hårdt stress ikke bringe instituttet under kapitalkravet inklusive bufferkrav.

Nykredits resultater i Finanstilsynets makroøkonomiske stresstest (fra august 2017) vil tilsige, at Nykredit koncernen som børsnoteret virksomhed aktuelt bør have en kapitalmålsætning på mindst 14 pct. CET1 og mindst 19 pct. samlet kapitalgrundlag med henblik på at kunne overholde de fuldt indfasede kapitalkrav (eksklusive en kontracyklisk kapitalbuffer) i et hårdt stress-scenarie.

Mere robuste/stabile kapitalmålsætninger, der tager højde for, at stresstest resultater kan variere over tid, vil være 14,5 pct. CET1 og 19,5 pct. samlet kapitalgrundlag.

3. Kapitalmålsætning

Kontraktisk beregning baseret på ST2017 – "børsnoteret"

1. Capital ¹⁾	Capital target	Baseline - Year 2	Adverse - Year 2
Common Equity Tier 1 (CET1)	14,0%	14,4%	10,5%
Total own funds	19,0%	19,2%	14,7%
2. Capital requirement ²⁾			
Common Equity Tier 1 (CET1)	12,8%	12,7%	10,1%
Total own funds	17,2%	17,2%	14,5%
3. Capital buffer (1.-2.)			
Common Equity Tier 1 (CET1)	1,2%	1,7%	0,4%
Total own funds	1,8%	2,0%	0,2%
Applied pay-out ratio		50,0%	0,0%

¹⁾ No effects from capital run-off, CRR/CRD4 and other regulatory changes. "Optimism"-correction of 0.2 p.p. in the adverse scenario.

²⁾ Fully loaded capital requirement (steady state). CCB of 2.5 percent included in the baseline scenario. CCB is zero in adverse scenario. Pillar II follow ST2017 projection.

- Fremskrivning baseret på ren konjunkturrefekt og solvensbehov fra revideret stresstest inderbetning til Finanstilsynet (ST2017).
- Antaget kapitalmålsætning for CET1 på 14 pct. og for kapitalgrundlaget på 19 pct.
- Udlodning på 50 pct. i basisscenario (1,8 mia. kr. pr. år) opretholder målsætninger
 - Potentielt til den optimistiske side fordi antaget udlånsvækst er i den lave ende (5 pct. over to år)
- Kapitalkrav overholdes med en lille margin i stress-scenariet, hvis det antages, at der ikke sker udlodning i stress-scenariet
- De 14 pct. og 19 pct. må derfor anses som minimumsmålsætninger.
- Mere stabile kapitalmålsætninger, der tager højde for, at stresstest resultater kan variere over tid: 14,5 pct. og 19,5 pct.
- I fastsættelsen af kapitalmålsætningen skal der desuden tages højde for råderum til udbyttebetalinger, kapitalfleksibilitet, kapitalsammensætning og kommende regulatoriske ændringer (Basel4, gældsbuffer og IFRS9) mv.
- Som ikke-børsnoteret bør kapitalmålsætningerne være højere, fx 3-3,5 p.p. bedømt ud fra historiske erfaringer fra krisen.

3. Kapitalmålsætning

Det enkelte institut bør som et led i fastlæggelsen af sin kapital-målsætning endvidere vurdere, om der ud over det lovpligtige kapitalkrav og hensyntagen til resultatet af stresstest tillige er behov for at indregne et yderligere tillæg i sin kapitalmålsætning.

For nogle institutter kan behovet for et yderligere tillæg være nul, mens det for andre kan udgøre en væsentlig faktor.

Det er i første omgang instituttet selv, der skal vurdere behovet, men Finanstilsynet vil forholde sig hertil.

3. Kapitalmålsætning

Behovet for et yderligere tillæg afhænger af mange faktorer, herunder af:

- kapitalfleksibilitet (etableret adgang til ny kapital eller mangel herpå)
- kvaliteten af stresstesten
- udbyttepolitikken
- kapitalsammensætningen, herunder risikoen ved refinansiering af ansvarlig kapital
- kommende regulatoriske ændringer i forhold til fastlæggelsen af kapitalmålsætninger (NEP, IFRS9, Basel 4)
- andre institutspecifikke forhold, herunder særlig forretningsmodel

3. Kapitalmålsætning og -fleksibilitet

Tillægget skal ses i lyset af de historiske erfaringer, der peger på, at SIFI'er i kriser kan have behov for at styrke deres kapitalisering for at kunne opretholde udlånskapaciteten.

Under Finanskrisen hjalp staten sektoren med såvel kapital som garantier

- Det skal helst ikke gentages.

Nykredit havde kapital nok til selv at klare sig og øge udlån

- Det må gerne gentages.

En ikke børsnoteret SIFI må derfor have en højere overdækning i udgangssituationen som følge af den manglende kapitalfleksibilitet.

3. Kapitalmålsætning og -fleksibilitet

Behovet for et tillæg for manglende kapitalfleksibilitet kan opgøres på to måder, der samstemmende peger på dette niveau:

- Hvad har SIFI'er under finanskrisen hentet af kapital for at kunne opretholde udlånskapacitet
- SIFI'er kan ikke opretholde markedstillid, hvis de over en længere periode er dårligere kapitaliseret end andre SIFI'er. Der kan så opstå problemer med udstedelse af fx ansvarlige lån (og JCB'er). Konkret er det derfor antaget, at et institut skal op på niveau med andre SIFI'er indenfor 2 år efter et hårdt stress. Der er her lagt til grund, at andre SIFI'er dermed også vil acceptere en mindre midlertidig nedgang i kapitalisering i en hård krise. Dette var imidlertid ikke det generelle billede under finanskrisen.

3. Kapitalmålsætning og -fleksibilitet

For så vidt angår kapitalfleksibilitet er det Finanstilsynets vurdering, at Nykredits mangel herpå tilsiger et yderligere tillæg til kapitalmålsætningen på 3-3,5 pct.point.



3. Kapitalmålsætning og udbyttepolitik

Der er i stresstest resultaterne standardmæssigt ikke indarbejdet en eventuel udlodning til moderselskabet i stressscenarier.

Hvis der er elementer i forretningsmodellen, der medfører, at der skal være råderum til udlodning selv i sådanne situationer, bør den løbende overdækning til den udmeldte kapitalmålsætning være højere.

Dette kan fx overvejes i relation til kundekroner.



3. Kapitalmålsætning og forretningsmodel

I relation til andre institutspecifikke forhold, herunder forretningsmodel, er det sådan, at kapitalmålsætningen skal afstemmes med disse.

Nykredit skal fx være opmærksom på, at det forventes, at alle SIFI'er har en kapitalmålsætning, der muliggør opretholdelse af udlån også i dårlige tider.

Nykredit har dog i forretningsmodellen en mere eksplicit ambition på området, hvilket taler for en særlig forsigtighed i forhold til kapitalmålsætning.

- Hvis Nykredit fx acceptere at risikere at komme i en situation, hvor indtjeningen over en 2 årig periode skal bruges på genopbygning af kapital, så kan det være svært at være særskilt ambitiøst udlånmæssigt i denne periode.
-

Bilag III: Mail fra Finanstilsynet af 23. oktober 2017

Fra: Kristian Vie Madsen (FT) [<mailto:KVM@FTNET.DK>]

Sendt: 23. oktober 2017 15:37

Til: Søren Holm <HOLM@nykredit.dk>

Cc: Jørn Andersen (FT) <JA@FTNET.DK>; Klaus Melby (FT) <KLM@FTNET.DK>

Emne: Nykredits kapitalmålsætning

Kære Søren Holm

Tak for den med mail af 16. oktober 2017 fremsendte opgørelse af kapitalmålsætning for Nykredit i 2 scenarier kombineret med effekt af Basel.

Det er på denne baggrund forudsat, at Nykredit Koncernen har tænkt sig at fastholde en højere kapitalisering frem til ikrafttrædelse af Basel, således at kapitalen ikke skal øges på dette tidspunkt.

Det er Finanstilsynets vurdering, at der er fortilfælde for, at selv kreditinstitutter med meget anstrengt kapitalsituation kan hente kapital på børsmarkedet, hvorfor der som udgangspunkt må tillægges denne adgang en selvstændig værdi.

På baggrund heraf og de konkrete scenarier for Nykredit er Finanstilsynet enig i, at modellen uden børsnotering vil kræve en CET1-kapitalmålsætning 0,5 procentpoint højere end det andet scenarie, men også at dette tillæg vil kunne reduceres i takt med kapitalopbygning i Forenede Kredit forudsat, at dette bindes til at understøtte en kapitaltilførelse til Nykredit.

Med venlig hilsen

Kristian Madsen

Bilag IV: Ordliste

CET1-kapital	Den fineste kapitaltype, som ofte kaldes aktiekapital, omtales i kapitalkravsreglerne som egentlig kernekapital og forkortes CET1-kapital. CET1-kapitalen er den fineste kapital, fordi ejerne af denne kapitaltype tager de første tab, hvis et institut kommer i problemer og dermed også kræver det højeste afkast. Den største del af kapitalkravene skal opfyldes med CET1-kapital.
Kapitalbehov	Kapitalbehovet er det interne kapitalniveau, som Nykredit styrer efter, og som danner baggrund for beregning af det forventede afkast mv. Kapitalbehovet ligger lidt over kapitalmålsætningen for at sikre en tilstrækkelig buffer til, at der vil kunne udbetales udbytte, selv ved mindre udsving i drift og regulering.
Kapitalprocent	Kapitalprocenten defineres som instituttets mængde kapital i mia. kr. divideret med instituttets risikoeksponeringer. Hvis Nykredit fx har 70 mia. kr. i egentlig kernekapital og risikoeksponeringer på 350 mia. kr., så har Nykredit en egentlig kernekapitalprocent på 20%.
Kapitalmålsætning	Kapitalmålsætningen er det formelle niveau af kapital, som tilsynet vil kræve for at godkende Nykredits kapital- og udbyttepolitik. Kapitalmålsætningen kan derfor også ses som en nedre grænse for, at Nykredit kan udbetale udbytte.
Risikoeksponeringer	Risikoeksponeringerne er instituttets udlån e.l. vægtet med en såkaldt risikovægt, der afspejler sandsynligheden for, at udlånet misligholdes og tabsrisikoen, hvis det skulle ske.
Stresstest	I en stresstest laves en modelberegning, hvor instituttets udlån udsættes for en række negative effekter (eller stress). Disse effekter vil typisk være en stigning i arbejdsløsheden, faldende boligpriser, stigende renter m.v. På den baggrund analyseres, hvor meget instituttets risikoeksponeringer stiger og hvor megen kapital instituttet taber i forskellige scenarier.
Styringsmæssige buffere	Et ekstra kapitalbehov som instituttet lægger oven på de lov- eller tilsynsmæssige krav for at undgå, at mindre udsving i kapitalprocenterne som følge af udvikling i fx ejendomspriser, ændret regulering e.l. medfører, at instituttet bryder de lov- eller tilsynsmæssige krav.
Systemisk vigtigt institut	Et systemisk vigtigt institut, eller et SIFI, er et institut, der af Finanstilsynet er udpeget som værende særligt vigtigt for opretholdelse af den finansielle stabilitet i Danmark, og som derfor bl.a. er pålagt et højere kapitalkrav end øvrige institutter.
Tolagsbelåning	Nykredit indførte i 2012 tolagsbelåning. Tolagsbelåning indebærer, at alle lån skulle finansieres med dels særligt dækkede obligationer (SDO) og dels "gammeldags" realkreditobligationer (RO). Forskellen på de to typer obligationer, er at instituttet ved SDO'er skal stille yderligere sikkerheder, hvis prisen på boligen falder under prisen på lånetidspunktet. Ved RO'er er der ikke et tilsvarende krav. Indførelse af tolagsbelåning mindskede behovet for at stille ekstra sikkerhed, da SDO'er kun kan finansiere op til 60% af låneværdien. Nykredit anvender i dag kun tolagsbelåning på erhvervsudlån.

Direktør Søren Holm
Nykredit Realkredit A/S
e-mail holm@nykredit.dk

17. oktober 2017

Ref. KVM/JA

J.nr. 6816-0001

Kære Søren Holm

Du har med brev af 12. oktober 2017 bedt Finanstilsynet kommentere en artikel i Økonomisk Ugebrev, hvori det anføres, at Finanstilsynet "blåstempler Raaballes Nykredit-model".

Jeg kan bekræfte, at det er i overensstemmelse med Finanstilsynets aktuelle tolkning af god skik reglerne, at et realkreditinstitut (i modsætning til hvad der gælder for pengeinstitutter) kan finansiere kunders aktiekøb i realkreditinstituttet og tilbyde aktionærfordele, selv hvis det fordrer aktiekøb over 30.000 kr.

Finanstilsynet har i forbindelse med artiklen ikke forholdt sig til disse regler i relation til konkrete navngivne tilfælde. Finanstilsynet har således ikke blåstemplet en konkret model i forhold til Nykredit, men har svaret på en generel fortolkning af visse forbrugerbeskyttelsesregler.

Finanstilsynet har ikke mulighed for i detaljer at forholde sig til den beskrevne model. Mere generelt kan dog oplyses, at et SIFI institut efter Finanstilsynets opfattelse skal have en kapitalmålsætning, så instituttet har en overdækning til det samlede kapitalkrav, så det kan modstå en hård økonomisk krise uden at bryde kapitalkrav. Hvis instituttet ikke har adgang til kapitaltilførsel fra markedet eller modervirksomhed, vil det alt andet lige skulle have en højere kapitalmålsætning. Behovet for adgang til kapital skal ses i forhold til instituttets samlede situation, herunder den samlede udlånsportefølje aktuelt og fremadrettet. Erfaringerne fra Finanskrisen peger på, at kapitalisering via salg af uoterede kapitalbeviser til kunder desværre ikke giver samme adgang til kapital, når instituttet har behov for at styrke kapitalen, som børsnoterede kreditinstitutter viste sig at have under krisen.

Med venlig hilsen

Kristian Vie Madsen

FINANSTILSYNET
Århusgade 110
2100 København Ø

Tlf. 33 55 82 82
Fax 33 55 82 00
CVR-nr. 10 59 81 84
finansstilsynet@ftnet.dk
www.finanstilsynet.dk

ERHVERVSMINISTERIET

**Ekstraordinært repræsentantskabsmøde
23. november 2017**

4. Vedtægtsændringer

Såfremt bestyrelsens indstilling under pkt. 2 tiltrædes, vil det nødvendiggøre en række ændringer i Nykredit A/S' vedtægter, som skal forelægges for repræsentantskabet.

Derudover foreslår bestyrelsen samtidig en ændring af § 18 i Forenet Kredits vedtægter.

Ekstraordinært repræsentantskabsmøde 23. november 2017

4.1. Forelæggelse af Nykredit A/S' vedtægter

Såfremt bestyrelsens indstilling om at acceptere det foreliggende købstilbud fra Konsortiet under pkt. 2 tiltrædes, vil det nødvendiggøre en række ændringer af vedtægterne for Nykredit A/S. I henhold til § 18, stk. 1, i foreningens vedtægter skal bestyrelsen forelægge væsentlige vedtægtsændringer for repræsentantskabet.

Ændringer:

- Indgåelse af Ejerftale og Aktieoverdragelsesaftale kræver ændringer i Nykredit A/S' vedtægter. Vedtægterne med ændringsmarkeringer er vedlagt i bilag.

- Væsentligste ændringer:
 - o Ophævelse af ejerloft (nuværende § 8) og stemmeloft (nuværende § 16, stk. 3 og 4).
 - o Indsættelse af bestyrelsesgodkendelse ved aktieovergang (ny § 5, stk. 2).
 - o Adgang til at fravige selskabslovens regler om form og frist for beslutninger truffet på generalforsamling (ny § 10, stk. 4).
 - o Opdatering af bestyrelsessammensætning, hvis formand fra-træder i løbet af en valgperiode.

- Hertil kommer en række mindre, redaktionelle ændringer.

~~16. marts 2017~~

[\[*\]](#)

**VEDTÆGTER
FOR
NYKREDIT A/S**

Selskabets navn, hjemsted og formål

§ 1

Stk. 1 Selskabets navn er Nykredit A/S.

Stk. 2 Selskabet driver tillige virksomhed under binavnet Nykredit Holding A/S.

§ 2

Selskabets hjemsted er Københavns Kommune.

§ 3

Stk. 1. Selskabets formål er at opretholde og videreføre Nykredits virksomhed, gennem direkte eller indirekte fuldt ejerskab af realkreditinstituttet Nykredit Realkredit A/S med datterselskaber. Selskabet har endvidere til formål - som moderselskab eller ved investeringer i aktier eller andre former for kapitalandele i inden- og udenlandske virksomheder - at udøve anden virksomhed inden for det finansielle område.

Stk. 2. Selskabet kan udøve anden virksomhed, som efter bestyrelsens skøn står i forbindelse med ovennævnte formål.

Selskabets kapital og aktier

§ 4

Stk. 1. Selskabets aktiekapital udgør kr. 1.326.980.700 fordelt på aktier á 100 kr. og multipla heraf.

Stk. 2. Aktiekapitalen er fuldt indbetalt.

Stk. 3. ~~Foreningen Nykredit skal i henhold til realkreditlovens § 70~~ Forenet Kredit f.m.b.a. skal altid bevare et antal aktier i Nykredit A/S, som repræsenterer mere end 50% af det samlede antal stemmer i dette selskab.

§ 5

Stk. 1. Aktierne skal lyde på navn og noteres i selskabets ejerbog. Der udstedes ikke ejerbeviser. Aktierne kan ikke transporteres til ihændeleveren. Aktierne er ikke-omsætningspapirer.

Stk. 2. Aktierne er ikke frit omsættelige, idet enhver overgang kræver godkendelse af bestyrelsen.

§ 6

Erhververen af en aktie kan ikke udøve de rettigheder, som tilkommer en aktionær, medmindre vedkommende er noteret i ejerbogen eller har anmeldt og dokumenteret sin erhvervelse. Dette gælder dog ikke retten til udbytte og andre udbetalinger samt retten til nye aktier ved kapitalforhøjelse.

§ 7

Bestyrelsen skal drage omsorg for, at der føres en ejerbog indeholdende en fortegnelse over samtlige aktier i selskabet. I ejerbogen indføres selskabets aktier i nummerorden tillige med oplysning om aktionærernes navne.

§ 8

~~Stk. 1. Ingen aktionær, bortset fra Foreningen Nykredit, må eje mere end 10% af aktiekapitalen. Aktionærerne er for så vidt angår udøvelse af stemmeret undergivet den nedenfor i § 16 angivne begrænsning.~~

~~Stk. 2. Hvis den i stk. 1 fastsatte grænse for aktiebesiddelse overskrides, er aktionæren forpligtet til, inden 4 uger efter at der er fremsat påkrav herom, at afhænde den overskydende del. Hvis aktionæren ikke inden fristens udløb opfylder påkravet, er selskabet berettiget til at indløse eller købe den overskydende aktiepost til kurs 100 eller til den kurs, hvortil den overskydende del af aktierne er erhvervet, hvis denne er lavere end 100.~~

~~Stk. 3. Aktier, der ifølge notering i selskabets ejerbog tilhører forskellige ejere, anses i henseende til stk. 1 og stk. 2 som tilhørende en aktionær, såfremt der mellem ejerne består en sådan forbindelse, at udøvelse af stemmeretten på aktierne må anses for bestemt af samme interessegruppe, herunder i tilfælde hvor ejerne igennem aktiebesiddelse eller på anden måde er knyttet til eller associeret med en fælles koncern eller andet interessefællesskab.~~

§ 9

Stk. 1. Når den reviderede årsrapport er godkendt af generalforsamlingen, udbetales udbytte for aktierne. Udbyttet tilsendes aktionærerne under den i ejerbogen opgivne adresse.

Stk. 2. Udbytte, der ikke er hævet 5 år efter forfaldsdagen, tilfalder selskabets reserver efter bestyrelsens nærmere bestemmelse.

§ 10

~~Udgået.~~

Generalforsamlingen

§

~~11~~9

Generalforsamlingen har, inden for de i lovgivningen og vedtægterne fastsatte grænser, den højeste myndighed i alle selskabets anliggender.

§ ~~12~~10

Stk. 1. Selskabets generalforsamlinger afholdes i Storkøbenhavn. Generalforsamlinger indkaldes af bestyrelsen med højst 4 ugers og mindst 2 ugers varsel ved skriftlig meddelelse til alle i ejerbogen noterede aktionærer.

~~Stk. 2. udgået.~~

Stk. 2. Indkaldelsen skal angive dagsordenen samt, hvis der foreligger forslag til hvis vedtagelse, der kræves kvalificeret majoritet - herunder forslag til vedtægtsændringer - tillige en angivelse heraf og af forslagernes væsentligste indhold.

Stk. 3. Dagsordenen for selskabets generalforsamlinger og de fuldstændige forslag, der agtes fremsat - samt for den ordinære generalforsamlings vedkommende tillige den reviderede årsrapport - skal senest 2 uger før generalforsamlingen gøres tilgængelige til eftersyn for aktionærerne. Samtidig skal det forannævnte materiale tilsendes hver noteret aktionær, som har fremsat begæring herom.

~~§ 13~~

Stk. 4. Uanset denne bestemmelses stk. 1-3 kan beslutninger på generalforsamlingen generelt træffes under fravigelse af selskabslovens regler om form og frist. Generalforsamlingen skal dog afholdes ved fysisk fremmøde, hvis aktionærer, der ejer mere end 7,5% af selskabets kapital, fremsætter krav herom.

§ 11

Stk. 1. Selskabets ordinære generalforsamling afholdes inden udgangen af hvert års april måned.

Stk. 2. Ekstraordinær generalforsamling skal afholdes efter beslutning af generalforsamlingen, eller når bestyrelsen eller den valgte eksterne revisor finder det hensigtsmæssigt, eller hvis begæring herom fremsættes af aktionærer, der tilsammen repræsenterer ~~en~~ 5 % af selskabets samlede aktiekapital. Begæringen skal fremsættes skriftligt over for bestyrelsen og angive det emne, der ønskes behandlet. Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling skal foretages senest 2 uger efter begæringens modtagelse.

§ ~~14~~12

Enhver aktionær er berettiget til at begære bestemte emner, herunder forslag, behandlet på selskabets ordinære generalforsamling. Emner, som ønskes behandlet, må skriftligt være kommet frem til bestyrelsen senest 6 uger før generalforsamlingens afholdelse. Modtages meddelelse senere end 6 uger før generalforsamlingens afholdelse afgør bestyrelsen, om kravet er fremsat i så god tid, at emnet kan optages på dagsordenen.

§ 1513

Stk. 1. Enhver aktionær er berettiget til at møde på generalforsamlingen, når vedkommende senest 3 dage forud mod behørig legitimation har fået udleveret adgangskort på selskabets kontor i København. Begæring om adgangskort kan fremsættes skriftligt.

Stk. 2. Aktionærer er kun berettiget til at stemme på generalforsamlingen, såfremt de er mødeberettiget i henhold til stk. 1. For aktionærer, der har erhvervet deres aktier ved overdragelse, er stemmeretten dog yderligere betinget af, at vedkommende før generalforsamlingen enten har fået sine aktier noteret på navn i selskabets ejerbog eller anmeldt og dokumenteret sin erhvervelse af aktierne i selskabet på anden vis.

§ 1614

Stk. 1. Enhver aktionær har ret til at møde ved fuldmægtig og kan i øvrigt give møde sammen med en rådgiver. Fuldmagt til selskabets ledelse kan ikke gives for længere tid end 12 måneder og skal gives til en bestemt generalforsamling med en på forhånd kendt dagsorden.

Stk. 2. Hvert aktiebeløb på 100 kr. giver en stemme.

~~Stk. 3. Ingen aktionær, bortset fra Foreningen Nykredit, Industriens Realkreditfond, Foreningen Østifterne f.m.b.a. samt PRAS A/S kan på egne vegne eller som fuldmægtig inklusive dennes eventuelle egen aktiebesiddelse udøve stemmeret for et aktiebeløb, der svarer til mere end 2% af den samlede aktiekapital.~~

~~Stk. 4. Stemmeafgivningen på aktier, der ifølge notering i selskabets ejerbog tilhører forskellige ejere, eller stemmeafgivning ved forskellige fuldmægtige for sådanne ejere, anses i henseende til stemmeafgivning som afgivet af en aktionær, respektive en fuldmægtig, såfremt der mellem de pågældende aktionærer og/eller fuldmægtige består en sådan forbindelse, at udøvelse af stemmeretten på aktierne må anses for bestemt af samme interessegruppe, herunder i tilfælde, hvor de pågældende gennem aktiebesiddelse eller på anden måde er knyttet til eller associeret med en fælles koncern eller andet interessefællesskab.~~

§ 15

§ 17

Selskabets generalforsamlinger ledes af en af bestyrelsen valgt dirigent, der afgør alle spørgsmål vedrørende sagernes behandlingsmåde, stemmeafgivningen og dennes resultater.

§ 1816

Stk. 1. På selskabets ordinære generalforsamling skal den reviderede årsrapport fremlægges.

Stk. 2. Dagsordenen for den ordinære generalforsamling skal omfatte:

- a) Bestyrelsens beretning om selskabets virksomhed i det forløbne regnskabsår.
- b) Forelæggelse af den reviderede årsrapport til godkendelse samt meddelelse af decharge til bestyrelse og direktion.
- c) Forslag til anvendelse af overskud eller dækning af underskud i henhold til den godkendte årsrapport.
- d) Forslag fra bestyrelsen eller eventuelle forslag fra aktionærene.
- e) Valg af medlemmer til bestyrelsen.
- f) Valg af en statsautoriseret revisor (ekstern revisor).
- g) Eventuelt.

§ ~~19~~17

Stk. 1. På generalforsamlingen afgøres alle anliggender ved simpelt stemmeflertal, medmindre andet udtrykkeligt er foreskrevet i lovgivningen eller disse vedtægter.

Stk. 2. Til vedtagelse af forslag - bortset fra sådanne, til hvilke lovgivningen kræver enstemmighed eller en særlig kvalificeret majoritet - der går ud på:

1. ændring af selskabets vedtægter,
2. selskabets opløsning eller fusion med et andet selskab,

kræves tilslutning af mindst to tredjedele såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital.

§ ~~20~~18

Over det på generalforsamlingen passerede, derunder navnlig de på denne truffne beslutninger, skal der føres en protokol, der underskrives af dirigenten. Generalforsamlingsprotokollen eller en bekræftet udskrift heraf skal være tilgængelig for aktionærene senest 2 uger efter generalforsamlingens afholdelse.

Bestyrelse og direktion

§

~~21~~

9

Stk. 1. Bestyrelsen vælges af generalforsamlingen bortset fra de bestyrelsesmedlemmer, der måtte blive valgt på anden måde i henhold til selskabslovens regler om medarbejderrepræsentation.

Stk. 2. Den generalforsamlingsvalgte del af bestyrelsen består af mindst ~~10~~8 og højst 18 medlemmer.

Stk. 3. Bestyrelsesmedlemmerne vælges på den ordinære generalforsamling for et år ad gangen, men kan genvælges.

Stk. 4. Hvervet som generalforsamlingsvalgt bestyrelsesmedlem kan ikke forenes med hverv eller ansættelsesforhold i et realkreditinstitut eller hermed koncernforbundne selskaber, og ej heller med hverv eller ansættelsesforhold i eller varige arbejdsforpligtelser påtaget over for selskabet eller med selskabet koncernforbundne selskaber. Forenelige er dog hverv som medlemmer af direktioner, bestyrelser, repræsentantskaber og styrelsesråd i selskabets koncernforbundne selskaber og foreninger.

Stk. 5. Der tilkommer bestyrelsen et årligt honorar, hvis størrelse fastsættes af generalforsamlingen.

§ ~~22~~20

Stk. 1. Bestyrelsen vælger af sin midte en formand og en eller to næstformænd. Hvis bestyrelsens formand fratræder i løbet af en valgperiode, indtræder en af bestyrelsens næstformænd som ny formand indtil en ny formand er valgt blandt medlemmerne i bestyrelsen. Bestyrelsen beslutter ved sin konstituering, hvilken af de to næstformænd, hvoraf den ene næstformand fungerer som formand i tilfælde af ~~der ved~~ formandens forfald træder i dennes sted og varetager formandens pligter og beføjelser.

Stk. 2. Formanden indkalder til bestyrelsesmøde, så ofte ~~han skønner~~ det skønnes nødvendigt, eller når det begæres af et medlem af selskabets bestyrelse, af en direktør, af en ekstern revisor eller af selskabets interne revisionschef.

Stk. 3. Bestyrelsen er beslutningsdygtig, når over halvdelen af samtlige bestyrelsesmedlemmer er til stede.

Stk. 4. De i bestyrelsen behandlede anliggender afgøres ved simpel stemmeflerhed. I tilfælde af stemmelighed er formandens stemme dog udslagsgivende.

Stk. 5. Over forhandlingerne føres en protokol, der underskrives af samtlige tilstedeværende bestyrelsesmedlemmer. Et bestyrelsesmedlem, en direktør eller en revisor, der ikke er enig i bestyrelsens beslutning, har ret til at få sine synspunkter indført i protokollen.

Stk. 6. Bestyrelsen fastsætter ved en forretningsorden nærmere bestemmelser om udførelsen af sit hverv.

§ ~~23~~21

Bestyrelsen ansætter og afskediger selskabets direktion, der består af 3-7 medlemmer. Bestyrelsen udpeger en formand for direktionen, fastsætter direktionens ansættelsesvilkår og udfærdiger en forretningsorden for direktionen.

§ 2422

Stk. 1. Bestyrelsen og direktionen forestår ledelsen af selskabets virksomhed i overensstemmelse med lovgivningen og selskabets vedtægter.

Stk. 2.

Bestyrelsen skal varetage den overordnede og strategiske ledelse og sikre en forsvarlig organisation af selskabets virksomhed og skal herudover varetage de opgaver, der påhviler bestyrelsen i henhold til lovgivningen.

Stk. 3. Den daglige ledelse af selskabet varetages af direktionen i overensstemmelse med de af bestyrelsen givne anvisninger og retningslinjer. Den daglige ledelse omfatter ikke dispositioner, der efter selskabets forhold er af ekstraordinær art eller stor betydning.

Stk. 4. Udover varetagelsen af den daglige ledelse påhviler det direktionen at sørge for, at selskabets bogføring og formueforvaltning foregår på betryggende måde.

Selskabets tegning

§ 2523

Stk. 1. Medlemmer af bestyrelsen og af direktionen repræsenterer selskabet udadtil.

Stk. 2. Til at forpligte selskabet ved retshandler kræves underskrift af den samlede bestyrelse, af formanden eller en næstformand for bestyrelsen i forbindelse med et bestyrelsesmedlem, af et bestyrelsesmedlem i forbindelse med en direktør eller af to direktører.

Stk. 3. Bestyrelsen kan meddele kollektiv prokura.

Årsrapport og revision

§ 2624

Selskabets regnskabsår er kalenderåret.

§ ~~27~~25

Årsrapporten skal udfærdiges i overensstemmelse med lovgivningen og skal give et retvisende billede af selskabets og koncernens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

§ ~~28~~26

Årsrapporten revideres af en statsautoriseret revisor, som vælges af generalforsamlingen for tiden indtil næste ordinære generalforsamling. Genvalg kan finde sted.

§-29

OVERGANGSREGEL

~~Udgået.~~

o-o-0-o-o

Disse vedtægter er vedtaget på selskabets ekstraordinære generalforsamling den 8. august 1991, og ændret på selskabets ekstraordinære generalforsamling den 24. maj 1993, ordinære generalforsamling den 18. april 1995, ekstraordinære generalforsamling den 26. oktober 1995, ordinære generalforsamling den 11. april 2000, den ordinære generalforsamling den 15. april 2002, på den ekstraordinære generalforsamling den 20. januar 2003, på den ekstraordinære generalforsamling den 10. november 2003, på den ekstraordinære generalforsamling 23. februar 2006 (§ 23), på den ekstraordinære generalforsamling 8. oktober 2007 (9, stk. 3 (indsat)), på den ordinære generalforsamling 27. marts 2008 (§21, stk. 5 (udgået), § 9, stk. 3 (udgået) og § 29 (udgået)), på den ordinære generalforsamling den 24. marts 2010 (§ 5, § 6, § 7, § 8, stk. 3, § 9, stk. 1, § 12, stk. 1, stk. 2 (udgået) og stk. 4, § 13, stk. 2, § 14, § 15, stk. 1 og stk. 2, § 16, stk. 1 og stk. 4, § 18, stk. 2 litra f, § 20, § 24, stk. 1 og stk. 2, § 27 og § 28) ~~samt~~ på den ordinære generalforsamling den 16. marts 2017 (§1 og § 4, stk. 3), samt på den ekstraordinære generalforsamling den [*] 2017.

Vedtaget på den ordinære generalforsamling den ~~16. marts 2017~~ [*].

Dirigent

Ekstraordinært repræsentantskabsmøde 23. november 2017

4.2. Ændring af Forenet Kredits vedtægter

Såfremt bestyrelsens indstilling om at acceptere det foreliggende købstilbud fra Konsortiet under pkt. 2 tiltrædes, indstiller bestyrelsen til vedtagelse på repræsentantskabsmødet den 23. november 2017, at § 18, stk. 1, i vedtægterne for Forenet Kredit ændres til følgende:

Vedtægtsændringer i Nykredit A/S

§ 18. *Bestyrelsen forelægger medlemmerne af repræsentantskabet forslag til ændringer i vedtægterne for Nykredit A/S § 1 – 3 (Selskabets navn, hjemsted og formål), forinden forslaget vedtages på en generalforsamling i Nykredit A/S. Dette gælder dog ikke, hvis forslaget er af hastende karakter, og det ikke uden væsentlig ulempe kan afvente forelæggelsen for medlemmerne af repræsentantskabet.*

Bestyrelsen foreslår endvidere, at nuværende § 18, stk. 2, i vedtægterne udgår.

Bestyrelsens forslag er betinget af, at repræsentantskabet på repræsentantskabsmødet den 23. november 2017 godkender Forenet Kredits salg af 10,90 pct. af aktierne i Nykredit A/S til et af PFA ledet konsortium iht. aktieoverdragelsesaftale af den 7. november 2017 (**Aktieoverdragelsesaftalen**), samt at overdragelsen af aktierne endeligt gennemføres.

Baggrund

Iht. § 18 i de nuværende vedtægter for Forenet Kredit skal Forenet Kredits bestyrelse forud for vedtagelse på en generalforsamling i Nykredit A/S forelægge "...forslag til væsentlige vedtægtsændringer i Nykredit A/S, herunder væsentlige ændringer i aktiekapitalen..." for repræsentantskabet. Dette krav gælder dog ikke, jf. vedtægternes § 18, stk. 2, for vedtægtsændringer, der måtte blive gennemført i forbindelse med en børsnotering af Nykredit.

§ 18, stk. 1, i vedtægterne begrænser på uhensigtsmæssig vis Forenet Kredits og Nykredits fleksibilitet på en række punkter, herunder særligt ift. muligheden for at gennemføre kapitaludvidelser. Dette skal ses i lyset af, at Nykredit, med

gennemførelsen af Aktieoverdragelsesaftalen vil få en række institutionelle investorer som minoritetsaktionærer. En af fordelene ved denne struktur er, at aktionærene med kort varsel kan tage stilling til f.eks. behovet for kapitaludvidelser. Denne fleksibilitet vil ikke blive opnået fuldt ud, såfremt Forenet Kredits bestyrelse skal indhente repræsentantskabets godkendelse, førend en kapitaludvidelse eller anden væsentlig vedtægtsændring kan gennemføres.

Bestyrelsen finder samtidig, at de helt centrale elementer i Nykredits vedtægter er navnet, hjemstedet og formålet. Disse bestemmelser udgør selve "kernen" i Nykredit, og på disse punkter er det bestyrelsens indstilling, at repræsentantskabet som udgangspunkt skal have ændringer forelagt, førend et forslag om ændringer i disse bestemmelser bliver forelagt for generalforsamlingen i Nykredit.

Såfremt repræsentantskabet godkender indgåelsen af Aktieoverdragelsesaftalen og ovennævnte forslag, er det samtidig bestyrelsens indstilling, at § 18, stk. 2, har udtømt sin rolle og kan udgå af vedtægterne.

Vedtagelseskrav

Iht. § 23, stk. 2, i Forenet Kredits vedtægter kræves der til vedtagelse af vedtægtsændringer af denne karakter, at 2/3 af de tilstedeværende repræsentantskabsmedlemmer stemmer herfor.

**Ekstraordinært repræsentantskabsmøde
23. november 2017**

5. Beslutningsforslag om aktionærforeningsmodellen, v. Jens Vesterbæk

Formanden modtog den 1. november 2017 (revideret den 7. november 2017) en henvendelse fra Jens Vesterbæk, på vegne af i alt 10 repræsentantskabsmedlemmer, med begæring om at fremsætte et beslutningsforslag for repræsentantskabet på et ekstraordinært repræsentantskabsmøde.

Beslutningsforslag om aktionærforeningsmodellen

Stillet af repræsentantskabsmedlem Jens Vesterbæk, Bo Grønvall Christensen, Ole Kronholm, Ole Roed Jensen, Andreas Munch Møller, Morten Bang, Louise Andersen, Hans-Jørgen Jagd, Per Rubæk, Jesper Vork Nielsen

Bestyrelsen pålægges at arbejde videre med planerne om en aktionærforeningsmodel af Nykredit A/S. Indtil aktionærforeningsmodellen for Nykredit A/S er gennemarbejdet og forelagt for repræsentantskabet, sættes planerne om en børsnotering og aktiesalg til danske pensionsselskaber af Nykredit A/S eller et andet holdingselskab i Nykredit-koncernen på hold.

**Ekstraordinært repræsentantskabsmøde
23. november 2017**

6. Beslutningsforslag, herunder forslag om ændring af vedtægter, valgregulativ og forretningsorden, v. Bo Grønvall Christensen

Formanden modtog den 11. oktober 2017 og den 28. oktober 2017 i alt 3 henvendelser fra Bo Grønvall Christensen med begæring om at fremsætte en række beslutningsforslag, herunder ændringer af foreningens vedtægter, valgregulativ og forretningsorden, for repræsentantskabet på det førstkommende repræsentantskabsmøde.

Beslutningsforslaget fremgår derfor af dagsordenen og er til behandling på mødet.

Beslutningsforslag, herunder forslag om ændring af vedtægter, valgregulativ og forretningsorden

Stillet af repræsentantskabsmedlem Bo Grønvall Christensen

Forslag 1)

Mest vidtgående:

Det indstilles, at alt arbejde med en børsnotering standses – KundeKroner-programmet afskaffes, og Forenet Kredit vender tilbage til sin primære opgave: at drive realkreditvirksomhed på et bæredygtigt grundlag, uden fokus på skabelse af afkast til eksterne aktionærer.

Mindre vidtgående:

Børsnoteringen sendes til urafstemning blandt medlemmerne, som digital afstemning med login via nem-id eller VP-ID.

For at børsnoteringen gennemføres skal 2/3 af medlemmerne stemme for børsnotering. Forenet Kredit kan udarbejde informationsmateriale til medlemmerne, som kan tilgås via foreningens hjemmeside.

Endnu mindre vidtgående:

Børsnoteringen sendes til urafstemning blandt medlemmerne, som digital afstemning med login via nem-id eller VP-ID.

For at børsnoteringen gennemføres skal over halvdelen af medlemmerne stemme for børsnotering.

Forenet Kredit kan udarbejde informationsmateriale til medlemmerne, som kan tilgås via foreningens hjemmeside.

Endnu, endnu mindre vidtgående:

Børsnoteringen og KundeKroner-programmet, sendes til en vejledende urafstemning blandt medlemmerne, som digital afstemning med login via nem-id eller VP-ID.

Repræsentantskabet er ikke forpligtet af afstemningen, men kan tage resultatet med i egne personlige overvejelser.

Forenet Kredit kan udarbejde informationsmateriale til medlemmerne, som kan tilgås via foreningens hjemmeside.

Mindst vidtgående:

Børsnoteringen sendes til en vejledende urafstemning blandt medlemmerne, som digital afstemning med login via nem-id eller VP-ID.

Repræsentantskabet er ikke forpligtet af afstemningen, men kan tage resultatet med i egne personlige overvejelser.

.....

Forenet Kredit kan udarbejde informationsmateriale til medlemmerne, som kan tilgås via foreningens hjemmeside.

Forslag 2)

Tillæg til valgregulativet.

Ny § 4, stk. 4:

Stk. 4. Anvendes der et IT-baseret valgsystem, med indkaldelse til valgmøde gennem elektronisk post, kan kandidater der ønsker at opnå valg til repræsentantskabet, efter at de har meddelt deres kandidatur, og inden udsendelsesfristen for indkaldelse til valg med digital post, aflevere op til 2 A4 sider i .PDF format, til den organisation som står for den elektronisk postudsendelse, således at materialet kommer ud sammen med indkaldelsen til valgdeltagelse.

Forslag 3)

Tillæg til valgregulativet.

Ny § 3, stk. 7.

Mest vidtgående:

§ 3, stk. 7.

Ingen kan være del af repræsentantskabet i mere end 2 på hinanden følgende uafbrudte valgperioder, uanset hvilket segment eller geografisk skifte der foretages.

Mindre vidtgående:

§ 3, stk. 7.

Ingen kan være del af repræsentantskabet i mere end 3 på hinanden følgende uafbrudte valgperioder, uanset hvilket segment eller geografisk skifte der foretages.

Mindst vidtgående:

§ 3, stk. 7.

Ingen kan være del af repræsentantskabet i mere end 4 på hinanden følgende uafbrudte valgperioder, uanset hvilket segment eller geografisk skifte der foretages.

Forslag 4)

Ændring til valgregulativet.

Følgende tekst erstattes - § 10, stk. 5.

Stk. 5. Et medlem kan afgive stemme ved fuldmagt. Den, der giver møde som fuldmægtig, skal selv være medlem og have valgtret i valgområdet og i valggruppen på valgmødet. Den, der giver møde, kan ikke stemme i henhold til mere end 6 fuldmagter for hvert

.....

medlem, som den pågældende repræsenterer på mødet. Intet medlem kan afgive fuldmagt til flere fuldmægtige. Fuldmagter skal være ubegrænsede og skal afgives på én af foreningen udarbejdet formular. For at være gyldig skal fuldmagten være udfyldt og indsendt i overensstemmelse med de krav, der fremgår af formularen. Ansvar for korrekt udfyldelse af de af sekretariatet anførte formularer påhviler fuldmagtsgiver.

Mest vidtgående:

§ 10, stk. 5, erstattes med følgende tekst.

Et medlem kan afgive stemme ved enten:

- a) At benytte direkte stemmeafgivelse digitalt, i valgsystemet, ved login med nem-id eller VP-ID.
- b) Eller ved fremmøde på valgmødet.

Er der afgivet digital stemme, og vælger medlemmet at møde op til valgmødet, annulleres medlemmets digitale stemme.

Mindst vidtgående:

Falder overstående, foreslås:

Tilføjelse af ny § 10, stk. 6,
§ 10, stk. 6, ændres til § 10, stk. 7.

Ny § 10, stk. 6:

Stk. 6. Såfremt der anvendes digitale blanketter i et it-baseret valgsystem, har det it-baserede valgsystem en informationspligt, der som minimum omfatter:

- a) Fuldmagtsgiver skal orienteres, såfremt fuldmagtshaver ikke har meldt deltagelse i valgmøde.
- b) Fuldmagtsgiver skal orienteres, såfremt fuldmagtshaver allerede har modtaget 6 fuldmagter.
- c) Fuldmagtshavere skal løbende orienteres om, at de modtager fuldmagt, og fra hvem.
- d) Fuldmagtsgiver skal orienteres, såfremt fuldmagtshaver melder afbud til valgmødet.
- e) Kandidater skal løbende orienteres om antal modtagne stillere.

Forslag 5)

Tillæg til valgregulativet.

Tilføjelse af ny § 3, stk. 2,

Indsættes som ny stk. 2 – mellem stk. 1 og 2, den tidligere 2 bliver derved til stk. 3, o.s.v

.....

Medlemmer af repræsentantskabet, som søger valg uden for det segment eller geografiske område de er valgt i, skal udtræde af repræsentantskabet, og kan først indtræde igen, efter at være valgt i det segment de skifter til.

Forslag 6)**Ændringsforslag til forretningsorden:**

Følgende tekst udgår:

§ 13, stk. 1. Over repræsentantskabets forhandlinger på repræsentantskabsmøderne føres en protokol. Denne protokol, der indeholder en opsummering af drøftelserne på møderne og konklusionerne herpå, underskrives af dirigenten.

Erstattes med:

§ 13, stk. 1. Over repræsentantskabets forhandlinger på repræsentantskabsmøderne føres en protokol.

Denne protokol, skal som minimum indeholde:

- 1) Oversigt over fremmødte og fraværende repræsentantskabsmedlemmer.
- 2) Givne fuldmagter, før og under mødet.
 - a) Hvem giver fuldmagt til hvem.
 - b) Tidspunkt for afgivelse af fuldmagt.
- 3) Opsummering af drøftelserne på møderne.
- 4) Konklusioner på drøftede punkter.
- 5) Standpunkter som repræsentantskabsmedlemmer særskilt har bedt om at få taget til referat, med eget navns nævnelse.
- 6) Repræsentantskabsmedlemmer der stemmer imod et beslutningsforslag, kan kræve ført
til protokol at de har stemt imod.
- 7) Om drøftede punkt er offentligt eller fortroligt.

Protokollen underskrives af dirigenten.

Forslag 7)**Såfremt ovenstående (6) vedtages, stilles yderligere forslaget:**

Tilføjelse til § 14:

Ny stk. 2 – konsekvens nuværende stk. 2 ændres til stk. 3.

.....

§ 14, stk. 2. Protokollens oversigt over fremmødte, fraværende, samt givne fuldmagter til, og under mødet, samt navne på repræsentantskabsmedlemmer der har krævet notering af eget navn fordi de har stemt imod et beslutningsforslag, er ikke fortroligt materiale.

Forslag 8)

Forslag til ændring af vedtægterne:

Ændringsforslag til vedtægternes § 12, stk. 3.

Som konsekvens ændres nuværende § 12, stk. 3, til § 12, stk. 4.

Ny § 12, stk. 3.

Stk. 3. Valggrupperne privat, erhverv og obligationsejere vælger hver for sig, i selvstændige valg, det ene bestyrelsesmedlem, segmentet har ret til, jf. § 12, stk. 2.

Konsekvensændring ved vedtagelse:

Ny § 12, stk. 4, tekst ændring:

Gammel tekst:

Uanset stk. 1 og 2 vælges bestyrelsens medlemmer i perioden 2015-2018 som følger:

Ny tekst:

Uanset stk. 1, 2 og 3 vælges bestyrelsens medlemmer i perioden 2015-2018 som følger:
