

Ejerstruktur, omkostningsstruktur og prisstruktur i realkreditsektoren og betydningen heraf for konkurrencen

Michael Møller

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The subject of the article is the optimal price structure in the mortgage sector, when the mortgage institutes are organized as profit-maximizing private companies. It is argued that the best system operates with a fixed interest margin which the borrower pays to the mortgage institute in the entire loan period. On the one hand the mortgage institute loses the possibility of raising the interest margin after the loan has been made. On the other hand the customer loses the option of stopping paying the interest margin by prepaying his loan.

1. Locking-in-effekter i finansielle virksomheder

På de finansielle markeder er der forskellige "locking-in-effekter", der muliggør, at forskellige finansielle institutioner kan foretage en vis monopoludnyttelse af kunderne, når disse én gang har tegnet kontrakt. Det hænger sammen med de transaktionsomkostninger, der er forbundet med skift af finansielt institut.

Disse problemer opstår i forbindelse med realkreditinstitutter, pengeinstitutter og livsforsikringsselskaber (først og fremmest pensionsordninger). For realkreditinstitutter og pengeinstitutter er problemerne knyttet til låntagerkunder. For livsforsikringsselskaber er problemerne knyttet til folk, der har en opsparing.

I et *realkreditinstitut* optager en kunde et lån, hvor der betales et løbende administrationsbidrag, som realkreditinstituttet frit kan variere over tiden. Hvis flytteomkostningerne var 0, var dette problemløst. Men der er ganske store omkostninger ved at flytte lån.

I et *pengeinstitut* er der lånesagsomkostninger ved flytning af lån. Nok så vigtigt er det, at en bank opbygger en vis viden om sin kunde over årene. En kunde, der ønsker at skifte pengeinstitut, vil blive mødt med en vis skepsis hos de pengeinstitutter, han ønsker at flytte til, da de ikke har den samme baggrundsviden om kunden.

I et *livsforsikringsselskab*, hvor en kunde har en pensionsordning, er problemerne endnu større end i de ovenfor nævnte finansielle institutioner. Omkostningerne ved at flytte fra et livsforsikringsselskab til et andet er meget betydelige.

Ejerstruktur, omkostningsstruktur og prisstruktur i realkreditsektoren og betydningen heraf for konkurrencen

Michael Møller

Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

SUMMARY: The subject of the article is the optimal price structure in the mortgage sector, when the mortgage institutes are organized as profit-maximizing private companies. It is argued that the best system operates with a fixed interest margin which the borrower pays to the mortgage institute in the entire loan period. On the one hand the mortgage institute loses the possibility of raising the interest margin after the loan has been made. On the other hand the customer loses the option of stopping paying the interest margin by prepaying his loan.

1. Locking-in-effekter i finansielle virksomheder

På de finansielle markeder er der forskellige "locking-in-effekter", der muliggør, at forskellige finansielle institutioner kan foretage en vis monopoludnyttelse af kunderne, når disse én gang har tegnet kontrakt. Det hænger sammen med de transaktionsomkostninger, der er forbundet med skift af finansielt institut.

Disse problemer opstår i forbindelse med realkreditinstitutter, pengeinstitutter og livsforsikringsselskaber (først og fremmest pensionsordninger). For realkreditinstitutter og pengeinstitutter er problemerne knyttet til låntagerkunder. For livsforsikringsselskaber er problemerne knyttet til folk, der har en opsparing.

I et *realkreditinstitut* optager en kunde et lån, hvor der betales et løbende administrationsbidrag, som realkreditinstituttet frit kan variere over tiden. Hvis flytteomkostningerne var 0, var dette problemløst. Men der er ganske store omkostninger ved at flytte lån.

I et *pengeinstitut* er der lånesagsomkostninger ved flytning af lån. Nok så vigtigt er det, at en bank opbygger en vis viden om sin kunde over årene. En kunde, der ønsker at skifte pengeinstitut, vil blive mødt med en vis skepsis hos de pengeinstitutter, han ønsker at flytte til, da de ikke har den samme baggrundsviden om kunden.

I et *livsforsikringsselskab*, hvor en kunde har en pensionsordning, er problemerne endnu større end i de ovenfor nævnte finansielle institutioner. Omkostningerne ved at flytte fra et livsforsikringsselskab til et andet er meget betydelige.

De ovennævnte problemer kan være en væsentlig begrundelse for, at sådanne finansielle tjenesteydelser ikke udbydes af gevinstmaksimerende aktieselskaber, men derimod af selvejende institutioner eller kundefjede selskaber, det vil i realiteten sige sparekasser, kreditforeninger og pensionskasser samt gensidige forsikringsselskaber.

Formålet med denne artikel er specielt at se på realkreditsektoren. Det kan forudses, at inden for en overskuelig periode vil realkreditsektoren skifte karakter fra at være præget af selvejende eller låntagerstyrede organisationer til at være gevinstmaksimerende aktieselskaber.

Spørgsmålet er, hvilken betydning dette forhold bør have for realkreditsektorens prisstruktur, herunder muligheden for at ændre på bidraget.

2. Realkreditens prisstruktur

I det følgende vil vi udelukkende se på realkreditudlån til parcelhuse, med lån på under 1 million kr. Årsagen hertil er, at det er på disse mindre lån, at de eventuelle locking-in-effekter er størst, blandt andet fordi lånesagsomkostningerne er forholdsvis høje i forhold til lånets størrelse, og fordi kundens analyseomkostninger tilsvarende vil være forholdsvis høje i forhold til lånets størrelse.

Realkreditinstitutioner har dels *engangsindtægter* ved långivning (lånesagsgebyr og stiftelsesprovision) dels *løbende indtægter* (bidrag, der kan ændres over lånets løbetid).

Lad os betragte et realkreditinstitut, der er organiseret som A/S og se på, hvad de bruttoindtægter i form af lånesagsgebyr, stiftelsesprovision og bidrag, som realkreditinstitutionen får, skal tjene til aflønning af.

Realkreditinstitutionen skal indtjene til;

- direkte administrationsudgifter i forbindelse med lånet
- øvrige, ikke-fordelte administrationsomkostninger
- forventede tab på udlån
- risikopræmie (ud over det forventede tab på udlån)
- egenkapitalomkostning ved at realkreditinstitutvirksomhed kræver en vis egenkapital i forhold til balancen.

Specielt for de tre sidstnævnte poster er der tale om en (procentvis) enorm usikkerhed.

I denne artikel fokuseres på spørgsmålet om dækning af tab på udlån, som er blevet ganske væsentligt de senere år, og som derudover er vanskeligt at forudse korrekt.

3. Forskellige prissystemers fordele og ulemper

Den overvejende del af et realkreditinstituts indtægter på et lån kommer fra det løbende bidrag. I det følgende behandles derfor udelukkende spørgsmålet om fastsættelsen af det løbende bidrag.

Vi kan have mange forskellige udformninger af det løbende bidrag:

- (a) Variabelt bidrag i hele perioden, bidraget falder væk ved indfrielse (den nuværende model)
- (b) Samme bidrag i hele perioden, bidraget falder væk ved indfrielse
- (c) Et bidrag, der lægges fast på lånetidspunktet, men som ikke er ens de enkelte år, afspejlende at tabsrisikoen er størst de første år og at egenkapitalbelastningen er faldende i takt med at lånet afdrages. Bidraget falder bort ved indfrielse.

De tre ovennævnte former kan så alle tænkes udformet, således at bidraget ikke falder bort ved indfrielse, men skal betales fuldt ud eller delvis (gennem et engangsbeløb ved indfrielse).

Det er langt fra givet, hvilken form, der er den mest hensigtsmæssige. For i spørgsmålet indgår mange og modgående hensyn, som blandt andet er afhængige af realkreditinstituttets ejerform.

(a) Variabelt bidrag

Det nuværende realkreditsystem er bygget op med et variabelt bidrag, der falder bort ved indfrielse af lånet. Kun i det allerseneste år er muligheden for at variere bidraget blevet anvendt i større omfang.

Denne udformning med et variabelt bidrag hænger selvfølgelig sammen med, at realkreditinstitutter historisk er organiseret som foreninger, der varetager låntagernes interesser, og hvor låntagerne tilvejebringer den risikovillige kapital, dels gennem opbygningen af foreningens reserver, dels gennem det solidariske ansvar.

I den situation var det nødvendigt, at kreditforeningen kunne variere opkrævningerne fra medlemmerne, hvis den økonomiske situation nødvendiggjorde det. Dertil kom, at medlemmerne ikke frygtede, at "blancochecken" ville blive misbrugt af foreningen til at opkræve højere bidrag, efter at man havde optaget lånet, netop fordi det var en forening.

Det er klart, at såfremt man som låntager indgår en låneaftale med et gevinstmaksimerende aktieselskab, er tilbøjeligheden til at indgå en sådan aftale, som ensidigt kan ændres af långiver, noget mindre.

Hvorvidt man som låntager vil indgå en sådan aftale, hvor långiver frit kan øge bidraget, afhænger af:

- hvor dyrt og besværligt vil det være at flytte lånet fra én långiver til en anden?
- vil en bidragsforhøjelse for de eksisterende medlemmer, som bundet i disses flytteomkostninger, være en dårlig forretning for selskabet som følge af de skadelige virkninger for så vidt angår nyttilgangen af kunder?

I den nuværende situation, hvor kreditgivning til nye kunder ikke nødvendigvis er nogen særlig god forretning, må det sidstnævnte argument tillægges meget lille vægt. Dvs. det er først og fremmest muligheden for at flytte lånet til forholdsvis begrænsede omkostninger, der kan få kunderne til at acceptere, at långiver ensidigt kan øge bidraget.

Under det nuværende lånesystem vil omkostningerne ved skift bestå af:

- sagsbehandlingsgebyr i den kreditforening, man flytter fra
- kurtage ved opkøb af cirkulerende obligationer for at indfri eksisterende lån, typisk 2 promille. I tynde serier kan der derudover være et betydeligt spread fordi obligationerne så sjældent omsættes
- sagsbehandlingsomkostninger i pengeinstitut
- indskud i den ny kreditforening
- kurtage ved salg af nye obligationer
- sagsbehandlingsomkostninger i ny kreditforening
- egne omkostninger i form af besvær, tidsforbrug.

Omvendt kan der reelt være tale om et tilskud til flytning, hvis der er tale om obligationslån, hvor renteændringerne siden optagelsen har trukket i retning af at begunstige en konvertering (ved rentefald) eller en låneombytning (ved rentestigning).

(b) Fast og konstant bidrag i hele perioden

Det ovennævnte hensyn, nemlig at forhindre "monopoludnyttelse" – eller rettere udnyttelse af kundens transaktionsomkostninger ved kreditforeningsskifte – kan tale for, at bidraget fastlægges ved låneaftalens indgåelse.

Problemet ved denne model er, at det giver *kunden* urimelige fordele, fordi han kan opsige lånet til enhver tid.

Givet, at långiver var sikker på at få den aftalte faste rentemarginal i hele den aftalte låneperiode, er der intet i vejen for, at långiver accepterer et fast bidrag i hele lånets løbetid, som ikke varieres, selv om f.eks. tabene stiger.

Det vil være en "hazardkontrakt", der kan give både større og mindre indtjening end forventet.

Problemet opstår, fordi låntagerne frit kan opsige lånet. Dvs. hvis huspriserne falder kraftigt efter at lånet er indgået, vil låntageren blive i kreditforeningen. Hvis huspriserne stiger kraftigt, vil lånet nu være blevet langt mere sikkert, og det vil alt andet lige være muligt at optage et nyt lån på samme beløb til en lavere rentemarginal.

I den situation tjener transaktionsomkostningerne ved at skifte kreditforening til at beskytte kreditgiver mod, at de aktive og velinformerede låntagere "spekulerer" mod kreditforeningen. Selv med uændrede huspriser vil låntagerne i øvrigt have denne mulighed, fordi lånene på grund af afdrag og på grund af "overlevelse" bliver sikrere med

tiden; har en låntager undgået at gå fallit de første 5 år, er han en stabil person med lav fallitrisiko.

I uheldige og ekstreme tilfælde vil et system med faste og konstante bidrag føre til et fuldstændigt markedssammenbrud; der findes ikke en rentemarginal, hvor nogen er villige til at påtage sig kreditgiverrisikoen. I mindre ekstreme tilfælde vil der ske det, at de aktive og de større kunder, der skifter kreditforening, opnår en gevinst, som modsvares af, at de passive og mindre kunder kommer til at betale en forholdsvis høj rentemarginal. Det svarer i øvrigt fuldstændig til den situation, som konstruktionen med konverterbare realkreditobligationer har medført; parcelhuskunderne betaler den fordel, de større låntagere får.

(c) Fast, men varierende bidrag over perioden

En mindre del af problemerne kunne løses ved, at der aftaltes en konstruktion, hvor rentemarginalen (bidraget) var forholdsvis højt de første år, og derefter lavere.

Formålet med en sådan konstruktion skulle være at sikre, at realkreditinstituttets indtægter på lånet de enkelte år skulle modsvare de forventede omkostninger på lånet de samme år.

For så vidt angår tabsomkostningerne, som forventes over lånets løbetid (og som er de væsentligste af de løbende omkostninger), vil man ved låneaftalens indgåelse forvente at tabene er størst de første år.

Den forventede tabsfunksions nøjagtige udseende afhænger af mange forhold: den maksimale belåningsprocent, afdragsprofilen, husprissvingningerne, andelen af deciderede svindlere, andelen af glade optimister osv.

Men med en rimelig forsigtig belåningsprocent, vil man forvente, at tabene er forholdsvis små i starten, at de forventede tab vil vokse de første år, men derefter falde. Jo større udbetalingsprocent, jo større vil tendensen være til, at sandsynligheden for tab vokser i starten. Det tager lidt tid for priserne at falde så meget, at margin mellem lån og pris er "spist op".

Der er problemer ved en sådan bidragsfastsættelsesmodel.

For det første vil bidragsstrukturen kun blive tilpasset oplysningerne ved lånets etablering. Prisfald eller prisstigninger på fast ejendom vil hurtigt gøre, at den fastsatte rentemarginalstruktur er ude af ligevægt. Det vil stadig være attraktivt for andre långivere at vente nogle år og så underbyde den "gamle" kreditforening, hvis huspriserne er steget siden etableringen af lånet og omvendt holde sig væk, hvis priserne er faldet.

For det andet vil en sådan prisstruktur med bidrag, der varierer over lånets løbetid være mere vanskelig at gennemskue for låntagerne end en situation med fast bidrag i hele lånets løbetid.

I de tre ovenfor omtalte prismodeller (a), (b) og (c) har kunden haft mulighed for at opgive lånet på enhver tid, hvorved bidraget for de resterende perioder faldt væk.

Det er klart, at en sådan struktur ikke er hensigtsmæssig for långiver med mindre:

- prisstrukturen er således, at långiver er "foran", dvs. at der på ethvert tidspunkt er opkrævet mere i bidrag, end hvad der svarer til den risiko og de omkostninger, der hidtil har været på lånet
- omkostningerne ved at skifte er så store, at låntagerne kun udskifter lån i forbindelse med omsætning af ejendommen og ikke, fordi der kan opnås billigere lån andetsteds.

Det er også klart, at den nuværende prisstruktur, hvor de løbende bidrag udgør mindst 75% af den totale indtægt på lånet (nutidsværdi), og hvor bidraget er lige højt i de første og de sidste år, på ingen måde opfylder den førstnævnte betingelse.

Dvs. den nuværende priskonstruktion, som realkreditinstitutterne anvender, er i virkeligheden kun holdbar, *fordi omkostningerne og besværet ved at flytte er forholdsvis høje i forhold til besparelsen ved at flytte*. Men i takt med, at tabene er blevet større, og realkreditinstitutterne har øget rentemarginalen, er denne omkostningsbarriere dog i et vist omfang blevet udhulet. Det kan ikke udelukkes, at tendensen til højere rentemarginaler vil fortsætte de kommende år. De nuværende rentemarginaler synes ikke at give realkreditinstitutterne en tilfredsstillende forrentning af egenkapitalen.

Det gælder så meget desto mere, som konstruktionen med konverterbare realkreditlån indebærer en øget tendens til låneombytning. Det er attraktivt for nye långivere (f.eks. banker) at yde konverteringslån til boligejere, der har haft deres bolig 5-10 år og hvor tabsrisikoen er faldet kraftigt.

Den yderste konsekvens – som måske slet ikke er så yderlig endda – af synspunktet om, at långiver altid skal være "foran" med hensyn til indtægter er selvfølgelig, at hele nutidsværdien af kreditforeningens indtægter på lånet kræves "up front". Det kan eventuelt ske ved, at man ved indfrielse af lånet skal betale nutidsværdien af de indtægter, som realkreditinstituttet ville have fået i resten af lånets løbetid.

Problemet ved denne model er selvfølgelig, at den låntager, som efter kort tid skal have sit lån indfriet – f.eks. i forbindelse med omsætning – kommer til at betale en overpris. Uanset, at hans lån måske kun har løbet et par år, således at der stadig er ganske meget risiko tilbage på lånet set fra långivers side, kommer han til at betale bidrag også for den risiko, som han fritager realkreditinstituttet for ved at indfri lånet.

4. Konklusion

Hvert enkelt prissystem på realkreditområdet har sine fordele og ulemper.

I diskussionen af det optimale prissystem må indgå:

- hensyn til overskuelighed: er systemet konstrueret, således at det er forholdsvis let at overskue også for personer uden omfattende finansiell viden?

- långivers mulighed for at udnytte locking-in-effekter på grund af høje omkostninger ved at skifte långiver
- de mere smarte låntageres mulighed for at udnytte, at prisstrukturen ikke nødvendigvis på et hvert tidspunkt afspejler udbyderens marginale omkostning ved at tilvejebringe ydelsen
- hensyn til retfærdighed låntagere imellem, dels mellem de kloge og de mindre kloge, dels mellem personer med lav flyttehyppighed og personer med høj flyttehyppighed.

Indtil de allerseneste år har realkreditsystemet været præget af, at alle realkreditinstitutter havde nøjagtig samme prisstruktur, således at der ikke var spekulation i at benytte sig af eventuelle "huller" i prissystemet. Realkreditsystemet var endvidere præget af, at realkreditinstitutterne varetog låntagernes interesser og ikke gevinstmaksimerede. Endelig var det indtil 1986 præget af små tab og deraf følgende lave rentemarginaler.

Disse forhold vil ændre sig i de kommende år:

Realkreditinstitutter vil antagelig ændre karakter og blive gevinstmaksimerende aktieselskaber, uanset at en del af aktierne vil blive ejede af låntagerdominerede fonde.

Rentemarginalen vil stige som følge af højere tab og højere forretningskrav for egenkapitalen.

Der vil være en øget tendens til, at nogle udbydere af realkreditinstitutter vil søge at satse på "nicher" og benytte sig af eventuelle uhensigtsmæssigheder i de andres prisfastsættelse, fuldstændig svarende til den udvikling, der i mange år har været på bankområdet, hvor Finansbanken for snart mange år siden startede med høje renter på indlånskonti uden checks, og hvor udviklingen siden da er gået i retning af stadig flere gebyrer på enhver slags tjeneste.

I en verden helt uden transaktionsomkostninger og med vågne låntagere ville rentemarginalen for hver enkelt lån blive fastsat for en kortere periode (eksempelvis et kvartal) ad gangen, ud fra de forventede tabsomkostninger, risikopræmier med videre.

Men vi lever i en verden med betydelige transaktionsomkostninger, og hvor det ikke er særlig hensigtsmæssigt, at hver enkelt husstand skal ud hvert kvartal og indhente lånetilbud. Det er ikke produktivitetsmæssige fordele kreditforeningerne imellem, der kan begrunde, at folk søger overført lån, der har løbet nogle år, til andre kreditforeninger.

I den situation er der ikke særlig megen grund til at fremme et system, der gør det let at flytte et allerede etableret lån fra det ene realkreditinstitut til det andet. *Konkurrencen kreditforeningerne imellem sker med størst fordel ved selve etableringen af lånene i forbindelse med omsætning eller nybyggeri af fast ejendom.*

Kundernes gennemsigthed af lånetilbuddene kreditforeningerne imellem er af gode grunde størst, såfremt kreditforeningerne ikke ændrer på satserne på et lån, efter at det er etableret, og såfremt bidraget er konstant i hele lånets løbetid.

Det vil sige, at meget taler for et system, hvor kreditforeningen på den ene side ikke kan ændre bidraget, men hvor det på den anden side er meget dyrt for låntager at indfri førtidigt. Det kan f.eks. ske ved, at han skal betale nutidsværdien af hele det bidrag, som kreditforeningen mister, eller i hvert fald en ganske høj andel heraf.

Problemet ved et sådant kreditsystem er selvfølgelig, at det lægger betydelig ekstra byrde på folk, der skal omsætte deres ejendom efter en kort årrække. Dette problem kunne eventuelt løses ved, at det ekstra bidrag ikke forfalder i forbindelse med ejerskifte, men kun i forbindelse med indfrielse af lån uden ejerskifte. Ejerskifte er så dyrt, at der næppe vil være en fordel ved salg, selv om der opnås en nedsættelse af rentemarginalen på lånet.

Blot skal man være opmærksom på, at denne konstruktion altså til gengæld indebærer et *subsidie* til personer, der flytter ofte; konstruktionen med lige store bidrag i alle de år, et lån løber, indebærer at subsidie til dem, der omsætter ofte og derved aldrig kommer i den situation, at lånet er fuldstændig sikkert, mens der stadig betales bidrag.

Det foreslåede system med faste bidrag og en høj omkostning for låntager ved førtidig indfrielse er sandsynligvis det mest hensigtsmæssige. Men det er formodentlig nok så realistisk at forvente et system, hvor realkreditinstituttet vedbliver med at have en ret til at ændre bidraget i hele lånets løbetid. Om dette kommer til at give væsentlige problemer, er usikkert. Det kommer i høj grad til at afhænge af, i hvilket omfang realkreditinstitutterne på noget tidspunkt kommer i den situation, at de ser deres fordel af at være afviklingsinstitutter. Det kommer ligeledes til at afhænge af, om realkreditinstitutterne på længere sigt vil blive domineret af private aktionærer, der udelukkende har gevinstmaksimering som mål.

Det skal afslutningsvis bemærkes, at problemerne med at få realkreditsystemet til at virke med gevinstmaksimerende realkreditaktieselskaber viser, at der er visse fordele ved selve foreningskonstruktionen på dette og lignende områder, som f.eks. livsforsikringsområdet.

Litteratur:

Hasager, Leif og Møller, Michael. 1990. Egenkapital og konkurrenceevne. *Sparekassen*, juni.

Rasmussen, Claus. 1991. Solvensreglernes betydning for pengeinstitutternes kapitalomkostninger. *Fagskrift for Bankvæsen* nr. 3.

Kundernes gennemsigthed af lånetilbuddene kreditforeningerne imellem er af gode grunde størst, såfremt kreditforeningerne ikke ændrer på satserne på et lån, efter at det er etableret, og såfremt bidraget er konstant i hele lånets løbetid.

Det vil sige, at meget taler for et system, hvor kreditforeningen på den ene side ikke kan ændre bidraget, men hvor det på den anden side er meget dyrt for låntager at indfri førtidigt. Det kan f.eks. ske ved, at han skal betale nutidsværdien af hele det bidrag, som kreditforeningen mister, eller i hvert fald en ganske høj andel heraf.

Problemet ved et sådant kreditsystem er selvfølgelig, at det lægger betydelig ekstra byrde på folk, der skal omsætte deres ejendom efter en kort årrække. Dette problem kunne eventuelt løses ved, at det ekstra bidrag ikke forfalder i forbindelse med ejerskifte, men kun i forbindelse med indfrielse af lån uden ejerskifte. Ejerskifte er så dyrt, at der næppe vil være en fordel ved salg, selv om der opnås en nedsættelse af rentemarginalen på lånet.

Blot skal man være opmærksom på, at denne konstruktion altså til gengæld indebærer et *subsidie* til personer, der flytter ofte; konstruktionen med lige store bidrag i alle de år, et lån løber, indebærer at subsidie til dem, der omsætter ofte og derved aldrig kommer i den situation, at lånet er fuldstændig sikkert, mens der stadig betales bidrag.

Det foreslåede system med faste bidrag og en høj omkostning for låntager ved førtidig indfrielse er sandsynligvis det mest hensigtsmæssige. Men det er formodentlig nok så realistisk at forvente et system, hvor realkreditinstituttet vedbliver med at have en ret til at ændre bidraget i hele lånets løbetid. Om dette kommer til at give væsentlige problemer, er usikkert. Det kommer i høj grad til at afhænge af, i hvilket omfang realkreditinstitutterne på noget tidspunkt kommer i den situation, at de ser deres fordel af at være afviklingsinstitutter. Det kommer ligeledes til at afhænge af, om realkreditinstitutterne på længere sigt vil blive domineret af private aktionærer, der udelukkende har gevinstmaksimering som mål.

Det skal afslutningsvis bemærkes, at problemerne med at få realkreditsystemet til at virke med gevinstmaksimerende realkreditaktieselskaber viser, at der er visse fordele ved selve foreningskonstruktionen på dette og lignende områder, som f.eks. livsforsikringsområdet.

Litteratur:

Hasager, Leif og Møller, Michael. 1990. Egenkapital og konkurrenceevne. *Sparekassen*, juni.

Rasmussen, Claus. 1991. Solvensreglernes betydning for pengeinstitutternes kapitalomkostninger. *Fagskrift for Bankvæsen* nr. 3.