



# Økonomisk Ugebrev **Finans/CFO**

Nyhedsbrev om finans og corporate finance

## Ekspert: Firmapensioner misbruges til forretning

**Hver anden store danske virksomhed placerer ansattes firmapension der, hvor virksomheden også er bankkunde, og det øger risikoen for, at der sker sammenblanding af interesser, hvor virksomheden først og fremmest fremmer egne kommercielle bankvilkår.**

Risikoen er, at medarbejdernes pensioner ikke lander i det pensionselskab, hvor de yngler bedst. Flere eksperter siger til Økonomisk Ugebrev, at problemet de seneste år er blevet større og større. De peger på, at der nu bør lovgives på området for at sikre mod sammenblanding af kasketter.

Pensionselskaber lægger i stigende grad pres på de erhvervsvirksomheder, de samarbejder med, for at få fat i medarbejdernes pensioner. Med andre ord tyder meget på, at pensionselskaberne presser virksomheder for at få deres firmapensionsordninger, hvis pensionselskabet eller den bagvedliggende bank skal investere i virksomhedernes aktier eller låne dem penge. Sådan lyder advarslen fra flere pensionsrådgivere over for Økonomisk Ugebrev. Problemet er nemlig, at valget af pensionsudbyder så sker på baggrund af helt andre hensyn end at skaffe de bedste pensionsordninger til medarbejderne.

Dermed risikerer medarbejderne at få dårligere pensionsordninger end ved valg af pensionsudbyder efter mere objektive kriterier. I forlængelse af afsløringen af den tvivlsomme praksis advarer flere uafhængige pensionsrådgivere og eksperter mod, at det er for nemt og fuldstændig uden konsekvens at misbruge de ansattes firmapensioner til at fremme andre kommercielle formål.

### Tvivlsom praksis

Pensionseksperter siger til Økonomisk Ugebrev, at de har oplevet den tvivlsomme praksis flere gange: "Jeg kan ikke lide denne model. Det svarer jo til, at man går i banken for at låne penge til en bil, men får ja på den betingelse, at man samtidig skal tegne en pensionsordning og en livsforsikring i banken. Det er en form for pres, og jeg er stødt på mange gange – også inden for firmapension. Banker skal ikke stille den slags krav, og det skal pensionsbranchen heller ikke. Om man vil investere i en konkret virksomhed må bero på, om virksomheden er det værd, og det bør stoppe der. Ellers får kunderne ikke den bedste rådgivning og opsparring," siger pensionsrådgiver **Jesper Olesen** fra det uafhængige rådgivningsfirma **Finansoptimering**.

**FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »**

## LÆS I ØKONOMISK UGEBREV FINANS/CFO NR. 18/2016

**Regulering hæmmer konkurrencen i realkredit**  
RD's melding er en tyk understregning af, at myndighedsregulering nu hæmmer konkurrencen, vurderer BRFkredit direktør [\[Side 5\]](#)

**Øget jagt på statsstøtte kræver politisk fasthed**  
Det aktuelle lavvækstmiljø skabe krav fra organisationer og virksomheder om øget statsstøtte. En glidebane, lyder det i kommentar. [\[Side 9\]](#)

### Hvad har bankerne lært af finanskrisen?

Læs svaret i kommentar, som er inspireret af udsagn fra Finanstilsynets direktør, som opfordrer til at bankerne holder igen med aktieudbytter [\[Side 6\]](#)

### Danskere overser øgede omkostninger

Mens danskerne raser over øgede realkreditbidrag, er der ingen fokus på, at pensionselskaberne øger deres omkostninger. [\[Side 12\]](#)

« FORTSAT FRA FORSIDEN

Økonomisk Ugebrevs kortlægning af samarbejdsrelationer mellem pensionselskaber og erhvervsvirksomheder viser, at der kan være mange interesser i spil, når medarbejdernes pensioner formelt skal finde det bedste sted at yngle. Kortlægningen viser, at der er direkte risiko for sammenblanding af kasketter i halvdelen af Danmarks allerstørste virksomheder i C20 indekset på børsen. Hver anden store virksomhed har placeret medarbejdernes firmapension i samme koncern, som er deres hovedbank. Det er velkendt, at virksomheden så opnår bedre lånebetingelser. Men spørgsmålet er så, om det så sker på bekostning af medarbejdernes pensionsopsparing.

“Valg af pensionsordning for medarbejderne bør altid være baseret på medarbejderes tarv, og det er klart, at det ikke kan være en fordel for medarbejderne, hvis der udover dette fokus, er andre interesser forbundet med valg af pensionsleverandør. Jeg har desværre set enkelte eksempler på denne sammenblanding af interesser, hvor f.eks. pensionselskabets tilbud om lån eller investering af penge i virksomheden eller pensionselskabets tilbud om køb af virksomhedens ydelser, får betydning for valget, hvilket typisk resulterer i en dårligere pensionsaftale, hvor medarbejderne betaler prisen for virksomhedens og pensionselskabets egeninteresser,” siger den uafhængige pensionsrådgiver **Kim Sejer** til Økonomisk Ugebrev, og han fortsætter:

“Det kunne i den sammenhæng være en god ide at lave nogle regler, som sikrede både medarbejder, virksomhed og pensionselskab i forhold til denne risiko for sammenblanding af interesser,” lyder det fra Kim Sejer.

Selv om der er mange eksempler på, at en firmapension bruges uhensigtsmæssigt er området ikke reguleret selvstændigt, og Finanstilsynet tjekker ikke, om der sker misbrug.

**De dårlige eksempler**

Sidste år indbetalte danske virksomheder 94 milliarder kroner på deres medarbejderes pensioner, viser tal fra brancheorganisationen **Forsikring og Pension**. Og en markant stigende del af de penge bliver nu investeret uden om børserne - direkte i unoterede selskaber eller som lån til virksomhederne. Flere centrale kilder i pensionsbranchen siger til Økonomisk Ugebrev, at det er klart, at der i pensionselskaberne er en forventning eller et krav om, at virksomhederne bliver kunder i pensionselskabet. Et af de mest grelle eksempler er **Finanssektorens Pensionskasse (FsP)**, der nu er blevet opslugt af **AP Pension**. FsP organiserede omkring årsskiftet til 2007 lån for 1,9 mia. kr. til 17 danske banker. Pensionskassen ville sikre, aterne ikke forlod FsP til fordel for konkurrenten **Bank Pension**, der tilsyneladende tilbød medarbejdernes bedre pensionsordninger. Men i stedet endte det med et tab på flere hundrede mio. kr. til medlemmerne i pensionskassen. Sagen har været udførligt beskrevet i **Dagbladet Børsen**.

En kortlægning foretaget af Økonomisk Ugebrev viser, at selskaber som **A.P. Møller Maersk, Danske Bank, Nordea og Tryg** stort set hver gang vælger at placere medarbejdernes pensioner i deres eget pensionselskab. Der holdes ganske vist udbud af

**FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »**

## Indholdsfortegnelse

**NYHEDSANALYSER**

- 01 Ekspert: Firmapensioner misbruges til forretning
- 05 Regulering hæmmer konkurrencen i realkredit
- 06 Hvad har bankerne lært af finanskrisen?
- 07 DONG ikke færdig med den strategiske fornyelse
- 08 IC og Solar: Vækststrategier nu på hård prøve
- 09 Øget jagt på statsstøtte kræver politisk fasthed
- 10 Komité parat med stewardship code til efteråret

**TEMA: PENSIONSANALYSEN 2016**

- 11 Nye, billige pensioner performer i øst og vest
- 12 Danskere overser øgede omkostninger på pension
- 13 Sådan tager man firmapensionen som gidsel

**OVERBLIK & KONJUNKTUR**

- 14 Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 15 Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 16 Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning
- 17 Global økonomi viser små lyspunkter
- 18 USA valg: Hillary er stadig storfavorit

**MARKEDSOVERVÅGNING**

- 19 ECB-rentenedsættelse kommer først senere
- 20 Sløj dansk økonomi – uændret lang rente
- 21 GBP har hentet seks procent siden bunden
- 22 Finans & Boligkalender

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

ordningerne. Men det er næsten altid bankens pensionselskab, der vinder dem. A.P. Møller Maersk holder løbende udbud, men det er datterselskabet Danica, der vinder dem. Sidste gang medførte det, at flere pensionselskaber trak sig fra udbuddet, som de altså vurderede, de ikke havde en chance for at vinde- i konkurrence med Danica.

Sagerne med de tvivlsomme forretningsrelationer ser sjældent dagens lys. Men fænomenet er på ingen måde ukendt i pensionsbranchen. Hvor stort omfanget er vides ikke, men det er uden tvivl stigende. Ofte indgås aftalerne af en lille lukket kreds på to direktører og en pensionsrådgiver, der er beslutningstagerne.

“Jeg håber kun, at det foregår i meget begrænset omfang, at virksomheder benytter placering af medarbejdernes pensionsopsparing til at opnå fordele for virksomheden f.eks. i form af bedre bankvilkår. Eneste måde helt at udelukke at det sk er, vil formodentlig være at lade hver enkelt medarbejder selv vælge sin pensionsleverandør,” siger aktuar og pensionsrådgiver fra **FP Pension Søren Andersen**, der har en lang fortid i pensionsbranchen.

Økonomisk Ugebrev har oplysninger om udbud, hvor et nyt pensionselskab vinder opgaven, men det hele så bliver aflyst i sidste øjeblik. Det er eksempler, hvor pensionsdirektører griber ind og lægger pres på virksomhederne, så de ikke skifter til konkurrenten.

**Frit spil**

Finanstilsynet har ellers tidligere slået fast, at virksomhedernes økonomi og medarbejdernes økonomi ikke bør blandes sammen. Det skete, da flere pensionsmæglere i en årrække op til 2011 lokkede virksomheder ind i folden ved at tilbyde dem et eventuelt overskud af den rådgivning, man ydede til medarbejderne. Men penge fra medarbejdernes pensioner tilhører medarbejderne og ikke virksomhedernes, [slog Finanstilsynet fast](#).

Så lige til er det ikke med pres fra pensionsbranchen på at gafle en firmapension ved at love andre ydelser. Professor **Mads Bryde Andersen** fra Københavns Universitet er også formand for Finanstilsynet:

“Den eneste begrænsning, som en arbejdsgiver har i valget af pensionsinstitut, vil normalt være den, der følger af den kollektive overenskomst. En sådan pligt må i givet fald udledes af ansættelsesaftalen og dens underforståede loyalitetspligter

eller af overenskomsten,” skriver han i en mail til Økonomisk Ugebrev. Men i ansættelseskontrakterne står der oftest intet om den slags. Og i overenskomsterne er der i nogle tilfældet angivet et konkret pensionselskab, der skal bruges, eller som oftest at virksomheden frit kan finde et. I Finanstilsynet er det derfor ikke noget, man bruger specielt meget tid på.

“Som vi læser din henvendelse vedrører den en mulig interessekonflikt mellem en arbejdsgiver og dennes ansatte. Tilbyder virksomheden sine ansatte en dårligere pensionsordning, fordi virksomheden vælger et pensionselskab ud fra, hvad der gavner den selv og ikke medarbejderne. Det er en fagretslig problemstilling, som ikke er reguleret i den finansielle lovgivning og som falder uden for vores tilsynsområde,” skriver kontorchef **Ulla Brøns Petersen** fra Finanstilsynet kontor for forbrugerspørgsmål og finansielle formidlere.

Det er en af årsagerne til, at uafhængige pensionsrådgivere råber vagt i gevær.

“Om medarbejdernes opsparinger er placerede optimalt betyder meget. En forskel på bare et procentpoint, i afkast kan nemt betyde en halv mio. kr. mindre til pension for den enkelte medarbejder,” siger direktør **Martin Rasmussen** fra de uafhængige rådgivere Seren, der også er stødt på den slags sammenblanding af interesser.

En halv mio. kr. er måske endda for lidt. Forskellene på afkast og omkostninger er langt højere mellem gode og dårlige pensionselskaber.

**Carsten Vitoft**

HVOR ER DE STORE VIRKSOMHEDERS KUNDER HENNE?			
Virksomhed	Pensionselskab	Bankforbindelse	Problemstilling
APM	Danica	Danske Bank	Ja
Carlsberg	PFA	Danske og Nordea	Ja*
Chr. Hansen	PFA	Danske Bank	Nej
Coloplast	PFA	Danske og Nordea	Nej
Danske Bank	Danica	Danske Bank	Ja
DSV	PFA	Nordea	Nej
FLS	PFA	Danske og Nordea	Nej
Genmab	Skandia	Danske Bank	Nej
GN Store Nord	PFA	Nordea	Nej
ISS	Danica	Danske og Nordea	Ja
Jyske Bank	PFA/Bank Pension	Jyske Bank	Ja
Nordea Bank	Nordea Pension	Nordea	Ja
Novo Nordisk	PFA	Danske Bank	Ja
Novozymes	Danica	Danske og Nordea	Ja
Pandora	SEB Pension	Nordea	Nej
TDC	PFA	Danske Bank	Nej
Tryg	Nordea Pension	Nordea	Ja
Vestas	Nordea Pension	Nordea	Ja
William Demant	Danica	Danske og Nordea	Ja

Note: Carlsberg og PFA ejer sammen en stor del af Carlsbergbyen  
 Kilde: Pensionselskaber og uafhængige rådgivere

## HD 2.del



### Investér i din humane kapital

På specialet i Finansiell rådgivning er der fokus på den viden samt de færdigheder og kompetencer, som en kunderådgiver inden for finansiell virksomhed skal være i besiddelse af.

HD 2. del Finansiell rådgivning er en to-årig deltidsuddannelse, som henvender sig til:

- Medarbejdere indenfor bank, pension, forsikring eller realkredit, der rådgiver private og/eller små og mellemstore virksomheder.
- Potentielle ledere eller projektledere i den finansielle sektor.
- Andre faggrupper, der ønsker indsigt i finansiell rådgivning.

Mange danske erhvervsfolk har skabt deres karriere på baggrund af HD-uddannelsen. Valget af specialestudium sker i mange tilfælde ud fra den pågældendes jobfunktion, mens det i andre tilfælde udelukkende sker ud fra interesse og ønske om et nyt jobområde. HD-studiet er således i nogle tilfælde udgangspunkt for et jobskifte. En gennemført HD-uddannelse kvalificerer til varetagelse af lederfunktioner, såvel i det private som i den offentlige sektor.

### Uddannelse i international klasse

Underviserne er højprofilerede forskere, der har fingrende helt nede i den nyeste forskning. De indgår i et større internationalt netværk, der sikrer, at de hele tiden er opdateret. Undervisningen tager således udgangspunkt i forskningsresultater med direkte relevans for praksis.

### Kontakt

Du kan få besvaret spørgsmål om HD 2. del i Finansiell rådgivning ved at ringe på tlf. 65 50 91 27 eller skrive til [hdf@sam.sdu.dk](mailto:hdf@sam.sdu.dk)

# Finansiell rådgivning – en sikker investering i din fremtid

Forskningsbaseret efteruddannelse  
– når du har tid

Syddansk Universitet



# Regulering hæmmer konkurrencen i realkredit

**Stadig strammere myndighedsregulering på realkreditområdet hæmmer nu konkurrencen. Seneste eksempel er Realkredit Danmarks bidragsforhøjelser med henvisning til Finanstilsynets tilsynsdiamant. BRFkredit direktør siger lige ud, at netop denne regulering hæmmer konkurrencen. Konkurrenceekspert vurderer, at det har ført til et oligopol.**

Mens der på den ene side bliver skreget på mere konkurrence i realkreditsektoren, så er store dele af den offentlige regulering med til at dæmpe præcis den samme konkurrence. Det vurderer direktør **Lars Sandberg** fra **BRFkredit** overfor Økonomisk Ugebrev. Han bakkes op af tidligere kontorchef i **Konkurrencestyrelsen** gennem 26 år og indehaver af **Konkurrenceraadgivning.dk**, **Niels Rytter**.

Et aktuelt eksempel på offentlige regulering, der hæmmer konkurrencen, er **Finanstilsynets** nye tilsynsdiamant på realkreditområdet. Der er blandt eksperter udbredt enighed om, at det er nødvendig med en form for pejlemærker eller regulering. Men den måde, reguleringen er skruet sammen på har den uheldige effekt, at det begrænser konkurrencen. Reguleringen, der skulle sikre låntagerne gode og billige låneprodukter, er nu med til at hæmme konkurrencen og med til at fordyre de samme produkter. Det er i sidste ende til skade for låntagerne.

Netop tilsynsdiamanten er af Realkredit Danmark blevet anvendt som argument for de seneste bidragsforhøjelser for rentetilpasningslån. Eksperter påpeger, at Realkredit Danmarks argument er legitimt, selvom netop dette element i tilsynsdiamanten først træder i kraft fra 2020. Reguleringen sætter et loft for, hvor stor en del af et realkreditinstituts udlån, der maksimalt må refinansieres på henholdsvis et kvartal og i løbet af et år, nemlig 12,5 procent og 25 procent.

En af årsagerne til denne regulering er, at man ikke vil risikere for store samtidig refinansieringsbeløb belært af problemerne i efteråret 2008. Derfor kunne man tro, at Finanstilsynet ville sætte et maksimum på beløbet for refinansiering. Men det er ikke det, de har gjort. I stedet har de sat et loft i procent af det enkelte instituts udlån. Det rammer først og fremmest de små institutter som f.eks. BRFkredit, fordi andre regler betyder, at det samtidig er vigtigt, at de enkelte obligationsserier er forholdsvis store.

Netop den tendens, der ligger i den offentlige regulering om at prøve at presse institutterne væk

fra både variabelt forrentede lån og afdragsfri lån går imod kundernes ønske. Det betyder, at alle institutter bliver presset til at begrænse denne type udlån, og dermed har de reelt ikke plads til alle nye kunder. "Det er med til at låse en fordeling af markedet mellem institutterne fast. Og det betyder, at reguleringerne fører til en markedsdeling, hvor institutterne et stykke ad vejen er låst på deres relative størrelser," siger Lars Sandberg.

"Det centrale er, at der er få aktører med forholdsvis stabile markedsandele, og det er netop kendetegnet for et oligopolistisk marked med neutraliseret konkurrence," siger Niels Rytter. Han peger på, at netop på den type markeder vil prisforhøjelse hos en stor aktør – som vi så med Nykredit/Totalkredit – føre til at de andre følger efter. "Det ville ikke ske, hvis det f.eks. var et benzinselskab, hvor der konkurreres voldsomt, og hvor nye aktører nemt kan etablere sig," siger Niels Rytter.

## Regulering trækker hver sin retning

Den enorme iver efter at indføre alle mulige typer regulering af den finansielle sektor er på flere måder efterhånden et kludetæppe, der trækker i hver sin retning. Et konkret eksempel er på den ene side Finanstilsynets diamant på realkreditområdet, og på den anden side international regulering. Internationale regler kræver, at den enkelte obligationsserie er på mindst 500 mio. EUR, hvis den skal have den højeste likviditetsstatus. Det fik i foråret BRFkredit til at samle de årlige refinansieringer til kun at være en gang om året for på den måde at sikre volumen nok til serierne. Men det går dermed stik imod Finanstilsynets tilsynsdiamant, der forsøger at presse institutterne til at sprede deres refinansieringer udover året.

"Ved at samle det i en auktion, så rammer vi nemmere Finanstilsynets loft på maksimalt at refinansiere 12,5 procent i løbet af et kvartal, og dermed begrænser det vores muligheder for at tage disse lån ind," siger Lars Sandberg. Han efterlyser mere smidige regler, så der f.eks. kunne komme en bagatelgrænse. Bare 30 mia. kr. i refinansiering i et kvartal vil få BRFkredit til at ramme loftet, mens f.eks. Nykredit-koncernen kan refinansiere langt over 100 mia. kr. Reglerne favoriserer dermed de store institutter. "Den samlede lovgivning gør, at det ikke er nemt for nye aktører at komme ind, og dermed fastholdes et marked med beskedent konkurrence," siger Niels Rytter.

**Ejlif Thomsen**

# Hvad har bankerne lært af finanskrisen?

**Udviklingen de seneste år i den danske banksektor har aktualiseret spørgsmålet: Hvad har bankerne egentlig lært af finanskrisen 2007-2010? Efter Finanstilsynets advarsel i denne uge om, at bankerne skal holde igen med aktieudbytter og aktietilbagekøb, er det mest oplagte svar: Ingenting.**

## KOMMENTAR

Op til finanskrisen i 2008 var risikovilligheden i mange danske banker ekstrem stor, hvilket gav udslag i alt fra en enorm udlandseksponering (**Danske Bank**) og en ukritisk risikovillighed i udlånet, hvilket blandt andet gav grobund for pantebrevskarruseller og andre hurtige og spekulative tiltag. Da krisen så kom, viste det sig, at bankerne slet ikke var godt nok kapitaliseret.

Vi mærker fortsat efterveerne at bankkrisen, som udviklede sig tifold værre end i vores nabolande (undtagen Island). En vigtig drivkraft var dels imperiebyggeri hos magtfulde CEO'er, og dels ønsket om at booste aktiekursen for at kunne høste gevinster på aktieoptioner og bonusordninger hos bankdirektører og andre ledende bankfolk.

I dag kan man godt få det indtryk, at det samme er ved at ske igen: Altså at mange bankledelser har næsten al fokus på at booste aktiekursen, og så kan man jo gætte på motiverne denne gang. Uagtet motiver virker det igen usundt, fordi grundlaget for at booste sine aktiekurser igen er baseret på et tvivlsomt grundlag.

Selvom vi de seneste år har set et massivt pres på bankernes basisindtjening (f.eks. engangsgevinster for konverteringsbølgen sidste forår), skruer den ene bank efter den anden op for aktieudbytter til aktionærerne og for tilbagekøb af egne aktier. Det er altså kapital, som anvendes til at please aktionærerne, i stedet for at styrke bankens kapitalgrundlag.

Set ude fra virker det nærmest grotesk, at bankerne i en tid, hvor de presses fra alle sider, ikke forsøger at opbygge en større kapitalbuffer til at stå i mod med under næste økonomiske recession eller finanskrisen, eller til at stå i mod med når nye aktører disrupter den danske banksektor, eller når **Nationalbanken** sætter renter i endnu større minus.

Staten – og alle danske skatteydere – har allerede én gang sat hele butikken på spil for at redde de danske banker, med samlet fem bankpakker. Godt nok kan politikerne i dag glædestrålende fortælle om, at staten fik overskud på bankpakkerne. Ja,

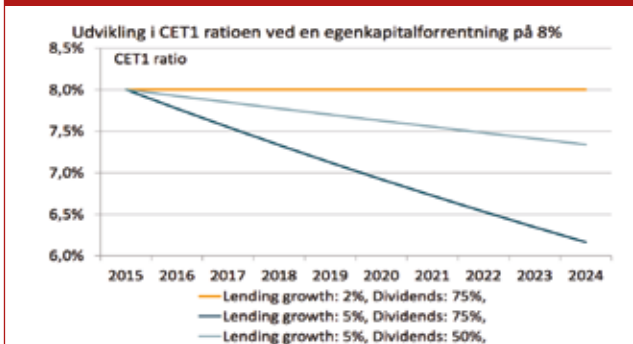
men i forhold til den risiko staten løb er gevinsten småpenge. Gevinsten ved væddemålet tilfaldt stort set kun bankaktionærerne. Det er et **faktum**.

Tilbage til i dag: Den manglende læring i nutidens banksektor blev faktisk signaleret ret klart forleden af **Finanstilsynets** direktør, **Jesper Berg**, ved en **tale**, og budskabet er også penslet ud i en **markedsredegørelse** for banksektoren, udarbejdet af Finanstilsynet. Som offentlig myndighed, der skal sørge for ikke at komme politisk i klemme, bliver tingene naturligvis sagt med al mulig diplomati. Men budskabet er ikke til at tage fejl af, og det kunne let trædes hårdere igennem: "Historien viser, at det kan være dyrt at rejse kapital i dårlige tider. Pengeinstitutterne bør derfor benytte de gode år til at konsolidere sig, og de bør være forsigtige med at betale udbytte eller foretage aktietilbagekøb," udtaler Finanstilsynets direktør Jesper Berg i redegørelsen. Ved en tale gennemgik han grafikken (nedenfor) som viser, at bankerne risikerer at udhule sig eget kapitalgrundlag og/eller umuliggøre fremtidig udlånsvækst, hvis udbyttefesten fastholdes.

Øg selvom Finanstilsynets tal viser, at det gik godt for den danske banksektor sidste år, så er billedet i virkeligheden langt mere dystert. Tilsynet lægger alene tallene sammen for sektoren, og Danske Banks fremgang sidste år er stort set eneste forklaring på det pænere billede. Økonomisk Ugebrevs seneste BankRating af 40 bankers performance viser, at 28 ud af 40 undersøgte banker sidste år havde tilbagegang i forrentningen af egenkapitalen. Bundlinjen er, at hovedparten af de danske banker bevæger sig ned ad bakke på en glidebane, uden at gøre meget ved det.

MWL

## TILSYN: "HØJ UDLODNING UDVANDER KAPITALEN"



Kilde: Finanstilsynet

# DONG ikke færdig med den strategiske fornyelse

**Strategi i The New Normal 2.0: Efter børsnoteringen af DONG Energy i juni vil det være oplagt, at koncernen tager det næste store strategiske skridt med frasalg af ikke blot sin olie- og gasudvinding men også af den danske energiforsyning. Dermed vil selskabet blive en rendyrket producent af vindkraft.**

## NEW NORMAL 2.0

DONG Energy har i det seneste årti været inde i en kraftig forandring, og koncernen er ikke mindst blevet forenklet og fokuseret efter at koncernchef **Henrik Poulsen** kom til i 2012. Man kan næsten se det gamle statsforetagende som et slags forbillede for andre store veletablerede selskaber, der har brug for at transformere deres eksistensgrundlag.

Børsnoteringen er en del af forandringsprocessen, men vil næppe betyde at den slutter. Tværtimod kan stigende opmærksomhed fra offentlighed, investor- og analytiskermiljø betyde tilskyndelse til yderligere betydelige forandringer. En af disse forandringer vil sandsynligvis blive frasalget af koncernens olie- og gasudvinding. Et tiltag som vil forenkle og fokusere koncernen yderligere. Men et nok så væsentligt strategisk skridt kunne blive et frasalg af den danske energiforsyning. Efter børsnoteringen vil argumenterne for også at frasælge denne division blive gradvist stærkere:

**Equity story'en:** Koncernen har sådan som den har præsenteret sig over for investorer op til børsnoteringen demonstreret, at den fortsatte udbygning af vindkraftværker på havet er det altafgørende element i koncernens equity story. 80 procent af koncernens investeringer skal i de kommende år gå til udbygning af vindmølleparker på havet, og produktionskapaciteten fra disse vindmølleparker skal i de kommende fem år øges fra 3 gigawatt til 6,7 gigawatt.

**Pure play:** Pure play-selskaber med en fokuseret forretning foretrækkes af mange investorer. DONG har selv i sin præsentation op til børsnoteringen understreget, at spanske EDPR, der helt er fokuseret på alternativ energi, er det europæiske energiselskab, der i de seneste år har været bedst til at skabe værdi.

**Pengestrømmene:** DONG Energy kan takket være sin model med partnerskaber (efter en indledende fase bliver 50 procent af vindmølleparkerne solgt til eksterne investorer), subsidier samt stigende driftsindtægter, snart kunne opbygge en betydelig pengestrøm fra vindmølleparkerne. DONG

behøver ikke pengestrømmene fra den danske energiforsyning som finansieringskilde.

**Yderligere upside i værdiansættelsen:** Et kommende frasalg af olie- og gasudvindingen samt især af den danske energiforsyning vil indebære en latent yderligere upside for investorer i selskabet, ikke mindst for hovedaktionærerne, den danske stat og Goldman Sachs.

**Politiske argumenter:** Et frasalg af den danske energiforsyning kan blive en politisk acceptabel løsning for DONG. Energiforsyningen kan sælges til en køber, der er politisk og folkeligt acceptabel: Det kunne være staten, kommuner eller brugerejede andelsselskaber. Derved er den del af DONG Energy, der især kan være politisk bekymring om, sikret.

**Vindkraften bliver mindre dansk:** Der er ingen særlige argumenter for at vindkraft-delen skal forblive statsejet eller majoritetsejet af danskere, når investeringerne i fremtiden helt overvejende vil ske i udlandet, og langt størstedelen af el-produktionen fra DONG's vindkraft vil blive leveret ind i udenlandske net.

**Hensynet til skatteyderne:** Med den planlagte børsnotering af DONG er der kommet yderligere fokus på de risici, der ligger i vindkraftdelen, og som ikke vil blive mindre i de kommende år. Der peges nu på en række åbne spørgsmål: Vil de forskellige statslige subsidier regimentere, der understøtter vindkraft fra havmøller, fortsætte i de kommende årtier? Vil prisen på havvindkraft efterhånden kunne sænkes så meget at det kan opveje helt eller delvist bortfald af subsidierne? Hvad vil det betyde, at langt flere aktører vil byde på staternes fremtidige udbud af nye projekter for havvind?

**Hensynet til el-forbrugerne:** Ved at skille vindkraftproduktionen fra den danske energiforsyning vil man også kunne forebygge mistanker om, at der sker en slags kryds-subsidiering inden for koncernen, så danske el-forbrugere gennem højere priser fremover skal understøtte DONGs ekspansive internationale ekspansionsplaner for vindkraftdelen.

**Morten A. Sørensen**

## VÆRDI I PURE PLAY PÅ RENEWABLES

Europæisk energiselskab	EDPR	Dong Ener.	Enel	Iberdrola	SSE	RWE	EDF
Produktionsand. fra "renewables", %	100	55	31	24	17	5	2
Vækst i Ebitda 2013-2015 CAGR, %	11,4	11,1	-4,3	4	4,1	-20	4,6
Total shareh. ret. 29.11.13 - 24.5.16, %	77	86-138*	29	41	31	-53	-46

Note: \* Baseret på forudset udbudskurs på 200-255 kr. pr. aktie  
Kilde: Dong Energy

# IC og Solar: Vækststrategier nu på hård prøve

**IC Group og Solar er blandt de børsnoterede danske aktier, der er faldet mest siden årsskiftet. De seneste kvartalsmeddelelser har forstærket tendensen. Skulle deres ambitiøse forandringsstrategier have været endnu mere konsekvente?**

## NEW NORMAL 2.0

Foråret 2016 har været en hård udfordring for vækststrategierne i Solar, der er en af Danmarks største leverandører til især elektriker- og vvs-brancherne og i IC Group, der sælger modetøj. Solars aktiekurs er siden årsskiftet faldet med 24 procent, mens kursen på IC Group i samme periode er faldet 66 procent.

Dermed er de dybtgående forandringsstrategier, som koncernchef **Anders Wilhjem** indledte efter sin tiltræden i Solar i 2014, og som koncernchef **Mads Ryder** lancerede i IC Group efter at han kom til i 2013, sat på deres første hårde prøver.

Begge virksomheder står stadig over for strukturelle udfordringer. De har i de seneste par år taget afgørende initiativer for at imødegå forandringer i deres markeder. Især har de satset mere på digitalisering og på at blive mere fokuserede på at tilfredsstille veldefinerede kundegrupper.

## Omfattende forandringsplaner

Da Anders Wilhjem tiltrådte som CEO var Solar truet af, at mange håndværkerkunder over nettet begyndte at købe direkte ind hos producenterne. Selskabet har derfor systematisk udbygget sine digitale aktiviteter, blandt andet med et opkøb i år, og udviklingen af helt særlige serviceydelser til sine håndværkerkunder. Han vil ændre Solar til en service- og sourcingvirksomhed.

Efter en periode med fremgang er omsætningen i første kvartal imidlertid stagneret med 2656 mio. kr. mod 2654 mio. kr. i samme periode af 2015, mens resultatet før skat er faldet til 28 fra 40 mio. kr. Forventningerne til helårets resultat er uændrede. Selv om kvartalsresultatet oversteg forventningerne en anelse, og stagnationen ikke mindst skyldtes, at påsken i år faldt i første kvartal, så er Solar-aktien også faldet siden offentliggørelsen.

IC Group har under Mads Ryders ledelse erkendt, at koncernen ikke kunne konkurrere bredt i adskillige segmenter, der hver for sig var domineret af langt større, internationale udbydere. Ved at sælge en række varemærker fra og koncentrere sig om premium-mærker, og ved yderligere satsning på internet-handel, er koncernen transformeret og

har vist fremgang i en periode frem til slutningen af 2015.

I de første tre måneder af 2016 er omsætningen imidlertid faldet til 710 fra 719 mio. kr. Koncernen har nedjusteret forventningen til væksten i 2015/16 til nul fra fire procent og forventningen til EBIT-marginen til ni fra 10 procent.

## Nye vilkår kræver endnu mere

Begge selskaber står som relativt små nordeuropæiske udbydere over for store konkurrenter. Foråret har demonstreret hvor vanskeligt det er for mellemstore spillere at skabe sig en rolle på det europæiske marked.

Men samtidig er virksomhederne ikke mindst ramt af en generel afmatning i deres respektive brancher. Begyndelsen af 2016 har budt på skuffende vækst i den skandinaviske byggebranche, og ifølge IC Group også i tøjbranchen.

Men virksomhederne er også, omend måske kun indirekte, blandt andet blevet ramt af den New Normal 2.0 (det andet paradigmeskifte efter finanskrisen), der i de seneste par år har præget international økonomi:

Privatforbruget i Europa ligger stadig underdrejet efter adskillige års stagnation og tvivl om fremtiden for Europas samarbejdsstrukturer og økonomi, internethandelen tager stadig større markedsandele, og samtidig er de to selskaber ramt af opbremsning i Norge, hvis økonomi ligger underdrejet efter det store fald i energi- og råvarepriser, der også karakteriserer New Normal 2.0.

Hertil kommer en forstærket tendens til, at den pæne mellemgruppe af virksomheder, der ikke tilbyder kunderne meget klare fordele, bliver trængt tilbage af mere markante spillere. Det er en tendens, der hjælper fremstormende aktører som Lego, Pandora og det tyske tøjfirma Zalando.

Solar og IC Group har gennemført omfattende forandringer. Kunne og skulle de have gjort endnu mere og drejet sig endnu mere over mod digital afsætning og skarp profilering over for særlige kundegrupper? Kvartalsrapporterne antyder, at i disse år kan forandringsplaner ikke blive konsekvente nok.

**Morten A. Sørensen**

## ET VANSKELIGT FORÅR

Aktiekurs	Slutkurs ultimo 2015	Slutkurs, dagen før kvartalsregnskab	Slutkurs 26-maj-2016
Solar	434	342,5	330
IC Group	252	228	188,5

Kilde: Nasdaq



# Øget jagt på statsstøtte kræver politisk fasthed

**Flere store danske virksomheder og brancher vil have mere statsstøtte. Lav vækst og angst for globalisering gør generelt populistiske drømme om en stærk, hjælpende og beskyttende nationalstat fristende. Alt lige fra shipping til landbrug og danseskoler vil have statsstøtte. Et forsvar for liberale principper er vigtigere end nogensinde.**

Frihandel og liberale principper er i disse uger under stærkt pres fra mange sider.

Danske virksomheder og brancher har for eksempel i disse måneder travlt med at foreslå øget direkte eller indirekte statsstøtte. I disse ønsker ser de sig tilsyneladende, understøttet af den nye Taksø-rapport om Danmarks fremtidige udenrigspolitik og udsigten til mere statslig indblanding i erhvervslivet, store muligheder. Tendensen styrkes også af udbredte drømmerier i centraladministration og i den politiske verden om at styrke særlige vækstbrancher og vækstvirksomheder.

Blandt eksemplerne på, at brancher og virksomheder, der ønsker mere statshjælp er **Novozymes**. CEO **Peder Holk Nielsen** erklærede i april, at hvis råvarepriserne ikke igen løfter sig, "så bliver man simpelthen nødt til at regulere." Novozymes afsætning er nemlig truet af den lave oliepris, [fremgik det](#).

## Mærsk vil gerne have hjælp

Topchefen for **A.P. Møller-Mærsk** har netop udtrykt ønske om, at staten i højere grad skal hjælpe koncernen med at investere i [udviklingslande](#).

Masser af andre brancher står klar med krav om mere offentlig støtte. Fra hårdt ramte mælkeproducenter (og dermed også en række pengeinstitutter), som nu kan få mere [EU-hjælp](#). Også selv om de, ifølge en opgørelse fra marts, i forvejen modtager cirka 10 mia. kr. om året fra EU og den danske stat i [støtte](#). Også for eksempel danseskoler mener, at de bør have [statsstøtte](#).

Når støtteordningerne først er etableret, så er de uendeligt svære at fjerne igen.

Hvis forsynings- og klimaminister **Lars Chr. Lilholt** for eksempel skærer ned i støtten til vindenergibranchen, så "gambler han med Danmarks troværdighed," fremgik det i denne måned fra [vindmølleindustrien](#).

Forestillingen om en stærk stat, der skal styre erhvervslivets udvikling er blevet mere populær i politik og centraladministration i de seneste år. Og også ambassadør **Peter Taksø-Jensen** har

med sin udredning om fremtiden for den danske udenrigstjeneste skabt et lidt usikkert billede af statens principielle rolle i handelspolitikken. Også selv om han understreger, at der skal være fokus på frihandel og beskyttelse af virksomheder i udlandet.

Han anbefaler, at handelspolitikken generelt bør "tilrettelægges i et endnu tættere samarbejde med dansk erhvervsliv og med inddragelse af forbrugerorganisationer, fagforeninger og civilsamfund." Og det kan man jo som udgangspunkt ikke have noget imod. Det sædvanlige forløb i den slags inddragelser er imidlertid, at de mest lobbystærke virksomheder, organisationer og erhverv får størst fordel ud af dem - sådan som de gør gennem statskontakt og statsstøtteordninger i bred almindelighed.

## Nationalstaten skal støtte erhvervslivet

I adskillige lande har protektionistiske tanker og bevægelser medvind. Nationalstaten skal ifølge populære og populistiske politikere redde os fra de angiveligt negative følger af globaliseringen. Der er for tiden en alvorlig risiko for, at vi går ind i en periode med øgede handelshindringer, og at de enkelte lande vil satse på stigende statsstøtte og beskyttelse til særlige erhverv. Og at de enkelte virksomheder og erhverv vil have så mange privilegier som muligt, kan ikke overraske. De varetager nu engang, hvad de anser for at være deres interesser.

Netop nu er det på denne baggrund vigtig, at de politiske partier, der stadig bekender sig til en liberal erhvervs politik, sideløbende med kontakten til organisationerne, ikke lader sig overbevise af alle de - ofte forlokkende - argumenter, der taler for statsstøtte, men husker at holde de liberale principper i hævd.

Måske kunne pengene anvendes bedre til mere attraktive generelle rammevilkår for erhvervslivet, frem for fremme af mere eller mindre tilfældige områder med en stærk lobby.

**Morten A. Sørensen**

# Komité parat med stewardship code til efteråret

**Danske institutionelle investorer står efter alt at dømme over for store omvæltninger omkring åbenhed om indholdet i deres aktive ejerskab. Som bekendt har erhvervsministeren bedt Komitèen for God Selskabsledelse at udarbejde en dansk stewardship code, og komitèen har fået to ekstra medlemmer med investorbaggrund.**

Formand for Komitèen for God Selskabsledelse, **Lars Frederiksen**, fortæller i dette interview, hvordan komitèen griber arbejdet an, og hvornår de institutionelle investorer får "deres egne" anbefalinger efter et følg-og-forklar princip.

*ØU: Komitèen har fået til opdrag fra erhvervsministeren at udarbejde en dansk stewardship code i starten af året. Hvor langt er i nået i arbejdet med at udarbejde anbefalingerne?*

LF: "Komitèen er i gang med en proces, hvor vi formulerer nogle holdninger til anbefalinger for institutionelle investorer. For tiden holder vi dialogmøder med forskellige interessenter, blandt andet forsikring, pension og lignende. Vi forventer at have indsamlet synspunkter hen mod sommerferien, hvorefter vi i komitèen hen over sommeren og den første del af efteråret vil udarbejde et udkast, vi kan sende i høring til efteråret. Vi forventer at have noget færdigt i år eller i starten af næste år."

*Hvordan ser I den overordnede skitse til de nye anbefalinger?*

"Overordnet vil vi ikke genopfinde noget helt nyt, men se på, hvordan man har indrettet anbefalinger for investorer i udlandet, ikke mindst den engelske stewardship code. Afsættet er, at der jo er tale om soft law, hvor investorerne fortsat kan indrette sig som de ønsker, eksempelvis som enten aktive eller passive investorer, eller med egenforvaltning eller outsourcing til en kapitalforvalter. Det vigtige er, at anbefalingerne gerne skulle fremme gennemsigtighed og åbenhed, præcis ligesom hensigten er med anbefalingerne for børsnoterede selskaber."

*Hvis afsættet er de engelske anbefalinger, vil de danske investorer skulle fortælle om hvordan de forvalter deres ejerskab, om de stemmer på selskabernes generalforsamlinger, og hvordan de konkret stemmer?*

"Vi ønsker at favne bredt, dvs. også indeksfonde med eksempelvis ETF'er. Men det vil være naturligt, at investorer med aktivt ejerskab også offentliggør, hvordan de har stemt på generalforsamlingen."

*Hvordan vil I afgrænse, hvem der bør forholde sig til anbefalingerne?*

"Det bliver nok sådan, at anbefalingerne kommer til at rette sig mod danske investorer, som investerer i danske aktier. Vi kan nok ikke forvente, at anbefalingerne kan gælde udenlandske investorer med investeringer i danske aktier. Grundlæggende retter anbefalingerne sig mod investorer, der investerer på andre folks vegne, dvs. også investeringsforeninger og bankers pensionspuljer."

*Hvad er det overordnede formål med en stewardship code?*

"Grundlæggende handler det om at få mere åbenhed om, hvordan institutionelle investorer håndterer deres investeringer med andre folks penge – og altså hvordan de bedriver aktivt eller passivt ejerskab. Det vil i sidste ende også give slutejeren bedre mulighed for at gennemskue, hvordan ens kapital forvaltes. Det gælder også eksempelvis de pensionskasser, som har outsourcet deres kapital til en ekstern kapitalforvalter. Anbefalingerne skal også omfatte rammerne for den slags aftaler."

*EU-kommission har i det kommende aktionærdirektiv fokus på, at nye regler skal fremme investorernes aktive ejerskab, så de som kapitalforvaltere tager deres ejer-rolle alvorligt og holder bestyrelsen i ørene?*

"Det er klart, at det vil være naturligt, hvis vi ser samme effekt på åbenhed og skærpet opmærksomhed med en stewardship code, som vi har oplevet med anbefalingerne om god selskabsledelse siden de første anbefalinger fra Nørby-udvalget. I starten var der jo stor modstand, men hen over årene har langt de fleste selskaber taget anbefalingerne til sig, og det er blevet en naturlig del af vores tænkning. Jeg tror det samme vil ske med en stewardship code, og det vil være til gavn for både selskaberne, investorerne og samfundet."

**Økonomisk Ugebrev Ledelse** har de seneste mange år bragt artikler om mangel på aktivt ejerskab blandt danske institutionelle investorer, hvor der dog de seneste 1-2 år er sket en markant oprustning, blandt andet i kølvandet på kommende forventede EU-krav og almindelig best practice. Tidligere artikler om aktivt ejerskab bragt i Økonomisk Ugebrev Ledelse kan læses [her](#).

Adgang til nyt artikelarkiv: Anvend abonnent e-mail, som også er password, til at hente adgangskode [her](#).

# Nye, billige pensioner performer i øst og vest

**Mange års pres på omkostninger har fået pensionsbranchen til at lancere billige indeksfonde, men i flere tilfælde skyder de helt forbi markedsudviklingen, selvom om de burde følge det underliggende indeks helt præcist. Problemstillingen har været hårdt kritiseret af Finanstilsynet i flere år.**

Flere pensionsselskaber risikerer nu igen kritik fra Finanstilsynet, da de har solgt pensionsprodukter, der efter alt at dømme ikke lever op til det, de lover. Det drejer sig om billige pensionsprodukter baseret på indeksfonde, der skal følge et underliggende markedsafkast. Men i virkelighedens verden ligger de langt fra løfterne.

Et eksempel er **Skandias** Basic produkter, hvor produktet med færrest aktier ligger 4 procent point efter indekset. Siden fonden blev lanceret har Skandia Basic 4 givet et afkast på 37,1 procent, mens benchmark har kastet 46,8 procent af sig. Skandia skriver ellers i salgsmaterialet på hjemmesiden at: "Udviklingen i indeksfondene og dermed også risiko og afkast vil ligge tæt op af det pågældende **indeks**."

"Der er heller ingen garanti for at passivt investerede fonde forbliver passivt investeret. Pension er et lavinteresse område, og da forbrugerbeskyttelsen er stort set ikke eksisterende, og da selskaberne som regel har en egen interesse i at sælge de dyre, aktivt forvaltede produkter, så kan man ikke forvente at de passivt forvaltede produkter vil ligge forrest på hylderne, eller at man har en interesse i at de performer godt," siger partner **Gert Nielsen** i **BEDSTpension** til Økonomisk Ugebrev.

Et andet tilfælde er **AP Pension**, der også har en række produkter under betegnelsen Basic. Men også her halter udviklingen alvorligt efter hele formålet med investeringsafdelingerne. AP Basic Mellem Risiko er hver eneste af de sidste fem år haltet 1,52 procent efter det indeks, den skal følge. På AP Pensions hjemmeside lyder det om produktet: "I modsætning til de gængse opsparingsprodukter følger AP Basic markedet. Investeringerne er hovedsagelig fordelt i et meget bredt udvalg af forskellige indeks på markedet. Dette kaldes for passiv forvaltning eller indeksinvesteringer," står der i salgsmaterialet til kunderne.

Har kunden således en million kroner i opsparing vil det koste 15.000 kr. årligt i afkast i AP Pension, mens kunden i Skandia har "mistet" godt hundrede tusinde i afkast siden afdelingens start.

## Forskellige strategier

Finanstilsynet har i årevis været efter såkaldte "skabsfonde", der siger de er aktive, mens de i virkeligheden er passive. I tilfældet med pensionselskaberne er sagen den omvendte: Kan fondene i virkeligheden være aktivt forvaltede, selv om de hævder at følge markedet som passive fonde?

"Efter vores opfattelse skal et indekseret produkt have et klart defineret indeks, som det følger ret tæt, og det skal være passivt forvaltet - dvs. der skal ikke købes og sælges valutaafdækninger alt efter forventningerne til markedet, og naturligvis heller ikke købes eller sælges aktiver efter markedsforventningerne," siger Gert Nielsen fra BEDSTpension.

Netop valutaafdækninger har været en stor del af forklaringen, hvis man spørger pensionsselskaberne om årsagen til efterslæbene.

"Dollarkursen er styrket med godt 11 procent i forhold til danske kroner. Forklaringen på afkastet i Skandia Basic i 2015 skal derfor langt overvejende findes i udviklingen i dollarkursen," siger Skandias Investeringsdirektør **Morten Halborg**, der videre forklarer:

"I Skandia Basic afdækker vi nemlig valutarisikoen konsekvent, hvilket betyder, at kunderne ikke har nogen risiko ved svingende valutakurser. Kunderne i Skandia Basic tjener således ikke på, at dollaren stiger i forhold til danske kroner. Omvendt taber de heller, hvis dollaren falder. Man kan naturligvis altid diskutere, om det er rigtigt eller forkert at afdække valutarisikoen, men det er vores vurdering, at valutarisiko i sig selv ikke giver et langsigtet merafkast til kunder i et indeksprodukt og derfor har vi valgt at tage denne risiko ud af ligningen. Det rammer naturligvis afkastet, når dollaren stiger, men hvis dollaren nu var faldet 11 procent i 2015, havde billedet alt andet lige været omvendt," siger han.

Adm. direktør **Søren Dal Thomsen** fra **AP Pension** siger: "Vores basic produkt har performeret som forudset, tæt op af markedet, og tæt op af sin strategi, der bl.a. bygger på ikke at tage valutarisiko, hvorfor hovedvalutaerne er afdækket. Derfor er vores performance på indeksprodukter svagere end andre i markedet. Derfor er den nuværende relative performance ærgerlig, for det giver produktet et negativt skær, som får kunderne til at fravælge det," siger han.

**Carsten Vitoft**

# Danskere overser øgede omkostninger på pension

**Der er stort set ingen sammenhæng mellem, hvad danskerne betaler for deres pension, og hvad de i sidste ende får ud af den. Årsagen er, at meget få går op i deres pension, siger en uafhængig pensionsekspert.**

Mens der blive skrevet spalte op og spalte ned, og tusindvis af kunder samles på Facebook i utilfredshed over stigende bidragssatser i Nykredit, er der stort set ingen, der bemærker, hvor dyrt det er blevet at være kunde i pensionsbranchen.

**PFA Pension** er eksempelvis i færd med at hæve kundernes omkostninger med godt 15 procentpoint. Men det er stort set sket uden omtale eller protester for den sags skyld. En søgning på Danmarks største erhvervsavis på omtale af "stigende omkostninger" eller "bidragssatser" i henholdsvis **Nykredit** og PFA viser et væld af kritiske artikler om Nykredit. Til gengæld er PFA slet ikke nævnt, når det kommer til stigende omkostninger.

"Danskerne orker ikke at kigge på deres pension, og det betyder bare, at pensionsbranchen har mere frit spil til at hæve priserne uden de samme konsekvenser, som vi for tiden ser for realkrediten - og særligt Nykredit," siger direktør **Martin Rasmussen** fra de uafhængige pensionsrådgivere i Seren, som en generel kommentar.

Situationen blev illustreret igen i denne uge, hvor det kom frem, at **Realkredit Danmark** nu også hæver priserne fra første oktober - også den nyhed fik pæn omtale, så pensionselskaberne - og PFA - nærmest måtte se "misundeligt" til fra sidelinjen. Den manglende interesse har den konsekvens, at nogle pensionselskaber kan slippe af sted med at være mange gange dyrere end andre. Baseret på branchens egne tal fra **Fakta om pension** kostede det eksempelvis godt fem tusinde kroner at være kunde i **PensionDanmark**. I **Nordea Liv og Pension** måtte kunderne i gennemsnit slippe næsten 11.000 kr. - altså mere end det dobbelte.

Dernæst betyder det, at selskaberne kan hæve priserne, som de vil, stort set ubemærket. Hvor mange danskere orker at læse tekniske anmeldelser på Finanstilsynet - eller endsige forstår dem? Men sidst og måske allerværst betyder det også, at der næppe er sammenhæng mellem pris og kvalitet i pensionsbranchen.

## Dyre og dårlige

"Det at kunderne betaler høje omkostninger er absolut ingen garanti for at få det højeste afkast

i pensionsbranchen. Det er lidt problematisk, at fokus på firmapensioner ofte er på de direkte omkostninger. Altså hvad betaler jeg i administration. Det er en meget lille del af billedet, og man overser de to vigtigste faktorer: De indirekte omkostninger, som er de største og skjult for det blotte øje, samt afkastet," siger Martin Rasmussen.

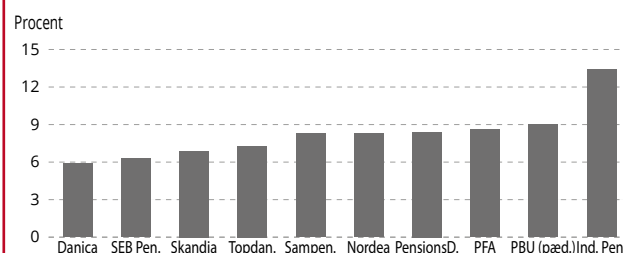
I **Nordea Liv & Pension** betaler kunderne kun 1.500 kr. i administration - og det er ofte det tal, der fokuseres på. Men de indirekte - og skjulte omkostninger - der fragår i kundens afkast var sidste år godt 9.300 kr., viser tallene fra **Fakta om pension**. **Nordea Liv og Pension** har ikke ønsket at kommentere tallene overfor **Økonomisk Ugebrev**.

Mere tankevækkende er det dog, hvis man så begynder at se på, hvad kunderne har fået for de betalte omkostninger. Endnu en opgørelse lover afkastene i branchen viser, at det er i de dyreste selskaber, det kniber mest med at levere varen på afkast. Det gennemsnitlige årlige afkast i **Nordea Liv & Pension** har over de sidste fem år været 8,3 procent i markedsrente, som er det produkt der sælges mest af.

8,3 procent lyder ganske vist flot. Men fire andre selskaber - **PensionDanmark**, **PBU**, **PFA** og **Industriens Pension** har alle leveret højere afkast efter omkostninger. Og de er alle billigere at være kunde i.

Læs resten af artiklen [her](#). **Carsten Vitoft**

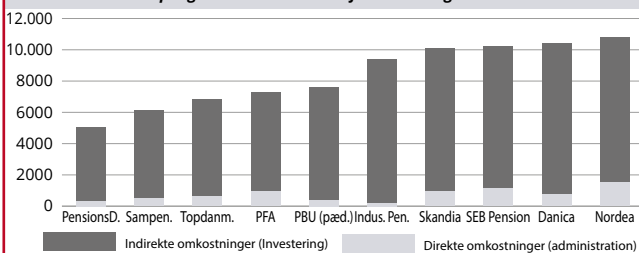
### OMKOSTNINGER OG AFKAST HÆNGER IKKE SAMMEN I PENSIONSBRANCHEN



Note: En del af afkastet i Industriens Pension skyldes overgangen fra gennemsnitsrente til markedsrente.

### KÆMPE FORSKELLE I OMKOSTNINGERNE I FORSKELLIGE PENSIONSSELSKABER

Der kan være store penge at hente ved at skifte til et billigere selskab



Forklaring: Udgangspunktet er en kunde på 50 år med pensionsalder på 67 år. Årlig opsparing på 50.000 kr. og depot på en mio. kr.

Kilde: Fakta om Pension

# Sådan tager man firmapensionen som gidsel

**Flere steder i pensionsbranchen undrer man sig over, at pensionselskaber nogle gange har meget tætte forbindelser til deres firmapensionskunder. Risikoen er en uhensigtsmæssig sammenblanding af virksomhedens og medarbejdernes interesser.**

Det er ikke mange år siden, at Danmarks største pensionselskab **PFA**, sammen med **Syd Energi**, brugte 760 mio. kr. af kundernes penge på at købe 272 vindmøller fra energiselskabet **DONG**. Mindre end tre år senere er projektet nedskrevet med en kvart mia. kr. Handlen blev den gang betegnet som en "investering med lav risiko". Efter de store tab er investeringen blevet kritiseret for at være "høj risikabel," fordi der var tale om gamle vindmøller. Når man samtidig tager højde for, at både Syd Energi og DONG er kunder i den anden ende af pensionselskabet, rejser det nogles øjenbryn i pensionsbranchen med, så stor og så hurtig en nedskrivning.

Både Syd Energi og DONG har nogle af Danmarks største og mest attraktive firmapensioner for de ansatte. Begge selskaberne har placeret de ansattes milliarder i PFA - foran næsen på hele feltet af kommercielle pensionselskaber.

Der er ingen konkret grund til have mistanke om, at der har været tale om urent trav i valget af PFA. Men kritiske ryster i pensionsbranchen kan alligevel ikke lade være at stille spørgsmålet: Var der tale om en byttehandel? Vi investerer i jeres gamle vindmøller, hvis I flytter medarbejdernes pensioner til os.

Tre måneder efter vindmøllehandlen, gik PFA ud med et ønske om at øge investeringerne i DONG, hvilket også skete efterfølgende med 0,8 mia. kr. I samme periode flyttede DONG sine firmapensioner fra Danica til PFA. Heller ikke her er der grund til at tro, at transaktionerne ikke er sket i armslængde. Der er i hvert fald ingen beviser for, at det ikke skulle være tilfældet.

## Kunder inkasserer tab

Tilbage står dog, at kunderne i PFA har inkasseret et stort tab på vindmøller på meget kort tid. Og at handlen har fået offentlig kritik. Og at spørgsmålet kan rejses om DONG's medarbejdere har fået den optimale pensionsløsning med de forskellige milliardtransaktioner i spil på samme tid. Over for Økonomisk Ugebrev fastslår flere pensionsmæglere og bosser i pensionsbranchen, at problem-

stillingen med sammenblanding af tingene er markant stigende i pensionssektoren. Forklaringen er, at samarbejdet mellem pensionsbranchen og erhvervslivet til stadighed bliver tættere.

## Pensionsbranchens magt

Pensionsbranchen sidder på en enorm pengekasse, som mange virksomheder gerne vil have fat i. Det kan være gennem låntagning, direkte investeringer i selskabets aktier eller som leverandører fra selskab til pensionsinstitut – eller modsat. Begge parter sidder således med et enormt ansvar i et lille land som Danmark, hvor store aktører ofte støder på hinanden med flere forskellige kasketter på.

Problemstillingerne er mange: pensionskasserne jagter afkast med lys og lygte. De sædvanlige kanaler på aktie- og obligationsmarkedet ventes ikke at levere varen i de kommende mange år. Derfor er dele af pensionsbranchen begyndt at låne penge direkte til virksomhederne. Men hvad hvis det pludselig bliver et krav fra pensionselskabet samtidig at få adgang til virksomhedens firmapension? Får medarbejderne så de bedste pensionsordninger?

Pensionsbranchen øger også de direkte investeringer i unoterede virksomheder. Hvad sker der, når et pensionselskab ejer en fjerdedel af aktierne og lader virksomhedens direktion vide, at man gerne så, at de flyttede firmapensionen hen samme sted?

Det er mange penge, der skal investeres fra pensionsbranchens side. PFA har eksempelvis været stærkt overvægtet i **Novo Nordisk** aktien i mange år. Og Novo Nordisk har været en trofast kunde i PFA. Til begges store fordel: Aktierne er steget voldsomt, og PFA har været et godt sted at spare op. Men sådan vil det nok ikke være i alle situationer.

Pensionsbranchen er som store kunder vigtige for leverandørerne. IT selskaber, der udvikler deres komplicerede systemer. Bygning af storcentre, hvor entreprenører og ingeniører leverer løsningerne til pensionsbranchen. Kan en stor ordre pludselig bruges som vægt til også at flytte en stor firmapension?

Det sker nok hver eneste dag, at der er "noget for noget" aftaler. I princippet kan det være godt nok, hvis der ikke er en part, der risikerer at komme i klemme. Og det er lige netop tilfældet her. Derfor: Bør myndighederne ikke sende et signal om, at det ikke er i orden - i hvert fald ikke at skabe fordele for sig selv – på bekostning af de ansattes surt optjente pensionskroner?

**Carsten Vitoft**

## Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter

**Direkte erhvervsstøtte bliver mere grøn:** Efter en stigning i statslig erhvervsstøtte fra 2014 til 2015 forventes et lille fald igen i 2016, til 25,8 mia. kroner, fremgår det af [Redegørelse om erhvervsfremme og støtte i 2016](#). Reelt er der imidlertid tale om, at den egentlige erhvervsstøtte er i brat fald i disse år. "Sammensætningen af den statslige erhvervsfremme og støtte har ændret sig i de senere år. Der er i stigende grad fokus på grøn omstilling og vedvarende energi og i mindre grad på generel erhvervsfremme. I 2011 udgjorde støtten til grøn omstilling 37 pct. af den samlede erhvervsfremme og støtte. I 2016 forventes andelen at være vokset til 55 pct.," forklares det.

**Bankunionen skal styrkes - angår også ikke-medlemmer:** Der er også lagt op til en styrkelse af bankunionen med yderligere tiltag, oplyser erhvervs- og vækstministeriet i [en beskrivelse](#) af væsentlige punkter på ECOFIN's møde den 25. maj: "Det drejer sig om forslaget om en fælles indskydergaranti (EDIS) og tiltag til at reducere risici i banksektoren. Flere tiltag til risikoreduktion ventes at gælde for alle EU-lande og ikke kun medlemmer af bankunionen. Der skal også aftales en offentlig bagstopper for den fælles afviklingsfond, dvs. en permanent ordning for offentlige lån. Meningerne er delte og forhandlingerne derfor vanskelige. Formandskabets mål er, at ECOFIN den 17. juni skal vedtage en køreplan, der fastlægger, hvilke tiltag i relation til bankunionen, man skal blive enige om, og hvornår. Der er ikke lagt op til en drøftelse af køreplanen på det kommende møde, men statusdrøftelsen kan måske alligevel udvikle sig til en tidlig drøftelse af forskellige ønsker til køreplanen."

**Sjuskefejl i Nordea Realkredit:** "Finanstilsynet vurderer, at Nordea Kredits metode til overvågning af ejendomsporteføljen med henblik på at stille tilstrækkeligt med supplerende sikkerhed generelt er betryggende," hedder det i [en tilsynsredegørelse](#). Men så påpeger man alligevel en række fejl: "Der var f.eks. to sager, hvor der ikke var udarbejdet nedskrivningsberegninger uanset, at der var konstateret OIV (objektiv identifikation for værdiforringelse). I en anden sag havde restance og derved OIV ikke udløst nedskrivningsberegninger på alle kundens lån hos Nordea Kredit, men kun på det lån, som var i restance. Nordea Kredit har derfor fået påbud om sikring af opgørelse af nedskrivninger. Det er endvidere Finanstilsynets

vurdering, at Nordea Kredit i kapitaldækningen ikke i tilstrækkelig grad tager højde for, at en restance af en vis varighed er ensbetydende med, at der er indtruffet OIV. Tilsynet har endvidere konstateret, at restance hos Nordea Kredit indarbejdes i kapitaldækningen ved en manuel proces. Dette øger risikoen for fejl."

**Konkurrenceråd: Regler for offentlig erhvervsvirksomhed bør skærpes:** "Det giver ofte god mening, at staten eller kommunen er til stede på kommercielle markeder sammen med private virksomheder. Men vi skal fremadrettet minimere risikoen for, at offentlige aktører forvrider konkurrencen og dermed skader både virksomheder og forbrugerne. Konkurrencerådet ser et klart behov for at justere reglerne for offentlige aktørers prissætning, så de lever op til OECD's anbefalinger. Konkurrencerådet anbefaler en præcisering af reglerne, så flere offentlige aktører undgår at begrænse effektiv konkurrence, når de driver erhvervsvirksomhed. Anbefalingerne vedrører både prissætning, adgang, tilsyn og virksomhedernes klagemuligheder," skriver Konkurrencerådets formand Christian Schultz i forbindelse med rådets analyse [Offentlige aktiviteter på kommercielle markeder](#).

**Højesterets dommen AB Duegården ctr. Nykredit:** I dommen fra Højesteret, som kan læses [her](#) hedder det, at "Andelsboligforeningen Duegården, der ligger på Frederiksberg, traf på en generalforsamling den 4. juni 2013 beslutning om at opløse foreningen, og der blev ved samme lejlighed udpeget to likvidatorer. Likvidatorerne vurderede, at der ikke kunne gennemføres en solvent likvidation, og de indgav derfor konkursbegæring den 3. juni 2014. Duegården havde i forbindelse med foreningens stiftelse og overtagelse af ejendommen i 2007-2009 optaget realkreditlån med aftale om renteswap samt et anlægslån og en driftskredit hos Nykredit. Ved indgivelsen af konkursbegæringen var Duegårdens gæld til Nykredit større end foreningens aktiver." Som bekendt fandt Højesteret, at der ikke var grundlag for at nægte andelsboligforeningen konkurs.

STK

# Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter

## RAPPORTINDEKS

Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Til kreditorerne i Biva og Tæppeland (ny)	Cirkulærbeskrivelser	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj-16
Kromann Reumert rådgiver norsk kapitalfond i trippelopkøb i DK (ny)	Opkøb	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj-16
Novartis får medhold i ophævelsessag (ny)	Lovgivning	Plesner	Artikler	maj-16
Affalds-digitalisering volder problemer (ny)	Digitalisering	Bech Bruun	Artikel	maj-16
Lovforslag om ændring af revisorloven m.v. Vedtaget (ny)	Lovgivning	Beierholm	Nyhedsbrev	maj-16
CEO Fraud og andre former for svig mod virksomheder (ny)	IT kriminalitet	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj-16
Gunstige skatteregler for medarbejderaktier	Lovgivning	Beierholm	Nyhedsbrev	maj-16
Stadig flere danske virksomheder ønsker at outsource IT	Outsourcing	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj-16
Forbedret retssikkerhed på skatteområdet	Retssikkerhed	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj-16
Ny persondataforordning	Persondata	<b>Kromann Reumert</b>	Nyhedsbrev	maj-16
Andelsboligforening får lov til at gå konkurs	Konkurs	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Nyhedsbrev	maj-16
Gjørup-familiens ejendomsselskab gennemfører stort frasalg	Ejendomsmarkedet	Plesner	Highlight	maj-16
Ejendomsobligationer	Investering	Bech Bruun	Artikel	maj-16
Børsnoteringer: Sådan skaber vi vækst i Danmark	Børsnotering	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-16
Ny lov om betalingskonti	Lovgivning	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-16
The Danish Minister for Taxation pledges to resolve Transfer Pricing disputes faster	Transfer pricing	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	maj-16
Guldager-koncernen solgt til Capidea	Salg	Plesner	Highlight	maj-16
Jagt kan trækkes fra i skat på visse betingelser	Skat og afgifter	Bech Bruun	Artikel	maj-16
Ny lov om kollektiv forvaltning af ophavsret	Lovgivning	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	maj-16
Nyt compliance krav for danske virksomheder	CSR	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	maj-16

### Denne side er sponsoreret af:

**BEIERHOLM**  
VI SKABER BALANCE

**PLESNER**



**Gorrissen Federspiel**



Egeskov  
& Lindquist

**KROMANN  
REUMERT**

**Moalem Weitemeyer Bendtsen**

Advokatpartnerselskab

Klik på logo og få adgang til flere ressourcer...

# Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning

**Kampen om æren for DONG:** Nu har **DONG** officielt varslet sin børsnotering (med første handelsdag 9. juni), og noteringen kommer altså ikke først efter sommeren, sådan som vi tidligere har skønnet her på Økonomisk Ugebrev. Udsigten til, at DONG kan få en markedsværdi på 83,5 - 106,5 mia. kr. får igen debatten til at blusse op: Har **Goldman Sachs**, **ATP** og **PFA** fået deres aktier i DONG alt for billigt og hvorfor? Spørgsmålet er guf for medierne og tages op af politikere og kommentatorer i både [Berlingske Business](#) og [Finans.dk](#). Men underliggende anes et nok så interessant spørgsmål, om hvem der kan tage æren for den værdiskabelsen, der er sket i DONG på længere sigt, hvis udbudsniveauet ellers holder.

I koncernchef **Henrik Poulsens** udtalelser i forbindelse med noteringen anes en understregning af, at værdiskabelsen ikke mindst er sket igennem fokuseringen og den finansielle og driftsmæssige genopretning i DONG i de seneste år. [Berlingske Business](#) har imidlertid også indhentet tidligere DONG-chef Anders Eldrups noget anderledes [fortolkning](#). Han mener måske ikke så overraskende, at ikke mindst hans regeringstid i DONG har bidraget til at skabe "værdier for 100 mia. ud af ingenting." Om værdierne ligefrem er skabt ud af ingenting, kan man diskutere: Det fusionerede DONG / Elsam, havde ifølge Finansministeriets [opgørelse](#) i 2008 en samlet værdi på 49 mia. kr. og siden har andre investorer som bekendt investeret 11 mia. kr. i selskabet. Men værdiskabelsen ser alligevel ud til at blive pæn for især Goldman Sachs, ATP og PFA, uanset hvem der nu har skabt den.

**Vestas talt op:** Med et [interview](#) på nyhedstjenesten Bloomberg affødte Vestas-chef **Anders Runevad** fredag en [kursstigning](#). Pludselig kan Vestas imødesee et godt og stabilt amerikansk marked frem til 2020, hvilket ifølge Runevad slet ikke var tilfældet tidligere. For journalister er den slags scoops efterhånden svære at få, fordi børsnoterede virksomheder i almindelighed er blevet meget forsigtige med kurspåvirkende udtalelser. Spændende om fondsbørsen tager sagen op.

**Fra vores egen verden:** Samme EBITDA-overskudsgrad hos **Berlingske Media** og **JP/Politiken**. Meget tyder på, at de store mediehuse har meget svært ved at kompensere nedgangen i den traditionelle medieforretning med ny fremgang i den digitale verden. [Berlingske Media](#) fremlagde

forleden [hovedtal](#) for regnskabsåret 2015: Ud af en omsætning på 1633 mio. kr. blev EBITDA-driftsoverskud 98 mio. kr. Altså en overskudsgrad på godt seks procent. JP /Politiken anvender samme mediestrategi som Berlingske med først at fremlægge nogle få hovedtal, så interesserede ikke kan grave sig ned i tallene. Men JP/Politiken har nu løftet sløret for den fulde [årsrapport](#). Tallene viser, at mediekoncernen er ca. dobbelt så stor som Berlingske medie, med en samlet omsætning på tre mia. kr. Men EBITDA-resultatet er faldet støt de seneste år, til 201 mio. kr. Det svarer til en overskudsgrad på knap syv procent. Altså tæt på det samme som Berlingske Media. Når man nærstuderer JP/Politikens regnskab kan man godt forstå, hvorfor ledelsen er parate til at hive 800 mio. kr. op af lommen for at købe Dagbladet Børsen. JP/Politiken har frie midler ligge på hele 1,6 mia. kr. som er parate til at blive sendt på arbejde. Sidste år formåede koncernen kun at hente en forrentning på 2,5 procent af denne likviditet, svarende til 41 mio. kr. [Dagbladet Børsen](#) gav sidste år et overskud efter skat på 49 mio. kr. Med en købspris på 800 mio. kr., svarer det til en forretning fra JP/Politiken på fem procent – eller det dobbelt af i dag, med samme overskud i fremtiden. Hertil kommer naturligvis enorme synergier i salg, administration, redaktion osv – hvis altså fusionen godkendes af konkurrencemyndighederne.

MWL/MOS



Økonomisk Ugebrev  
Flash NEWS!

## Kender du Økonomisk Ugebrev Flash News?

Tilmeld dig Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! her og få nyheder gratis – hver dag

Økonomisk Ugebrev Flash NEWS! er en anderledes nyhedstjeneste. Vi dækker IKKE den almindelige konsensus nyhedsstrøm af fælles nyheder, som kommer på alle de større erhvervsmedier. Men til gengæld er vi en nyhedstjeneste med lidt mere analyse, dybde og holdning.

Vi henvender os til investorer, erhvervsfolk og ansatte i den finansielle sektor, der har internationalt udsyn og stiller krav til dybde og perspektiv.



# Global økonomi viser små lyspunkter

**Økonomisk Ugebrevs KonjunkturBarometer for den Globale Økonomi har de seneste måneder vist en positiv tendens. Og i denne opdatering af barometeret fortsætter fremgangen, så den samlede score rykker frem til et plus. Der nu grund til optimisme, selvom der fortsat er store udfordringer i både USA, Europa og Kina.**

## GLOBAL KONJUNKTUR

Seneste indikatorer for både USA's og europæisk økonomi viser fornyet fremgang. Især den amerikanske BNP vækst kan i det igangværende 2. kvartal måske nå i underkanten af tre procent efter nulvækst i 1. kvartal. Fremgangen bekræftes af en lang række indikatorer, blandt andet ISM, Conference Board og ECRI.

Mest interessante budskab er, at også europæisk økonomi igen begynder at røre lidt på sig efter en meget mat periode med ekstremt svag vækst. På overfalden ser det fortsat meget afdæmpet ud, og eksempelvis PMI fra [Markit](#) viste for hele Eurozonen i april den svageste score i 16 måneder. Markit skriver blandt andet, at det nok blive værre, før det bliver bedre med Eurozonens økonomi: "A disappointing flash eurozone PMI for May adds further to the suggestion that the robust pace of economic growth seen in the first quarter will prove temporary. The PMI is signalling lacklustre GDP growth of only 0.3% in the second quarter. "The forward-looking indicators also suggest that growth is more likely to weaken further than accelerate. Inflows of new work showed the smallest rise for nearly a year-and-a-half, while optimism about the business outlook in the service sector sank to its lowest since July 2015."

Til gengæld er indikatorerne for Europas største og vigtigste økonomi, nemlig Tyskland, umiddelbart solide. PMI indikatoren viser første fremgang i 2016:

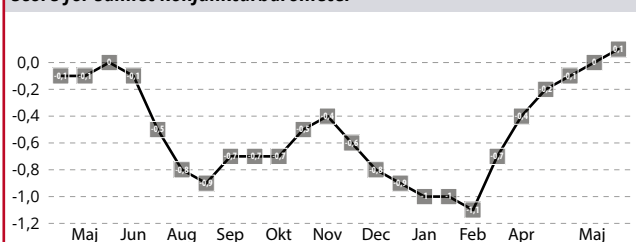
"May data signalled the first acceleration in German private sector activity growth in 2016 so far. This was highlighted by the Markit Flash Germany Composite Output Index rising from April's 53.6 to a five-month high of 54.7. Manufacturers and service providers both reported stronger growth which some survey respondents attributed to the processing of backlogs and increased new orders." Men Markit er dog også lidt skeptisk: "However, we should not be too complacent about these numbers and should instead view them with some caution. There was evidence that some companies raised activity levels in order to process backlogged work, rather than as a result of rising new business. Although new order intakes continued to increase, the rate of growth was the weakest in ten months."

Også den vigtige tyske IFO indikator har indikeret en positive vending. Fra de tyske indkøbschefer i [IFO](#) hedder det, at "in manufacturing the business climate has improved for the third consecutive time. The companies assessed their situation somewhat more favourably. Their expectations brightened noticeably, and production plans remain expansionary. A significant contribution to this improvement came from capital goods manufacturers."

MWL

## UDVIKLING I GLOBALT KONJUNKTURBAROMETER

Score for samlet konjunkturbarometer



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

## GLOBAL KONJUNKTUR BAROMETER: DE VIGTIGSTE INTERNATIONALE KONJUNKTURINDIKATORER

	Seneste	Forrige	Data for	Score	Ændring	Tendens
S&P 500 aktieindeks	2090	2070	maj	2	0	op
ISM Fremstilling, Nye ordrer	55,8	58,3	april	1	0	uænd.
Conference board LEI, Ledende indikator	123,9	123,3	april	1	1	uænd.
Conference board, Forbrugertillid Forvent.	84,7	79,9	april	-1	0	ned
CRB Raw Industrial, råvarepriser	448	451	maj	1	0	uænd.
OECD LEI, for Euroland	100,4	100,5	marts	-1	0	ned
IFO-forventninger, Erhvervstillid	101,6	100,6	maj	0	1	ned
Oliepriser (Crude)	49	41	maj	1	1	op
PMI Kina	49,7	48	april	-1	0	op
Shanghai Container Shipping index	577	526	maj	-2	0	uænd.
<b>SAMLET KONJUNKTURBAROMETER</b>				<b>0,1</b>	<b>0</b>	

Note: Forrige data er seneste offentliggørelse eller for 2 uger siden for markedtsdata.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og AktieUgebrevet

## USA's valg: Hillary er stadig storfavorit

**Det har overrasket de fleste, at republikanerne nu har overstået deres primærvalg inden demokraterne fik valgt deres kandidat, samt at en stribe nye meningsmålinger har vist dødt løb. Kan det umulige alligevel ske ved selve valget mellem de to kandidater til november, spørger Jacob Funk Kirkegaard fra Peter G. Peterson Institute For International Economics i denne kommentar.**

### MAKROKOMMENTAR

Svaret er: Nej – det er stadig altovervejende sandsynligt, at **Hillary Clinton** bliver USA's næste præsident. Der er en række årsager til, at man skal tage de seneste meningsmålinger med et gran salt. For det første nyder **Donald Trump** lige nu godt af parti-disciplinen i det Republikanske Parti, hvor en forbavsende stor del af vælgerne (hvoraf mange indædt hader Hillary Clinton) meget hurtigt har valgt at slutte op om deres kandidat.

Samtidigt har Hillary, som jo i princippet stadig kæmper med Bernie Sanders om nomineringen, ikke samme fordel, hvorfor hun i meningsmålingerne lige nu mister en stor gruppe demokrater, som stadig støtter hendes modstander. Det er imidlertid et kortvarigt problem, som givetvis vil forsvinde når Hillary Clinton senere på sommeren bliver nomineret. Til den tid vil – specielt når modstanderen er Donald Trump, langt de fleste demokrater også slutte op om deres kandidat og Hillary's meningsmålinger vil blive bedre.

For det andet er det generelt en myte, at Donald Trump ekspanderer det republikanske parti. Det er rigtigt, at langt flere end normalt har stemt ved de republikanske primærvalg og ofte på Donald Trump. Problemet er bare, at disse "nye" primærvalgs vælgere ikke er demokrater, som nu er skiftet til republikanerne. De er solide republikanske vælgere, som ved tidligere valg har stemt på Mitt Romney, John McCain eller George W. Bush. De har blot ikke deltaget i primærvalgene før i 2016, hvilket betyder at Donald Trump ikke har skaffet nye vælgere, blot været i stand til at mobilisere eksisterende republikanere tidligere end normalt.

For det tredje er demografien stadig med demokraterne, da vælgerkorpset i 2016 vil have rekordhøje andele af minoritetsvælgere, hvor Hillary Clinton har et meget stort forspring i følge meningsmålingerne. Rent faktisk er der meget, som tyder på at 2016 – netop på grund af Donald Trump – vil se rekordhøj registrering af specielt Hi-

spanics, som givet vil stemme imod Donald Trump.

For det fjerde kniber det med konsensus i toppen af det republikanske parti, hvor formanden for Repræsentanternes Hus Paul Ryan endnu ikke har givet Donald Trump sin støtte. Det skyldes givet, at han som leder af den finans- og udenrigspolitisk konservative del af republikanerne har meget svært ved at slutte op om en kandidat, som gang på gang har forkastet traditionelle konservative kerneholdninger, så som lavere skatter for de rige, lavere mindstelønninger, nedskæringer i Social Security og Medicare og en interventionsitisk udenrigspolitik.

Da Donald Trump næppe vil flytte sig ret meget på disse områder, og derfor i valgkampagnen frem til november vil fortsætte med at trække det republikanske parti væk fra dets hidtidige politiske platform, synes det givet at splittelsen kun vil blive dybere og dybere, jo tættere vi kommer på selve valgdagen. Det er derfor sandsynligt, at Donald Trump vil miste opbakning fra relativt flere konservative i november end vi idag ser det i meningsmålingerne.

For det femte er det klart, at nok har Hillary Clinton meget høj negativ ratings blandt vælgerne og stadig et problem med sine e-mails. Men på den anden side er der næppe nogen helt ukendte store skeletter i skabet for en politiker, som har været i den amerikanske offentligheds søgelys uafbrudt i 25 år. Det faktum, at Donald Trump i de seneste uger blot har genbrugt årtiers gamle beskyldninger om Bill Clinton's mange damebekendtskaber, som mudder, tyder på at republikanerne har svært ved at finde nye eksplosive forhold at angribe.

Donald Trump derimod er stadig rent faktisk et relativt ubeskrevet blad, som endnu ikke har frigivet sine seneste selvangivelser til det amerikanske skattevæsen og som byggherre i luksus- og kasinobranchen, har han muligvis været nødt til have en eller anden form for forbindelser med mafiaen i løbet af sin karriere. Der kan derfor springe en række bomber omkring personen Donald Trump i løbet af valgkampagnen, når først de dybdeborende journalister og demokraternes politiske mudderkastere går rigtigt i gang. Alene emnet vedrørende Donald Trump's manglende offentliggørelse af sin selvangivelse vil som tiden går, blive kilden til stadig mere vedvarende spekulationer. De næste fem måneders amerikanske valgkampagne bliver derfor tumult, men Donald Trump bliver – til alt held – ikke USA næste præsident.

# ECB-rentenedsættelse kommer først senere

Nordea har i deres seneste vurdering udskudt den forventede rentenedsættelse fra ECB's side. Forklaringen er først og fremmest de stigende oliepriser, der ifølge Nordeas vurdering har fjernet behovet for, at ECB kommer med flere tiltag allerede på juni-mødet i den kommende uge.

## KORT RENTE

Olieprisen er siden bundniveauet for fire måneder siden steget fra 28 USD pr. tønde og var i den forløbne uge kortvarigt over 50 USD pr. tønde. Det er dermed en stigning på næsten 80 procent fra bundniveauet. Dermed er råolieprisen nu oppe på samme niveau som i perioden fra slutningen af august sidste år og frem til november, hvor det store prisfald satte ind.

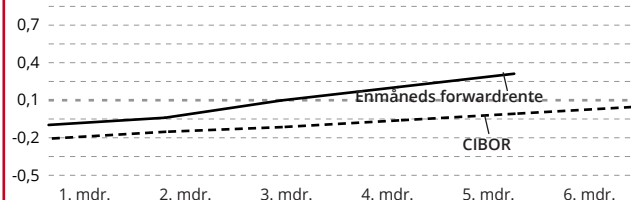
Holder prisen sig uændret, så vil prisfaldseffekten på inflationstallene være elimineret om tre måneder, og derefter vil olieprisen faktisk påvirke inflationstallene i opadgående retning. Det er vel at mærke under forudsætning af en uændret råoliepris fra nu af. Ifølge Nordea betyder den ændrede oliepris, at inflationsforventningerne nu får et skub opad. Således forventer Nordea nu, at inflationen i 2018 vil komme op på 2,0 procent mod en forventning i marts om en inflation på 1,6 procent i 2018.

Nordea har dog ikke aflyst lavere renter fra ECB's side, men har nu skubbet den forventede nedsættelse på ti basispoint til efteråret. Allerede tirsdag kommer der foreløbige inflationstal for maj måned, og her forventer Nordea fortsat, at den samlede inflation vil være negativ med -0,1 procent. Risikoen ifølge Nordeas vurdering er – afhængig af Draghis udmelding – at markedet vil reagere ved at sende renterne opad og, at valutamarkedene som reaktion igen vil handle EUR stærkere. Det vil ikke være noget der vil passe ECB godt.

Dermed er forventningerne til europæisk aktion på pengepolitikområdet her og nu afdæmpede. Også for FED's vedkommende er den generelle vurdering, at der næppe kommer en renteforhøjelse her i juni. Det hænger bl.a. sammen med, at det vil være lige inden den britiske EU-afstemning og dermed anses for usandsynligt. Men Nordea forventer, at den kommende amerikanske arbejdsmarkedsrapport vil vise ny styrke, selvom den vil være påvirket af strejke på et område. Trods dette venter Nordea en stærk rapport, som vil være med til at underbygge en kommende renteforhøjelse fra FED's side.

Ejlif Thomsen

## KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



Note: CIBOR er den faktiske rente, mens forwardrenterne er de indbyggede markedsforventninger til enmånedsrenten.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

## FRA-SATSER

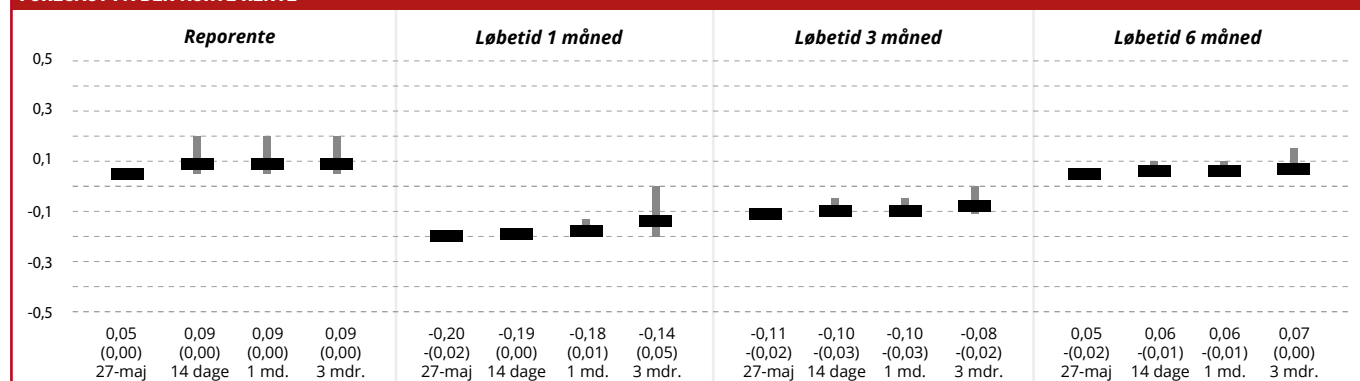
### Rentesats i procent

Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
Jun/16	-0,14/09	0,03/05
Sep/16	-0,14/09	0,03/05
Dec/16	-0,12/11	0,03/05
Mar/17	-0,11/1	0,04/06

Note: Ud for Jun/16 3 mdr. står -0,14/06. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,1 pct. fra Jun. 16 til Sep. 16. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -009 pct. fra Jun. 16 til Sep. 16.

Kilde: Spar Nord

## FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



Forklaring: Forventninger til Nationalbankens repo-rente og til renten på interbank pengemarkedet. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank

# Sløj dansk økonomi – uændret lang rente

**Handelsbanken har særdeles afdæmpede forventninger til danske økonomi. Cheføkonom Jes Asmussen fra Handelsbanken forventer, at de danske BNP-tal for første kvartal vil vise et direkte fald på 0,2 procent i forhold til fjerde kvartal, og at årsvæksten vil vise -0,3 procent.**

## LANG RENTE

Det er bl.a. det sløje privatforbrug, der trækker nedad. Det, der har overrasket i lang tid er, at til trods for en sløj BNP-udvikling, så er arbejdsløsheden faldet og faldet. Her forventer Jes Asmussen, at tallene for april vil vise en uændret ledighed på 5,3 procent. Disse forventninger betyder, at Handelsbanken vurderer at regeringens vækstsikringsplan er for optimistiske. De viser en stigning i BNP i år på 1,1 procent og næste år på 1,7 procent.

Med forventning om negativ BNP-udvikling i første kvartal vurderer Handelsbanken, at det er så godt som umuligt at nå det skøn for den samlede vækst i år, som regeringen har. Det vil ifølge Handelsbankens beregning kræve, at kvartalsvæksten de kommende tre kvartaler skal ligge markant over gennemsnittet for de seneste 25 år. Jes Asmussen

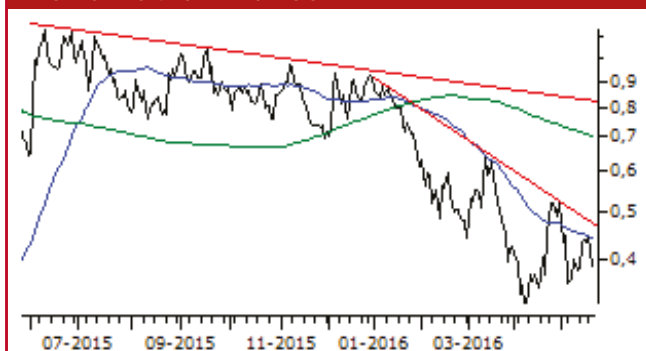
tror, den samlede vækst i år lander på særdeles beskedne 0,25 procent. Forklaringen på, at arbejdsløsheden har udviklet sig så positivt samtidig med at væksten er væk er som bekendt en meget ringe udvikling i produktiviteten, og det anerkender regeringen da også. Når det gælder de lange renter forventer Handelsbanken et uændret niveau det komme halve år – både for tyske og danske statsrenter. Det betyder, at vi skal helt hen i første kvartal 2017 før Handelsbanken ser den danske tiårige rente på et niveau over en halv procent. Handelsbanken forventer, at rentespændet mellem Danmark og Tyskland forbliver uændret på 25 basispoint.

## Teknisk analyse på danske statsrenter

Rentestigningen fra 0,36 procent nåede denne gang toppen i 0,45 procent den 23. maj, og dermed endte endnu en rentetop under den faldende vandrette linje, som kan tegnes gennem rentetoppene i hele 2016. Først ved en stigning forbi denne linje (som p.t. ligger i 0,47 procent) kan en rentestigning betragtes som holdbar.

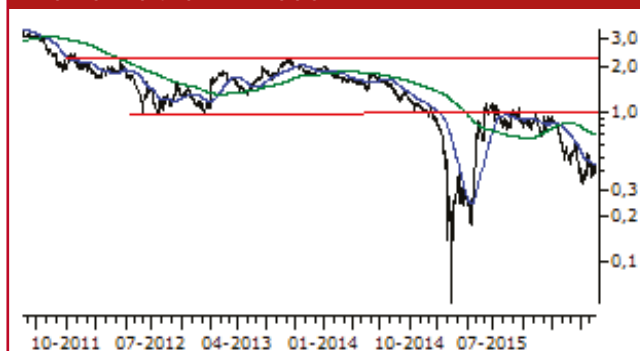
**Ejlif Thomasen**

DANSKE STAT 3% 2021 – KORT SIGT



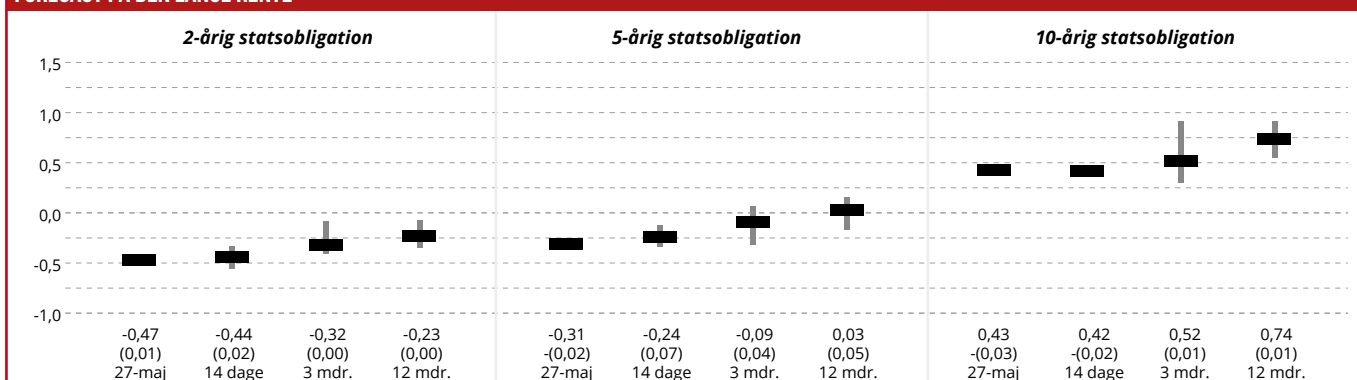
Kilde: BCVIEW

DANSKE STAT 3% 2021 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

## FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 2,5 pct. 2016, 4 pct. 2019 og 1,75 pct. 2025. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed, og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank

# GBP har hentet seks procent siden bunden

**Der er stadig forholdsvis beskednen afstand mellem ja- og nejsiden, når det gælder meningsmålinger om den britiske EU-afstemning.**

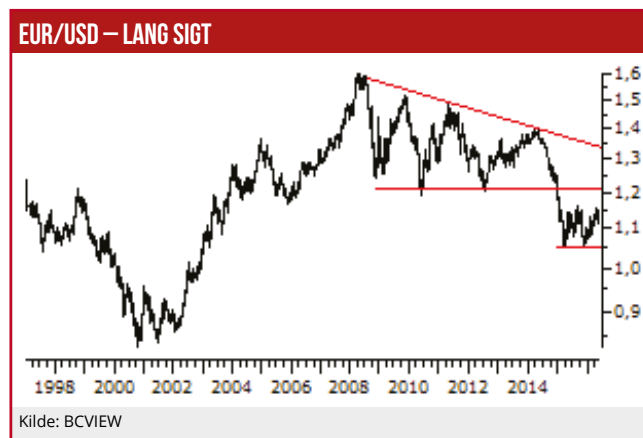
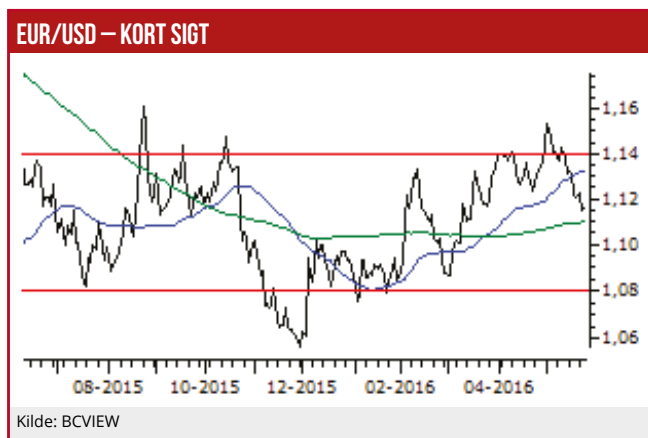
**VALUTA** De fleste målinger viser nu et flertal for at forblive medlem af EU, og noget tyder på at valutamarkedene et stykke ad vejen har taget forskud på, at det også bliver resultatet af afstemningen den 23. juni.

Den 7. april blev GBP handlet til 9,16 GBP/DKK, og siden er prisen for GBP steget til nu omkring 9,75 GBP/DKK eller godt seks procent. Det betyder, at det nu er blevet både billigere og mere attraktivt at afdække risikoen i tilfælde af, at afstemningen ender med en udtræden af EU. Jyske Bank vurderer, at en udtræden vil kunne få GBP til at styrtdykke til niveauet 8,40-8,70 GBP/DKK og det svarer til et kursfald på mellem 11 og 14 procent. Omvendt ser

Jyske Bank kun et potentiale på tre-fem procent på tre og seks måneders sigt opad, hvis afstemningen ender med en forbliven i EU. Det viser, at markedet ret langt hen ad vejen allerede har indregnet at afstemningen bliver et ja til at forblive i EU.

Jyske Bank anbefaler forskellige optionsstrategier til afdækning af risikoen. Har man som virksomhed indtægter i GBP anbefaler Jyske Bank en kombination, hvor man køber en put-option med strike ca. en halv procent under terminskursen og til gengæld sælger det dobbelte i form af en call-option med samme strike. Her vil virksomheden være sikret afregning på kun en halv procent under terminskursen, og hvis afstemningen ender med et fortsat EU-medlemskab vil virksomheden få fordel af en stigende GBP-kurs, så længe den ikke kommer over 10,50 GBP/DKK.

**Ejlif Thomasen**



FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER						
	Aktuelle kurs	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr.	
	27-05-2016	1 måned	3 måneder	6 måneder	Inkl. termin	
EUR	7,44	7,44	7,45	7,45	7,43	
GBP	!	9,73	(7,44-7,44)	(7,44-7,46)	(7,43-7,46)	9,70
SEK	!!!	0,80	9,68	9,76	9,96	0,80
			(9,6-9,77)	(9,61-9,94)	(9,61-10,5)	
NOK	!	0,80	2,30	2,02	0,82	0,80
			(0,79-6,8)	(0,79-6,85)	(0,8-0,84)	
CHF	!	6,72	0,80	0,80	0,81	0,80
			(0,78-0,81)	(0,78-0,81)	(0,78-0,84)	
PLN	!	1,69	6,78	6,76	6,69	6,73
			(6,7-6,95)	(6,66-6,96)	(6,6-6,77)	
USD	!!!	6,65	1,72	1,73	1,74	1,69
			(1,7-1,73)	(1,69-1,75)	(1,69-1,76)	
JPY	!!	6,07	6,67	6,78	6,90	6,60
			(6,61-6,76)	(6,43-7,45)	(6,52-7,84)	
(X100)			5,96	5,96	6,13	0,06
EUR/USD	!!!	1,12	1,12	1,10	1,08	1,13
			(1,1-1,13)	(1-1,16)	(0,95-1,14)	

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Note: Udråbstegnene angiver graden af usikkerhed. !!! udtrykker største usikkerhed. Øverste kurs ved hver valuta er gennemsnittet af panelets forventninger

Tallene i parentes angiver laveste og højeste forecast. Terminstillægget i sidste kolonne er gennemsnit for køb og salg.

- Panelet består af:
- Alm. Brand Markets
  - Danske Markets
  - Handelsbanken Markets
  - Nordea Markets
  - Nykredit Markets
  - Saxo Bank
  - Sydbank

## FINANSKALENDER

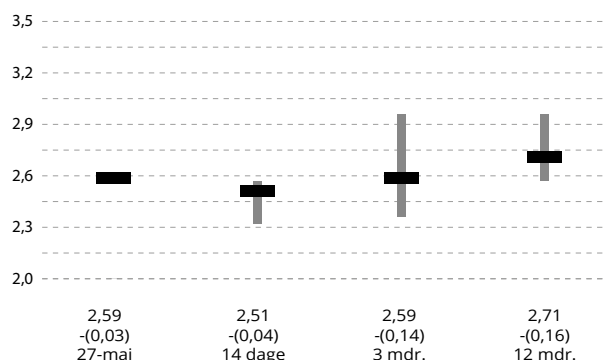
Vigtige begivenheder på finansmarkedet - 30. maj - 5. juni

Land	Begivenhed	Est. (Seneste)	Offentliggørelse
Tyskland	Detailsalg	0,9 pct. (-1,4 pct.)	30. maj
Tyskland	Forbrugerpriser	0,3 pct. (-0,4 pct.)	30. maj
Frankrig	BNP, andet estimat	(0,5 pct.)	30. maj
Eurozonen	Economic Sentiment Indikator	104,4 (103,9)	30. maj
Eurozonen	Erhvervstillid	(0,13)	30. maj
Eurozonen	OECD Economic Outlook	-	30. maj
Japan	Industriproduktion	(3,8 pct.)	31. maj
Eurozonen	M3 Pengemængdevækst	5,0 pct. (5,0 pct.)	31. maj
USA	Privatforbrug	0,4 pct. (0,4 pct.)	31. maj
USA	PMI Chicago	51,0 (50,4)	31. maj
USA	Forbrugertillid, Conference Board	96,2 (94,2)	31. maj
Kina	PMI Fremstilling	50,0 (50,1)	1. juni
UK	PMI Fremstilling	(49,2)	1. juni
USA	ISM Fremstilling	50,6 (50,8)	1. juni
USA	Fed Beige Book	-	1. juni
Eurozonen	ECB Rentemøde	-0,40 pct. (-0,40 pct.)	2. juni
USA	ADP Beskæftigelsesændring	178.000 (156.000)	2. juni
USA	NonFarm Payrolls	170.000 (160.000)	3. juni
USA	Industriordrer	0,5 pct. (1,5 pct.)	3. juni

Note: Alle ændringer i procent er, medmindre andet er angivet, på årsbasis samt sæsonkorrigerede.

Kilde: Alm. Brand

## 30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

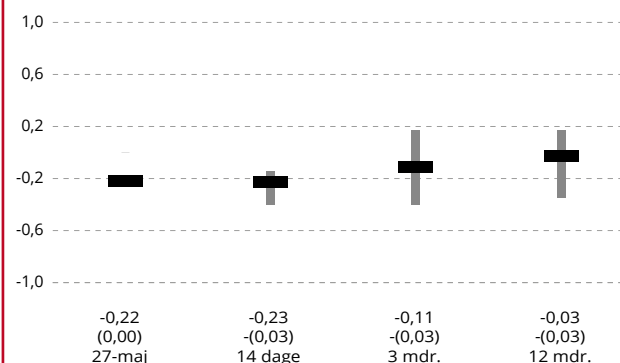


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. apr. 2017 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

## ETÅRIG FLEXLÅN®



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. apr. 2017 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

Panelet består af: Alm. Brand Markets, Danske Markets, Handelsbanken Markets, Nordea Markets, Nykredit Markets og Sydbank.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

### Økonomisk Ugebrev Finans/CFO Udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S  
 Pilestræde 34, 4. sal, 1147 København K  
 CVR-nr: 31760623  
 Redaktionens tlf. 70 23 40 10  
 Hjemmeside: [www.ugebrev.dk](http://www.ugebrev.dk)  
 E-mail: [kontakt@ugebrev.dk](mailto:kontakt@ugebrev.dk)

**Abonnement:** Helår 5.995 kr. Halvår 3.600 kr. eks. moms  
[kontakt@ugebrev.dk](mailto:kontakt@ugebrev.dk), 70 23 40 10

**Annoncesalg**  
 NICHEUSET  
 Bredgade 23  
 1260 København K

T 35 35 10 10  
[hej@nicheuset.dk](mailto:hej@nicheuset.dk)  
[www.nicheuset.dk/ugebrev](http://www.nicheuset.dk/ugebrev)



**Ansvh. chefredaktør:** Morten W. Langer

**Adm. direktør:** Per Pedersen

**Redaktion:** Ejlf Thomasen, Peder Bjerger, Carsten Vitoft, Morten Sørensen, Sten Thorup Kristensen, Lars Abild, Joachim Kattrup, Bruno Japp, Hugo Gaarden, Peder Bjerger, Peter Aabo

**Redigering og layout:** Henrik Skovgaard Lauritsen

**Grafik og Research:** Benjamin Kjærgaard Hansen, Maria Nørgaard Langer, Henrik Skovgaard Lauritsen, Eva Josephine Busck Fensvig, Sofie Aabo Olsen

ISSN 1903-8666

**Bogholderi:** Jørgen Olsen, [jol@mm.dk](mailto:jol@mm.dk)

**Kopiering eller videresendelse ikke tilladt**