



NINA SMITH AFVISER AL DEBAT OM ALTERNATIV TIL BØRSNOTERING

Medlemsdemokratiet i Nykredit har ekstremt svære kår. For en uge siden fremlagde en ekspert en ny model til at løse Nykredits teoretiske kapitaludfordring, som også vil være langt billigere for låntagerne. Ledelsen afviser al debat om den. *Side 03*

MIFID2: NORDEA OMGÅR PROVISIONSFORBUD

Flere danske banker, med Nordea i spidsen, omgår det nye forbud mod at modtage provisioner fra investeringsforeninger i forbindelse med porteføljepleje. Kunder går glip af en besparelse på op mod 1,9 mia. kr.

Side 04

NYHEDSANALYSER

- 03** Smith afviser al debat om alternativ til børsnotering
- 04** Mifid2: Nordea omgår provisionsforbud
- 05** Vestjysk Bank investorgruppe har allerede tjent 3 mia. kr.
- 06** Forsikringsbosser vakler i Qudos-sagen
- 07** Her er Danmarks bedste Bestyrelsesformænd
- 08** Uventede prisfald presser store selskaber
- 09** Ny Nilfisk-chef satser hårdt lige før aktiesplit
- 10** Kurshop ved CEO-skifte er oftest et godt varsel

TEMA: TOP 25 BUSINESS ANGELS

- 12** Business Angels har travlt med opkøb

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 14** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 15** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 16** Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning
- 17** Global økonomi taber momentum
- 18** Stadig langt fra gennembrud i Brexit-forhandling

MARKEDSOVERVÅGNING

- 19** Udsigt til amerikansk renteforhøjelse til december
- 20** Nordkorea påvirker stadig renten
- 21** Riksbanken venter tilbagefald i inflationen
- 22** Finans- og boligkalender



Qudos gør forskringsdirektører nervøse efter "Husejernes": Tivlen nager i forsikringsbranchen omkring Qudos. Brancheforeningen og Finanstilsynet synes at tale forbi hinanden.... **Side 06**

Vestjysk Bank investorgruppe har allerede tjent 3 mia.: Konsortiet, der købte statens aktiepost på 82 procent af aktiekapitalen i Vestjysk Bank til én krone pr. aktie, har foreløbig scoret tre mia. kr. i gevinst... **Side 05**

Ny topchef for Nilfisk satser hårdt lige før aktiesplit: Efter en måned skruer den nye topchef op for Nilfisks ambitioner. Nilfisk bliver selvstændigt børsnoteret i oktober og skal nu præstere væsentligt bedre end tidligere... **Side 09**

Uventede prisfald presser Danmarks største: Mange store erhvervsvirksomheder er de seneste måneder blevet ramt af uventet stærke prisfald i deres markeder, selv om den globale økonomisk vækst er taget i 2017... **Side 08**



SMITH AFVISER AL DEBAT OM ALTERNATIV TIL BØRSNOTERING

Medlemsdemokratiet i Forenet Kredit har ekstremt svære kår. For en uge siden fremlagde en ekspert en ny opsigtsvækkende model, der kan løse Nykredits mulige fremtidige kapitaludfordring, som alternativ til en børsnotering. På et møde i repræsentantskabet torsdag blev al debat om modellen fejlet af bordet, og intet tyder på, at ledelsen vil inddrage den nye model i overvejelserne.

ANALYSE

En aktionærforeningsmodel i stedet for en børsnotering. Det var det opsigtsvækkende og gennemarbejdede forslag, der for en uge siden kom frem i et forskningspapir fra Aarhus Universitet, udarbejdet af den anerkendte forsker og ekspert i den danske finanssektor, **Johannes Raaballe**. Men alt tyder på, at **Nykredits** topledelse med **Nina Smith** i spidsen forsøger at lukke af for enhver debat om alternativet til en børsnotering.

Medlemmer af foreningen **Nykredits** repræsentantskab har netop efterlyst, at **Nykredits** ledelse forholder sig til den nye model, fordi det måske kan være en langt bedre løsning for låntagerne end en børsnotering. Blandt andet har formanden for **Landbrug & Fødevarer** i Økonomisk Ugebrev givet udtryk for, at det er en model, der bør undersøges nærmere.

IKKE FREMLAGT I REPRÆSENTANTSKABET

Også repræsentantskabsmedlem **Ole Roed-Jensen** har ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger bedt formanden for **Forenet Nykredit**, professor **Nina Smith**, om at forholde sig til den alternative model. Men intet tyder på, at hun er indstillet på overhovedet at se på, om modellen kunne være en bedre løsning end en børsnotering.

Afvisningen sker til trods for, at flere økonomer har peget på, at man med fordel kan udnytte det pusterum, der er i disse år, dels fordi der ikke er kommet nogen af de frygtede Basel-krav, og dels fordi indtjeningen i **Nykredit** har været så stor, at ledelsen allerede har fået opfyldt de krav, man tidligere havde til egenkapitalen ved indgangen af 2019.

Nu peger også professor **Ken Bechman** fra **CBS** på, at man bør tænke sig godt om inden en børsnotering. "En børsnotering er en meget stor beslutning for en virksomhed. Derfor er det helt essentielt, at det sker på et gennemanalyseret grundlag. De oprindelige argumenter for

at børsnotere **Nykredit** er ikke så presserende længere. **Nykredit** har jo selv for nylig udtalt, at de ikke har travlt. Det virker derfor helt oplagt at slå lidt koldt vand i blodet og bruge den fornødne tid til at få alle udestående spørgsmål besvaret grundigt," siger **Ken Bechman**.

Men foreløbig har repræsentantskabet ikke fået forelagt noget materiale eller beregninger. Det gælder vedrørende en eventuel børsnotering, og det gælder udformningen af en kommende kundekronemodell, der er koblet sammen med en eventuel børsnotering.

Tværtimod er der lagt op til en lynbeslutning i repræsentantskabet om børsnoteringen allerede i november. Selvom det havde været helt oplagt at drøfte den nye model på det netop overståede repræsentantskabsmøde torsdag i den forløbne uge, skete det ifølge Ugebrevets oplysninger ikke. Økonomisk Ugebrev erfarer således, at dirigenten på mødet lukkede helt af for debat om børsnotering og henviste til det planlagte møde i november. Ifølge Ugebrevets oplysninger er det samme møde, som der forventes at munde ud i en vedtagelse af en børsnotering.

EJERENS OPGAVE

Forenet Kredit, der jo ejer **Nykredit**-koncernen, svarer i første omgang på spørgsmål fra Økonomisk Ugebrev ved at henvise til presseudtalelser fra netop **Nykredit**-koncernen. Det er ellers netop ejeren, der står med overvejelserne, men alligevel henviste man altså til det selskab, man som ejer overvejer at børsnotere. I anden omgang lod **Nina Smith** **Forenet Kredit**s pressemand formidle hendes svar på Økonomisk Ugebrevs spørgsmål.

Vi har spurgt **Nina Smith** "om **Forenet Kredit** vil undersøge - og fremlægge resultater af en sådan undersøgelse - om **Raaballes** model - eller en justeret version af modellen - vil kunne erstatte en eventuel børsnotering." **Nina Smith** har via presseafdelingen henvist til et svar fra **Nykredit**-koncernen, som hun oplyser, at hun er enig i: "Vi har svært ved at se, at den model, der præsenteres, vil kunne implementeres i virkeligheden - og det vil også være vanskeligt at gøre på lovlig vis," lyder det. **Nina Smith** og foreningen har altså tilsyneladende outsourcet foreningens synspunkter til ledelsen i det selskab, som skal børsnoteres, men som altså ikke er endelig ejer. Læs resten af artiklen [her](#).

Ejlif Thomasen

MIFID2: NORDEA OMGÅR PROVISIONSFORBUD

Flere danske banker, med Nordea i spidsen, omgår det danske forbud mod at modtage provisioner fra investeringsforeninger i forbindelse med porteføljepleje. I stedet har de i al diskretion indført andre store omkostninger i et sådant omfang, at det reelt er blevet dyrere at få forvaltet sine penge gennem porteføljeplejeordninger. Omgåelse af provisionsforbuddet møder hård kritik fra eksperter. Finanstilsynet bør undersøge sagen, mener Forbrugerrådet.

ANALYSE

Investorer med en porteføljeplejeaftale i Nordea, Sparinvest eller Bankinvest, gør klogt i at kigge deres omkostninger igennem en ekstra gang. Fra første juli i år blev det forbudt bankerne at modtage provisioner fra investeringsforeninger i forbindelse med porteføljeplejeordninger. I stedet skal kunderne have tilsendt en regning med moms for særskilt rådgivning. Investorerne har så haft en berettiget forventning om, at omkostningerne i investeringsforeningen falder.

Men i mange tilfælde er omkostningerne slet ikke faldet lige så meget, som bortfaldet af provisionen tilsiger, viser Økonomisk Ugebrevs kortlægning af bankernes praksis.

HØJERE OMKOSTNINGER

Nordea Invest har som mange andre investeringsforeninger nu flere fonde uden provisioner, som benyttes i porteføljepleje. Provisionen, som tidligere dækkede betaling for rådgivning, skal i stedet opkræves direkte hos kunden. Men alligevel er disse fonde dyrere end de fonde i Nordea Invest, hvor der faktisk indgår provisioner, og dermed er betalt for rådgivning

Ved årets begyndelse var de samlede ligevægtede omkostninger i Nordea Invest 1,31 procent af formueværdien. Første juli, hvor forbuddet mod provisioner trådte i kraft, var omkostningerne i de fonde, hvori der indgår provision, faldet til 1,25 pct. Men i de tilsvarende fonde uden provisioner er omkostningerne nu 1,26 pct., og dermed højere – og altså meget tæt på det oprindelige, viser en gennemgang af udviklingen i de danske investeringsforeningers omkostningsniveau, analysefirmaet Morningstar har udarbejdet for Økonomisk Ugebrev.

Direktør i Nordea Invest Eric Christian Pedersen vil ikke umiddelbart kommentere på, hvorfor priserne er hø-

jere i fonde uden provision end i fonde med provision. "Svaret er jo, at dét er der ikke nogen særlig grund til. Priserne i dag reflekterer bare, hvad de enkelte fonde hver især kostede før, og så mekanikken i, at vi fjerner provisionen og sætter prisen ned tilsvarende," siger han.

Økonomisk Ugebrev har forelagt analysen for flere eksperter, og deres kritik af de store omkostninger er hård og kontant. "Ingen havde vel forestillet sig, at pengeinstitutterne ville give afkald på så meget indtjening. Der bliver tænkt kreativt, og så er alt indtil videre ved det gamle," siger Carsten Tanggaard, professor ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet. Troels Hauer Holmberg, Seniorøkonom i Forbrugerrådet Tænk, er endnu mere kritisk. "Efter min mening er der tale om massiv omgåelse af investeringslovgivningen. Jeg håber, at Finanstilsynet sætter en stopper for det. Det er en hån mod danske politikere og forbrugere," siger han.

I seneste udgave af Økonomisk Ugebrev påviste analysen fra Morningstar, at omkostningerne i de danske investeringsforeninger burde være faldet med ca. 2,5 mia. kr., efter at provisionsbuddet trådte i kraft. Det skete ikke. Omkostningerne faldt kun med 600 mio. kr., og dermed ca. 1,9 mia. kr. mindre end det forventede. Altså penge, som danske opsparere går glip af.

RENE LINJER I DANSKE BANK

Nordeas fortsatte høje omkostninger står i skærende kontrast til Danske Bank. I Danske Invest udgjorde de samlede ligevægtede omkostninger ved årets begyndelse 1,13 pct. Første juli var omkostningerne i de fonde, der indeholder provision, steget marginalt til 1,2 pct., mens omkostningerne i de tilsvarende provisionsfrie fonde var faldet til 0,67 pct. "Det er også et fald, man bør forvente. Tidligere udgjorde provisionerne omtrent halvdelen af omkostningsprocenterne, så når provisionerne bortfalder, bør omkostningerne også falde til det halve," siger Nikolaj Holdt Mikkelsen, chefanalytiker hos Morningstar.

"Problemet er ikke om omkostningerne er høje eller lave. Spørgsmålet er, om de er markedsbestemte. Det tror jeg ikke, de er. Konkurrencen på dette område er simpelt hen nærmest ikke eksisterende," siger Carsten Tanggaard.

Henrik Denta

Læs resten af artiklen [her](#), blandt andet om Spar Invest og BankInvest.

VESTJYSK BANK INVESTORGRUPPE HAR ALLEREDE TJENT 3 MIA. KR.

Konsortiet bag købet af statens aktiepost på 82 procent af aktiekapitalen i Vestjysk Bank til én krone pr. aktie har foreløbig scoret 3 mia. kr. i gevinst. Aktien er umiddelbart rasende dyr. Men en "skjult" pengekasse på 3 mia. kr. kan forløses ved bedre danske konjunkturer. Danskere med beviser i investeringsforeningen Maj Invest Danske Aktier får del i gevinsten.

ANALYSE

Opsparere med investeringsbeviser i investeringsforeningen Maj Invest Danske Aktier er blandt de få danskere, som har fået kontant udbytte af, at staten solgte sin ejerandel på 82 procent i Vestjysk Bank for en slik for nogle måneder siden. Økonomisk Ugebrev har [tidligere påpeget](#), at brandudsalget kostede staten og de danske skatteydere et milliardtab på grund af en alt for lav salgspris. Og det er det, man nu kan begynde at aflæse i afkastene hos de professionelle investorer, som købte statens aktier.

GEVINST PÅ 400 PCT.

Det finansielle konsortium bestående af blandt andet Nykredit, Maj Invest, Arbejdernes Landsbank, AP Pension og Novo har for 745 mio. kr. købt statens aktiepost, som nu har en aktuel børsværdi på 3,7 mia. kr. Den igangværende emission slutter om få dage. Investeringsforeningen Maj Invest Danske Aktier købte for ca. 8 mio. kr. Vestjysk Bank-aktier. Og de er nu vokset til knap 40 mio. kr. Altså en gevinst på 32 mio. kr., eller 400 procent på få måneder.

Konkret har det for Maj Invests afdeling med danske aktier betydet, at den ligger klart i front med bedste afkast i år blandt de 34 afdelinger med danske aktier – med et årsafkast på 25 procent. I den seneste opgørelse fra 31. juli udgjorde Vestjysk Bank-posten knap 6 procent af foreningens formue, svarende til knap 20 mio. kr. Siden er børskursen næsten fordoblet fra 2,7 kr. til 5,0 kr., hvorved bankaktien nu udgør ca. 37 mio. kr., eller 10 procent af formuen.

Alene investeringen i Vestjysk Bank har bidraget med en afkastgevinst på ca. 10 procentpoint, og uden denne ekstra gevinst var afdelingen landet betydeligt længere nede ad Morning Stars rangliste over bedste afkast. Nogle af de andre investeringsforeninger mener, at Maj Invest har scoret

førertrøjen på et tvivlsomt grundlag, fordi de ikke selv har haft mulighed for at købe billige Vestjysk Bank-aktier.

Hertil siger Maj Invests aktiechef for danske aktier, Keld Henriksen: "Andre har ikke haft samme fordel. Enten fordi de ikke fik budet, eller fordi de takkede nej til at gå videre i processen. Vi har ingen viden om, hvor mange af vore konkurrenter der endte med at kigge på casen, og heller ikke hvor i fasen de valgte at stå ud – tidligt eller sent. Men alle havde trods alt muligheden for at lægge et stykke arbejde i det og se, om man ikke kunne samle et konsortium sammen og komme op med et bedre bud, end vores konsortium kunne."

Umiddelbart ser Vestjysk Bank-aktien ekstremt dyr ud på traditionelle nøgletal, så spørgsmålet er, om den almindelige forvirring omkring aktietegningen og prisen på tegningsretter har været med til at holde aktiekursen oppe.

Ud fra en traditionel værdiansættelse efter indre værdi er aktien meget dyr. Efter kapitalforhøjelsen er bankens bogførte egenkapital 2,24 mia. kr., med knap 900 mio. aktier i omløb. Med den aktuelle børskurs på ca. 5 kroner vil børsværdien blive ca. 4,5 mia. kr. svarende til 2,0 gange egenkapitalen. Det er markant mere end andre bankaktier, eksempelvis Nordjyske Bank på 0,75 gange indre værdi og Spar Nord på 1,16 gange indre værdi.

MULIGHED FOR TILBAGEFØRSLER

Groft sagt er Vestjysk Bank-aktier ud fra denne målemetode dobbelt så dyre, som de burde være. Jokeren er bankens skjulte "reserve", de såkaldte akkumulerede tabshensættelser på usikre udlån på 3 mia. kr., som teoretisk kan tilbageføres, hvis de usikre udlån udvikler sig til at blive mere solide udlån.

Netop tilbageførsel af tidligere hensættelser har givet ekstra plusser i de fleste andre bankregnskaber de seneste kvartaler. Hvis blot én af de 3 mia. kr. tilbageføres over de kommende år, blandt andet på grund af bedre tider i landbruget, betyder det, at egenkapitalen øges til 3,2 mia. kr. Og det vil nedbringe børsværdien til 1,4 gange egenkapitalen.

Det er stadig dyrt, men ikke overdrevent dyrt, på grund af bankens gode lønsomhed.

MWL

FORSIKRINGSBOSSEER VAKLER I QUDOS-SAGEN

Tvilen er nu rykket helt ind i bestyrelseslokalerne i de største danske forsikringsselskaber: Skal de stoppe samarbejdet med kriseramte Qudos, inden det er for sent? Samtidig synes sektorens egen brancheforening og Finanstilsynet at tale forbi hinanden om situationen omkring Qudos.

ANALYSE

Aktuelt hersker der dyb forvirring om den økonomiske situation i **Qudos**, og om de konsekvenser, der kan være ved fortsat at henvise kunder til forsikringsselskabet. Store danske forsikringsselskaber, som **Tryg, IF, Alm. Brand** og **Lærerstandens Brandforsikring**, fortsætter samarbejdet med Qudos, mens andre selskaber, som **Alka**, vurderer, at situationen allerede er så alvorlig eller usikker, at de har stoppet samarbejdet med Qudos.

Selv i brancheforeningen **Forsikring & Pension** har man svært ved at få ordentlige informationer, så man kan rådgive medlemmerne.

”Vi ved faktisk ikke meget om situationen i Qudos, og det er derfor svært for os at anbefale vores medlemmer noget som helst. Vi får ikke ret meget information fra **Finanstilsynet**, og det gjorde vi heller ikke omkring **Husejernes Forsikring**. Det seneste, vi har hørt fra tilsynet er, at de har styr på udviklingen i Qudos,” siger underdirektør **Hans Reymann-Carlsen**.

TAVSHEDSPLIGT I TILSYNET

Men den form for garantier afviser man fra Finanstilsynets side nogensinde at have givet om situationen i Qudos. Fra vicedirektør **Jan Parner** lyder det: ”Jeg kan oplyse, at Finanstilsynet grundet tavshedspligten ikke udtaler sig om enkeltvirksomheder under tilsyn, og ej heller udsteder garantier på selskaber. Af samme grund vil jeg gerne gøre det klart, at sætningen ”at I har fortalt dem (F&P), at der er styr på situationen i forsikringsselskabet Qudos” i din mail faktisk ikke er korrekt,” skriver han i en mail til Økonomisk Ugebrev.

Netop grundet tavshedspligten vil Jan Parner ikke udtale sig yderligere om tilstanden i Qudos. Men det efterlader hele forsikringsbranchen i en situation, hvor nogle altså ikke tør være med længere, mens andre ser tiden an. Det fremgår af et rundspørge, som Økonomisk Ugebrev har foretaget i sektoren.

Baggrunden er, at alarmsignalerne er ildrøde omkring Qudos – særligt grundet de nylige erfaringer med Husejernes Forsikring, der også solgte ejerskifteforsikringer i Danmark. Ikke mindst ejendomsmæglerne og advokater mærkede det dengang, da det er dem, der har kontakten til kunderne, når de køber hus. **Danske Boligadvokater** advarer nu kunderne.

”Vi har oplyst om situationen til vores medlemmer, og personligt fortæller jeg alle kunderne, at Qudos er under skærpet tilsyn. Stort set uden undtagelse ender det med, at kunden så indhenter et andet tilbud. Det er også den fornemmelse, jeg har hos vores medlemmer,” siger formand **Jan Schøtt-Petersen**.

To af Danmarks største kæder – **EDC** og **Home** – har netop advaret kæderne om situationen, og Økonomisk Ugebrev erfarer, at salget af Qudos-forsikringer også her er gået helt i stå.

HUSEJERNES-SAG SKRÆMMER

Men det kan ende endnu værre for forsikringsselskaberne, hvis Qudos ikke klarer skærene. Først og fremmest kan konsekvenserne ramme helt op i direktionlokalerne, som beskrevet i seneste udgave af Økonomisk Ugebrev. Her fremgik det, at den tidligere bestyrelsesformand i Husejernes Forsikring – **Jens Erik Christensen** – er af Finanstilsynet blevet frataget retten til at sidde i finansielle bestyrelser i fem år.

Den afgørelse hviler på, at han burde være stoppet med at sælge ejerskifteforsikringer allerede inden Finanstilsynet gav påbud. Det er noget, der nu diskuteres flittigt i flere bestyrelser, da Finanstilsynet dermed også gjorde det klart, at andre alarmsignaler også skal følges.

Men der er også en anden lære fra konkursen i Husejernes Forsikring. Lige nu undersøges ejendomsmæglerne af et af Danmarks største advokatfirmaer for deres ansvar i denne sag. Mon ikke der vil blive et lignende krav om sådan en undersøgelse, hvis det galt for Qudos? Og så er det pludselig forsikringsselskaberne, der skal undersøges.

Carsten Vitoft

Læs resten af artiklen [her](#).

HER ER DANMARKS BEDSTE BESTYRELSIFORMÆND

I Økonomisk Ugebrevs årlige rating af landets bedste bestyrelsesformænd er der tre højdespringere: **Jens Due Olesen fra NKT, Ole Andersen fra Bang & Olufsen og A.P. Møller-Mærskes Jim Hagemann Snabe. Årets tendens: Formænd bag radikal strategisk omstilling belønnes.**

ANALYSE

I toppen af ranglisten over de bedste danske bestyrelsesformænd finder vi to gengangere fra sidste år, nemlig **Bert Norberg fra Vestas og Kurt Larsen fra DSV**. De har begge i en årrække været med helt fremme i toppen. Men på de efterfølgende pladser er der i år kommet flere nye navne på ranglisten.

Den nye formand for **Mærsk** for alvor taget et spring frem på ranglisten, i forhold til sidste års placering som nummer 34 for den tidligere formand **Michael Pram Rasmussen**, som dog allerede før sin fratræden havde taget hul på en strategisk omstilling af koncernen.

For Bert Norberg er det et stort spørgsmål, om han formår at beholde førstepladsen næste år. Vestas-aktien er de seneste måneder sevet en hel del, efter et flere milliarder stort aktietilbagesalg fra udenlandske investorer. Nervøsiteten om tiltagende prispres på solgte vindmøller og markedsafmatning i Tyskland, Indien og Kina skaber mere udfordrende markedsvilkår for topledelsen.

Årets største højdespringer er **Ole Andersen fra Bang & Olufsen**, som i år får en gennemsnitsbedømmelse på 3,8 efter sidste års 2,7, hvor 3,0 er en neutral vurdering. Efter at B&O-aktien siden oktober sidste år er næsten fordoblet, er det gået op for markedet, at elektronikkoncernens strategi med frasalg af blandt andet automotive, outsourcing af TV-produktionen og satsning på væksteventyret B&O Play rummer store perspektiver. Ole Andersen er placeret hele to gange i top 5, idet han som formand for **Chr. Hansen** også kommer ind som tredjebedst blandt de 60 ratede bestyrelsesformænd.

En overraskende stærk fremgang præsterer også **NKT's Jens Due Olesen**. NKT har været gennem et imponerende kursridt siden sidste efterår med en kursfremgang over 50 procent. Baggrunden er også her et strategisk nysyn på organiseringen af forretningen, blandt andet med et stort opkøb af **ABB's** kabelforretning til at styrke **NKT Cables** og en planlagt opsplitting af koncernen i to dele med

forankring i henholdsvis **Nilfisk** og **NKT Cables**.

En fjerde højdespringer er **Vagn Sørensen**, som sidder med formandskasketten for **FLSmidth**, der også har været gennem et solidt aktiekurshop med næsten en fordobling det seneste år. I markedet er der stor tillid til den nye direktør, ikke mindst drevet af fremgang i de selvstændige produktionsvirksomheder og udsigt til bedre markedsvilkår for kunderne i mineindustrien, drevet frem af stigende priser på metalråvarer.

Sammenfattende har analytikerne og porteføljeformalderne i år belønnet de bestyrelsesformænd, som er godt i gang med en strategisk omstillingsproces, hvor man forsøger at håndtere vanskelige markedsvilkår ved at omtænke forretningen, eksempelvis gennem offensive frasalg og opkøb eller brug af nye forretningsmodeller i kerneforretningen eller i beslægtede forretninger, hvor spidskompetencerne også kan udnyttes.

Læs hele temaet i fredagens udgave af Økonomisk Ugebrev Ledelse, med fokus på blandt andet **Jim Hagemann Snabe, Lars Nørby Johansen og Göran Ando, samt tabeloversigt med konkret score for 61 bestyrelsesformænd.**

MWL

RATING AF BESTYRELSIFORMÆND 2017 TOP 10: HØJESTE SCORE

#	Formand	Selskab	Score 17	Score 16	Ændr.
1	Bert Nordberg	Vestas WindSystems	4,4	4,3	0,1
2	Kurt K. Larsen	DSV	4,3	4,3	0,0
3	Ole Andersen	Chr. Hansen Holding	4,2	3,8	0,4
4	Jens Due Olsen	NKT Holding	4,1	3,3	0,8
5	Ole Andersen	Bang & Olufsen	3,8	2,7	1,1
6	Jim H. Snabe	A.P. Møller Mærsk	3,8	Ny	-
7	Ole Andersen	Danske Bank	3,8	3,7	0,1
8	Kåre Schultz	Royal Unibrew	3,8	4,3	-0,5
9	M. P. Rasmussen	Coloplast	3,7	3,7	0,0
10	Henrik Brandt	Rockwool International	3,7	Ny	-

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og euroinvestor.dk
 Noter: Baseret på input fra 22 porteføljemangere og aktieanalytikere.

RATING AF BESTYRELSIFORMÆND TOP 10: STØRSTE FREMGANG

#	Formand	Selskab	Score 17	Score 16	Ændr.
5	Ole Andersen	Bang & Olufsen	3,8	11,0	1,1
27	F. Beschenbacher	Carlsberg	3,1	13,0	0,9
4	Jens Due Olsen	NKT Holding	4,1	11,0	0,8
11	V. O. Sørensen	FLSmidth & Co.	3,6	11,0	0,6
36	C. H. Boehringer	Torm PLC	3,0	6,0	0,6
34	Klaus Nyborg	D/S Norden	3,0	7,0	0,5
3	Ole Andersen	Chr. Hansen Holding	4,2	12,0	0,4
23	J. H. Rasmussen	Tryg	3,2	13,0	0,4
37	T. T. Andersen	Dong Energy	2,9	8,0	0,3
15	B. Wahlroos	Nordea Bank	3,4	11,0	0,2

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og euroinvestor.dk
 Noter: Baseret på input fra 22 porteføljemangere og aktieanalytikere.

UVENTEDE PRISFALD PRESSER STORE SELSKABER

Stribevis af store danske virksomheder er i det seneste år, og især de seneste måneder, blevet ramt af uventet stærke prisfald i deres markeder. Selv om den globale økonomisk vækst er taget til i 2016 og 2017, har prisfald givet vigende aktiekurser i børsselskaber, fra Novo Nordisk til Migatronik. Der er frygt for fortsat deflationært prispres.

Uventet store prisfald overrasker i disse måneder masser af store danske virksomheder. Det har ofte givet kursfald på aktiemarkedet, og det fører normalt til justeringer af strategier og målsætninger. Overordnet ser nogle økonomer risiko for, at [dele af den globale økonomi](#) er ved at nærme sig deflation. Selvom der ses solid vækst i de store økonomier, er inflationen [fortsat lav og vigende](#).

Altså kan store dele af dansk erhvervsliv stå foran et deflationært prispres, som allerede er begyndt at have negative indtjeningseffekter i en stribe danske virksomheder:

MANGE EKSEMPLER

Dong Energy er i de seneste auktioner over nye offshore-vindparker konfronteret med et marked, hvor priserne på vindenergi falder uventet hurtigt. **Vestas'** resultat for andet kvartal skuffer især på grund af prispreset på nye solgte vindmøller. **Legos** før så forrygende vækst går i stå i et legetøjsmarked, hvor prisfaldet accelererer. **TDC**, der længe har haft et marked med vigende priser, kæmper [uventet hårdt](#) for at opveje effekten af faldende priser på erhvervsmarkedet. **Scandinavian Tobacco Group** måtte i sommer melde om skuffende resultater, efterfulgt af en melding om, at "hvis vore konkurrenter sætter prisen ned, må vi jo følge med." **Novo Nordisk** blev allerede i 2016 ramt af en skuffende prisudvikling, især i USA.

Det er ikke nyt, at der er priskonkurrence. Det nye er, at prisfaldene slår så bredt og hårdt igennem. De er i mange tilfælde kommet som en overraskelse for både virksomhedsledelserne og for aktiemarkedet, hvor det har ført til kursfald for adskillige selskaber.

Også multinationale giganter, der som **Nestlé** har stået som et symbol for stabilitet, må nu konstatere uventede prisfald. Selv den fremstormende elbil-producent **Tesla** har i august [opgivet](#) de prisforhøjelser, der var varslet i USA, mens f.eks. den store amerikanske supermarkeds-

kæde **Kroger** er [hårdt ramt af deflation](#).

Tendensen til faldende priser breder sig altså nu fra luftfart, teleydelser og forbrugerelektronik, som i årevis har måttet kæmpe med det nedadgående pristryk, til mange andre brancher. Tendensen kan også aflæses i [det danske producent- og importprisindeks](#). Siden sensommeren 2013 er dette indeks faldet fra godt 114 til 108 i juli 2017.

En gennemgang af de børsnoterede selskaber, der især er ramt af det nedadgående prispres, viser en række årsager: En styrket euro over det seneste år, der betyder lavere priser (målt i kroner) på varer og tjenesteydelser, der internationalt sælges i US-dollar.

Et hårdt og tiltagende pres på detailhandelen, der igen er påvirket af meget prisbevidste forbrugere, mere transparente markeder, og stigende konkurrence fra nethandel. Det har f.eks. ramt **Lego**, **Matas** og indirekte **Novozymes**.

De stadig hårdere forhandlinger, som store koncerner fører med deres underleverandører. Konsolidering gør de store endnu stærkere i forhold til leverandørerne. Det har for eksempel ramt **APM Terminals**. Regulering og politiske bestræbelser på at øge konkurrencen har f.eks. ramt **Novo Nordisk**.

NYE STRATEGIER

Overordnet har en afdæmpet global økonomisk udvikling siden 2008 ifølge en analyse fra **Société Générale** medført, at "det er meget svært at skabe en forventning om højere priser i fremtiden, når økonomien sidder fast" med forbrugerpris-inflation lidt over nul, og officielle rentesatser, som dårligt kan komme længere ned. Prispreset har i flere virksomheder påvirket de langsigtede prognoser og indtjeningsmål og ført til udvikling af strategier, der skal modvirke prispreset.

Virksomhederne reagerer ved for eksempel at spare, ved at tilbyde mere integrerede og målrettede ydelser, som **TDC** har gjort, og som f.eks. **Mærsk** nu vil gøre; ved at investere i og udvikle deres brand, som **Lego** nu vil gøre; ved at satse på en strøm af nye modeprægede premium-produkter, sådan som **Apple** samt tøjvirksomheden **IC Group** gør, og **Hennes & Mauritz** vil gøre; eller ved at satse på nye produktkategorier, der kan tiltrække tidens prisfikserede forbrugere, sådan som **Bang & Olufsen** gør med **B&O Play**.

Morten A. Sørensen

NY NILFISK-CHEF SATSER HÅRDT LIGE FØR AKTIESPLIT

Efter godt en måned på posten skruer den nye topchef op for Nilfisks ambitioner. Koncernen, som bliver selvstændigt børsnoteret i oktober, skal nu præstere væsentligt bedre, end den har kunnet i mange år.

ANALYSE

Nilfisks nye topchef satser hårdt lige før splittet fra **NKT**. Nu skal virksomheden for alvor høste fordelene af de effektiviseringer, som hans forgænger **Jonas Persson** satte i gang i 2015. Lige før splittet fra NKT skruer Nilfisk således de langsigtede fremtidsforventninger op til vækst- og indtjenings-niveauer, som koncernen ikke tidligere har kunnet præstere.

Det er dristigt, for **Hans Henrik Lund**, der tiltrådte i begyndelsen af august, har haft usædvanlig kort tid til at forberede og præsentere nye mål for virksomheden. Aktiesplittet, der løfter Nilfisk ud af NKT-koncernen, og gør maskinproducenten til en selvstændig børsnoteret virksomhed, gennemføres den 12. oktober. De nye mål bygger da også i høj grad på den Accelerate-plan, der blev lanceret af Jonas Persson, som var topchef fra 2014 til februar 2017.

PLANER GIVER NU EFFEKT

Der skal gang i vækst og indtjening. Forventningen til den organiske omsætningsvækst er nu 3-5 procent per år. Det ligger væsentligt over de gennemsnitlige 1,9 procent, som selskabet har præsteret over de seneste ti år.

Samtidig er forventningen til afkastet af kapitalen (Return on Capital Employed – ROCE) nu sat op til "over 20 procent," hvor den tidligere var 18-19 procent med mulig stigning til 20 procent.

Der er nu også fastsat et mål for ebitda-marginen på 13-15 procent. Det vil indebære, at ebitda-marginen når et niveau, som ikke er set i de seneste fem hele regnskabsår, hvor den ikke har været over 12 procent.

Er målene realistiske? "Nilfisk har igennem de senere år igangsat en række stærke lokale og globale initiativer, som vi allerede nu kan se effekten af – blandt andet i form af 3,1 procent organisk vækst i 2016 og 3,1 procent organisk vækst i første halvår 2017. Det er velafprøvede initiativer, der vil simplificere og vokse vores forretning, og som vi vil accelerere yderligere," siger Hans Henrik Lund til Økonomisk Ugebrev.

På omsætningssiden ser Nilfisk fortsat gode vækstmu-

ligheder inden for kerneforretningen i high-end segmentet for professionelt rengøringsudstyr. "Det vil vi realisere blandt andet ved at tage gode erfaringer, vi har opbygget i USA med strategic accounts, og implementere det på de øvrige markeder," siger Hans Henrik Lund. Der skal fokuseres på sales excellence, serviceforretningen og på selvkørende produkter, hvor Nilfisk ifølge Hans Henrik Lund allerede har opbygget en stærk position. "Dertil ser vi vækstmuligheder inden for mid-marked, hvor Nilfisk er tilstede med vores Viper-brand," siger han.

Det globale marked for professionelle rengøringsmaskiner, der er relevant for Nilfisk, opgør koncernen til 7,5 mia. euro. Nilfisk betegner sig selv som global leder i dette marked med en markedsandel på 11-13 procent. Den andel skal en organisk vækst, der ligger over markedsvæksten, være med til at øge.

Også indtjeningen må gå op, forudser Hans Henrik Lund: Nilfisk har "klare planer og initiativer, der vil bidrage til en indtjeningsvækst på 35 mio. euro efter 2019." Koncernen vil optimere sit produktions-setup yderligere, reducere kompleksiteten i produktporteføljen og reducere omkostningerne, blandt andet ved at fortsætte arbejdet med outsourcing og optimere prissætningen.

RIVAL TROR MERE PÅ OPKØB

Nilfisk har altså tillid til sin plan for organisk vækst. Men det er tankevækkende, at Nilfisks vigtigste konkurrent, amerikanske **Tennant**, der er nummer to på markedet for professionelle rengøringsmaskiner, i første halvår kun har præsteret en organisk vækst på 1 procent.

Tennant vil satse på yderligere akquisitioner, efter at have erhvervet den italienske producent **IPC** i foråret og dermed købt sig en omsætning på 1,3-1,4 mia. kr. på Nilfisks kernemarked i Europa.

Hans Henrik Lund venter fortsat konsolidering i branchen, og som en ledende aktør vil Nilfisk være med i den proces. Men måske ikke i den store stil: "Vores nuværende fokus er fortsat at styrke vores markeds- og kanaladgang. Det kan eksempelvis være gennem opkøb af forhandlere," siger han.

Virksomheden har tidligere skuffet, og både ebitda- og ebit-marginer er faldet fra 2014 til 2016.

Morten A. Sørensen

KURSHOP VED CEO-SKIFTE ER OFTEST ET GODT VARSEL

Kåre Schultz' til- og fratrædelse i Lundbeck affødte kraftige kursreaktioner. Men er kurshop og kursfald ved CEO-skifte præcise varsler for den efterfølgende ledelsesperformance og kursudvikling? Økonomisk Ugebrev har set på CEO-skifter i store danske børsnoterede selskaber siden 2012.

ANALYSE

Når udnævnelsen af en ny topchef får en aktie til at stige, er det i de fleste tilfælde et godt varsel for fremtiden: Efterfølgende vil aktien typisk stige yderligere, og i mange tilfælde vil den outperforme markedet. Det omvendte – et kursfald ved udnævnelse eller exit – er imidlertid et mindre præcist varsel.

Økonomisk Ugebrev har undersøgt kurseffekten i de 26 store cap-selskaber, der inden for de seneste fem år har meddelt CEO-skifte: Den umiddelbare virkning på den første dag efter meddelelsen, virkningen et halvt år efter og virkningen frem til den forgangne uge (se skema). Det bliver en alt-andet-lige undersøgelse med de begrænsninger, det sætter. Alligevel afslører undersøgelsen en ten-

dens. En tendens, som Lundbecks Kåre Schultz er et godt eksempel på.

TIDLIGT SIGNAL TIL BESTYRELSER

Da Kåre Schultz den 11. september meldte sin afgang fra Lundbeck, faldt aktien med 13,8 procent. Kursbevægelsen, da Schultz gik, er gennem de seneste fem år kun overgået af den stigning på 19,8 procent, som han blev hilst med, da Lundbeck 6. maj 2015 kunne meddele, at han var blevet ansat.

Netop denne stigning viste sig at være et korrekt forvarsel for den efterfølgende kraftige kursstigning. Markedets første indtryk har gennem de seneste fem år ofte vist sig at være rigtig. I hvert fald kan bestyrelser med rimelighed se det som et tegn på, at de har valgt rigtigt, hvis kursen går op ved udnævnelse af en ny CEO.

Der er adskillige eksempler fra de seneste fem år. Da f.eks. meddelelsen i 2016 kom om, at **Søren Skou** afløste

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »

VÆRDEN AF TOPCHEFER: KURSUDVIKLING EFTER MEDDELELSER OM CEO-SKIFTER I DANSKE LARGE CAP-SELSKABER SIDEN 2012

Virksomhed	Skifte meddelt	Hvem fratræder?	Hvem tiltræder?	Kursændring i procent*		
				1. dag	6 mdr. efter	Til 19.9.17
Lundbeck	06-maj-15	**	Kåre Schultz	19,8	100,5	175,9***
A.P. Møller - Mærsk B	23-jun-16	Nils Smedegaard Andersen	Søren Skou	11,9	39,5	45,3
William Demant Holding	23-feb-17	Niels Jacobsen	Søren Nielsen	6,2	25	25
Vestas	21-aug-13	Ditlev Engel	Anders Runevad	5,4	89,2	438,7
Danske Bank	16-sep-13	Eivind Kolding	Thomas F. Borgen	3,8	22,5	111,1
Solar	09-okt-13	Flemming Tomdrup	Anders Wilhjelm	3,3	33,3	14,5
Novozymes	21-jan-13	Steen Riisgaard	Peder Holk Nielsen	2,2	14,7	83,3
Lundbeck	24-nov-14	Ulf Wiinberg	**	1,6	i.m.	i.m.
SimCorp	22-apr-12	Peter L. Ravn	Klaus Holse	1,4	5,6	230,1
FLSmidth & Co.	03-dec-12	Jørgen Huno Rasmussen	Thomas Schulz	0,7	-12,6	28,7
ALK	22-feb-16	Jens Bager	**	0,6	i.m.	i.m.
Rockwool	23-okt-14	Eelco van Heel	Jens Birgersson	0,5	6,7	103,9
TDC	02-jul-12	**	Carsten Dilling	0,4	0,2	i.m.
ALK	17-maj-16	**	Carsten Hellmann	-0,7	-26,6	-18,5
Nordea	11-aug-15	Christian Clausen	Casper von Koskull	-0,7	-27,9	-5,2
TDC	14-aug-15	Carsten Dilling	Pernille Erenbjerg	-0,7	-35	-19,5
Chr. Hansen	05-feb-13	Lars Frederiksen	Cees de Jong	-0,8	-4,2	179,1
Pandora	28-aug-14	Allan Leighton	Anders Colding Friis	-1,4	40,2	43,1
Zealand Pharma	07-nov-14	David Solomon	Britt Melby Jensen	-1,5	33,6	70,8
Novo Nordisk B	01-sep-16	Lars Rebién Sørensen	Lars Fruergaard Jørgensen	-1,7	-21,4	-3,5
Carlsberg B	18-feb-15	Jørgen Buhl Rasmussen	Cees 't Hart	-1,7	10,2	32,1
Royal Unibrew	18-sep-17	Jesper B. Jørgensen	Hans Savonije	-2,6	i.m.	i.m.
TDC	18-apr-12	Henrik Poulsen	**	-3,6	i.m.	i.m.
Royal Unibrew	01-dec-16	Henrik Brandt	Jesper B. Jørgensen	-8,1	11,2	19,2
Lundbeck	11-sep-17	Kåre Schultz	**	-13,8	i.m.	i.m.

Kilde: Meddelelser fra selskaberne samt Nasdaq OMX

* Kursændring er regnet fra seneste slutkurs før meddelelse om ledelsesændring

** Forgængers afgang eller navn på efterfølger ikke meddelt samtidig

*** Kursstigning frem til dagen før meddelelse om Kåre Schultz' afgang var 215,6 procent

i.m.: Ingen mening

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Nils Smedegaard Andersen i A.P. Møller-Mærsk, førte det også til et kraftigt kurshop, som efterfølgende blev efterfulgt af yderligere kursstigninger. Det samme mønster sås, da **Thomas Borgen** i 2013 efterfulgte **Eivind Kolding** i **Danske Bank**, og i særdeleshed da **Anders Runevad** i 2013 efterfulgte **Ditlev Engel** i **Vestas**.

Alle de ti topchef-udnævnelser i danske large cap-selskaber, der siden 2012 er blevet hilst med en omgående kursstigning, er blevet efterfulgt af mærkbare kursstigninger frem til september 2017. De otte har endda outperformet de øvrige large cap-aktier.

Omvendt er der ikke helt den samme automatik. Jo, udnævnelsen af **Carsten Hellmann** som topchef i **ALK**, **Casper von Koskull** i **Nordea**, **Pernille Erenbjerg** i **TDC** og **Lars Fruergaard Jørgensen** i **Novo Nordisk** blev umiddelbart mødt med kursfald, og de er blevet efterfulgt af yderligere kursfald frem til denne uge.

INSIDERE OG OUTSIDERE

Men her er interessante undtagelser: **Cees de Jongs** udnævnelse i **Chr. Hansen** i 2013 blev hilst med et umiddelbart kursfald, det samme blev **Anders Colding Friis'** udnævnelse i **Pandora**, **Britt Melby Jensens** i **Zealand**

Pharma, **Cees 't Harts** i **Carlsberg** og **Jesper B. Jørgensen** i **Royal Unibrew**.

Men disse udnævnelser blev så efterfulgt af kursstigninger på længere sigt, selv om kun **Chr. Hansen** med **Cees de Jong** og **Royal Unibrew** med **Jesper B. Jørgensen** (der nu allerede er fyret igen) klart har outperformet markedet.

Det er karakteristisk, at det især er udnævnelsen af outsiders, der ikke kommer fra samme land, samme branche eller virksomhed, og som slet ikke eller dårligt er kendte i investormiljøet, som kan føre til umiddelbare kursdyk – og som efterfølgende kan give en positiv overraskelse. De er altså blevet mødt med usikker skepsis i markedet, måske først og fremmest fordi markedet ikke kender dem særlig godt. De har ikke før været i direkte kontakt med analytikere og investorer i de børsnoterede selskaber.

Det sikreste valg er dog en insider: Af de ti, hvis udnævnelser på både kort og lang sigt medførte kursstigninger, var de seks insidere fra samme branche (i Danmark) eller virksomhed.

Morten A. Sørensen

DOWNLOAD VORES GRATIS APP
OG TAG ØKONOMISK UGEBREV MED PÅ FARTEN

Det er blevet nemt at have Økonomisk Ugebrev med overalt. Download vores gratis app og læs Økonomisk Ugebrev på alle dine enheder.

Download on the **App Store**

NU PÅ **Google Play**

BUSINESS ANGELS HAR TRAVLT MED OPKØB

Kortlægning af de danske business angels: Økonomisk Ugebrev fortsætter sidste års bestræbelser på at kortlægge de danske business angels og deres færden i erhvervslivet. Vi tager et lille skridt videre her. Vi identificerer de mest opkøbsivrige, og de angels som præsterer de største finansielle afkast

TEMA

De 25 business angels i Økonomisk Ugebrevs årlige kortlægning havde sidste år finansielle aktiver for 1,68 mia. kr., svarende til en gennemsnitlig finansiell investering på 67 mio. kr. To personer i opgørelsen stod samlet for over en tredjedel af dem totale investering, nemlig **Jacob Christian Nielsen** med 374 mio. kr. gennem det 100 procent ejede selskab **Kinondo Invest**, og **Mads Pauli Ringkjøbing-Christiansen** med 358 mio. kr. gennem det 33 procent ejede **Chrispa ApS**.

Samlet havde de 25 business angels en bogført egenkapital på 1.403 mio. kr., og deres finansielle afkast landende på 144 mio. kr., svarende til en gennemsnitlig forretning på solide 10 procent.

Høje afkast

Selvom opgørelsen af aktiviteten hos de danske business angels er behæftet med stor usikkerhed, tyder meget på, at den mest opkøbsivrige de seneste år har været **Ivan Bjerg Larsen**, og at hele fire angels på top 25-oversigten sidste år præsterede finansielle indtægter på over 20 mio. kr.

Johnnie Helge Bloch Jensen, der ejer **Corporate Capital**, hentede sidste år finansielle indtægter på hele 42 mio. kr. Hans selskab har en bogført egenkapital på 50 mio. kr., men sidste år blev de finansielle aktiver øget med hele 280 procent til 52 mio. kr. Han har de seneste år blandt andet opkøbt betydelige ejerandele i **Sitetrader ApS**, **Neuroplastic ApS**, **Match-Online A/S** og **Copenhagen Robots ApS**. Kun Match-Online synes ved årsskiftet at have en vis forretningsmæssig aktivitet. En engangsindtægt på godt 40 mio. kr. blev ifølge regnskabet skabt ved salg af virksomhed.

Tommy Bøgehøj Nielsen præsterede et finansielt overskud sidste år på 26 mio. kr., baseret på finansielle

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »

TOP 25: DANSKE BUSINESS ANGELS						
Mio. kr.	Hovedaktionær	Aktiver, 16'	Ændring i pct. 15' - 16'	Finansielle poster, 16'	Egenkapital, 16'	
Kinondo Invest	Jacob Christian Nielsen Thygesen (100%)	374,1	5,6%	24,8	369,3	
Chrispa ApS	Mads Pauli Ringkjøbing-Christiansen (33%)	358,3	-1,1%	7,4	236,8	
Firmainvest A/S	Thomas Bruno Pedersen (100%)	178,3	32,6%	8,3	119,9	
Frej ApS	Toke Lindholm Hølledeig (33%)	134,4	11,2%	24,6	127,8	
Edsviken ApS	Frans Boch (100%)	64,7	3,5%	11,6	63,1	
Granhøj Holding ApS	Ib Mortensen (100%)	63,3	-3,6%	-0,8	61,3	
I.B-L HOLDING A/S	Ivan Bjerg-Larsen (100%)	59,8	-42,5%	-8,8	43,9	
Ulrik Danneskiold-Samsøe Holding A/S	Ulrik C. Lauritz Danneskiold-Samsøe (100%)	56,4	-25,3%	-1,5	56,1	
Corporate Capital ApS	Johnnie Helge Bloch Jensen (100%)	52,4	280,2%	42,0	49,6	
AMS Group A/S	Søren Hougaard (50%)	48,2	-3,7%	1,7	40,4	
DM Holding APS 2006	Henrik Müller (100%)	45,1	14,7%	4,0	37,7	
Citarella Capital	Mogens Vad (100%)	37,6	-27,2%	1,4	29,6	
Buhl Global ApS	Claus Buhl (100%)	30,4	-9,7%	-1,6	30,4	
First Chair Holding A/S	Jens Frederik Kofoed (50%)	27,9	-60,2%	-3,6	27,2	
Lautrup & Co ApS	Kristian Lautrup-Nielsen (100%)	24,5	-3,6%	1,3	22,5	
TRAPCO HOLDING ApS	Hans Trap (100%)	21,7	-17,7%	0,2	10,0	
Liseno II ApS	Lisbeth Susanne Enø Larsen (100%)	21,4	-88,9%	1,6	12,5	
Scan Venture A/S	Lars Ole Kornum (100%)	17,8	-17,4%	2,0	17,7	
Bøgehøj Holding	Tommy Bøgehøj Nielsen (100%)	12,7	-57,8%	26,6	12,1	
Korsholm Ventures	Niels Jørgen Korsholm (100%)	12,4	1,9%	0,3	12,0	
MBI Partner ApS	Mads Heine (100%)	9,2	1,2%	0,8	5,9	
Løppenthien Holding II	Jens Løppenthien (100%)	8,9	4,1%	0,5	8,8	
SHUKR HOLDING ApS	Moonis Kamil (100%)	6,9	38,4%	-0,2	6,5	
Tosti Holding	Kim Tosti Nielsen (100%)	4,8	1,4%	-	1,0	
ADFECT ApS	Christian Mærsk Mc-Kinney Olufsen (100%)	4,7	-	1,1	1,1	
I alt		1676,0		143,9	1403,0	

Kilde: Selskabernes årsregnskaber

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

aktiver på 13 mio. kr. Eneste oplyste kapitalandel er i **Ejendomsselskabet Elgårdsminde Holding**, som blev etableret sidste år. Endelig præsterede **Toke Lindholm Hølleddig** gennem det 33 procent ejede **Frej ApS** sidste år et finansielt resultat på 25 mio. kr.

Tidligere adm. direktør for **Allerejede DG Media**, **Kristian Lautrup-Nielsen**, har med ildhu kastet sig ud i sin nye karriere som business angel. han har på knap to år investeret i fire selskaber, nemlig **Ag Analytics**, **Abildhauge A/S**, **Crowdio** og hans eget ejendomsselskab **Lautrup Properties**. De finansielle aktiver er bogført til knap 25 mio. kr., og hans bogførte egenkapital er 23 mio. kr. Om **Ag Analytics** oplyses i regnskabet, at selskabet hjælper virksomheder "med at sikre relevans, præcision og retning i forhold til data og analyser, så vores kunder kan forbedre deres indtjening og effektivt udnytte deres vækstpotentiale." Det oplyses, at selskabet har fået kunder som **Santander Bank** i Tyskland og supermarkedskæden **Globus** i Rusland.

Mest aktiv med at gå ind i nye virksomhedsprojekter har uden sammenligning været **Ivan Bjerg-Larsen** via selskabet **I.B-L Holding A/S**, som er gået ind i hele otte selskaber de seneste år. Blandt andet **Nupo**, **Wallin Shoes** og **Juicorganic ApS**. Efter underskud sidste år på 7 mio. kr. har ejerne indskudt ny kapital for 45 mio. kr., hvorved egenkapitalen er genetableret på 44 mio. kr.

MWL

Sådan har vi gjort: Økonomisk Ugebrev udarbejder hvert år en oversigt over de mest aktive danske business angels, som har deres aktiviteter i selskabsform. Tabellen er et foreløbigt forsøg på at udarbejde en sådan oversigt. For det første kan der være medtaget selskaber, som ikke har særlig stor business angels-aktivitet. For det andet kan der være selskaber, som tidligere har haft engleaktivitet, men som ikke har det længere. Oversigten er især baseret på DVCA's medlemsoversigt over business angels. Økonomisk Ugebrev research afdeling vil frem mod næste års analyse mere systematisk indsamle emner til næste års oversigt. Vi modtager meget gerne input til næste års oversigt og eventuelle justeringer til dette års oversigt. De kan mailles til kontakt@ugebrev.dk.

BUSINESS ANGELS: INVESTERINGER I 2016 OG 2017

Business Angel	Investering	Ejerandel	År	Stiftere
Chrispa ApS	Rævegade-Strandgade Invest	33-50%	2017	JA
	CMH Kolding ApS	66-90%	2016	JA
Firmainvest A/S	STRATO VENTILATION A/S	66-90%	2017	NEJ
	Emento	33-50%	2016	NEJ
	Journl A/S	25-33%	2017	NEJ
	JensenLED Holding A/S	50-67%	2016	JA
Frej ApS	Colibo A/S	10-15%	2017	NEJ
Edsviken ApS	Ingen i 2016 eller 2017			
Granhøj Holding ApS	Ingen i 2016 eller 2017			
I.B-L HOLDING A/S	Camp Leasing ApS	67-90%	2016	NEJ
	JUICORGANIC ApS	20-25%	2016	NEJ
	Nupo ApS	50-67%	2016	JA
	Investeringsselskabet 2007	90-100%	2016	NEJ
	Wallin Shoes ApS	100%	2017	JA
	FIBRENETIX ApS	33-50%	2017	NEJ
	Skovlunde Invest P/S	33-50%	2016	JA
	PHOTODOC HOLDING ApS	50-67%	2017	NEJ
Ulrik D.-S. Holding A/S	Ingen i 2016 eller 2017			
Corporate Capital ApS	Sitetrader ApS	100%	2016	JA
	Neuroplastic ApS	100%	2016	JA
	Match-Online A/S	62%	2016	JA
	Copenhagen Robots	100%	2016	JA
AMS Group A/S	Ingen i 2016 eller 2017			
DM Holding APS 2006	Codedealer A/S	10-15%	2016	NEJ
	Cloud People A/S	20-25%	2017	NEJ
	Colibo A/S	10-15%	2016	NEJ
	Gekko Brain ApS	10-15%	2017	NEJ
	The Spoon Company ApS	33-50%	2017	NEJ
Citarella Capital	Ingen i 2016 eller 2017			
Buhl Global ApS	Israel DanBan 2016 Fond	10-15%	2017	NEJ
First Chair Holding A/S	FC Envision ApS	50-67%	2016	JA
	UNIQUECONSULT A/S	50-67%	2016	NEJ
Lautrup & Co ApS	ag analytics a/s	33-50%	2016	NEJ
	ABILDHAUGE A/S	67-90%	2016	NEJ
	Lautrup Properties ApS	100%	2016	JA
	CROWDIO A/S	5-10%	2016	NEJ
TRAPCO HOLDING ApS	Ingen i 2016 eller 2017			
Liseno II ApS	Ingen i 2016 eller 2017			
Scan Venture A/S	Ingen i 2016 eller 2017			
Bøgehøj Holding	Ejendomsselskab Elgårdsminde	10-15%	2016	NEJ
Korsholm Ventures	Copenhagen Cleantech Agency	33-50%	2016	NEJ
	preeto ApS	15-20%	2016	NEJ
MBI Partner ApS	CRAFFT HOLDING A/S	10-15%	2016	NEJ
Løppenthien Holding II	AKTIESELSKABET COFERRO	33-50%	2017	NEJ
	COL Invest ApS	5-10%	2016	NEJ
SHUKR HOLDING ApS	INTERIØR A/S	15-20%	2017	NEJ
	Nörder & Co ApS	50-67%	2017	JA
Tosti Holding	MUNIN ApS	10-15%	2017	NEJ
ADFECT ApS	CanopyLAB A/S	5-10%	2017	NEJ

Kilde: Selskabernes årsregnskaber og cvr.dk

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

MYNDIGHEDSNYT

Ambu får påtale af Finanstilsynet:

Den 19. august sidste år fik en kreds af aktionærer i Ambu en delårsrapport på mail, 23 minutter før resten af markedet fik rapporten. Selv om det angiveligt skete ved en hændelig fejl, finder Finanstilsynet, at det var en strafbar overtrædelse af børsreglerne, men tilsynet nøjes alligevel med at give [en påtale](#): "Finanstilsynet har i sit valg af sanktion lagt vægt på, at der ikke er identificeret nogen væsentlige skadevirkninger af overtrædelsen. Finanstilsynet har i den forbindelse set på, om der er foretaget handler på baggrund af den uberetigede videregivelse af delårsrapporten i tiden inden den blev tilgængelig for resten af markedet. Finanstilsynet har ikke fundet, at dette er sket."

Personlige pensionsprodukter på EU-plan: EU-landenes pensionsmarkeder er opdelt efter landegrænser, hvilket blandt andet koster stordriftsfordele. Derfor vil EU-Kommissionen gøre det nemmere at udbyde personlige pensionsprodukter (PEPP) på tværs af grænserne, fremgår det af [en henvendelse](#) til Folketingets erhvervsudvalg: "Set fra et udbydersynspunkt er det forslaget formål at gøre det muligt for en bred vifte af dem at udbyde PEPP-produktet (banker, forsikringselskaber, formueforvaltere arbejdsmarkedsrelaterede pensionskasser, investeringselskaber) og at sikre lige vilkår. PEPP-produktet, herunder rådgivning, kan udbydes online og vil ikke kræve et netværk af filialer, hvilket betyder lettere markedsadgang. Pasregler vil hjælpe udbydere med at komme ind på nye nationale markeder. Standardisering af de væsentligste egenskaber burde også reducere udbydernes omkostninger og gøre det lettere for dem at pulje bidrag fra forskellige nationale markeder for at kanalisere aktiver til investeringer i hele EU."

Basel IV kan påvirke SIFI-krav: Når Basel IV er fuldt indfaset, kan det blive relevant at justere de danske SIFI-krav, oplyser erhvervsministeren i [et svar](#) til Pelle Dragsted (EL): "Der er fortsat uklarhed om timingen og indholdet af Basel-komiteéns kommende anbefalinger. På baggrund af tidligere meldinger fra Baselkomiteén er det dog forventningen, at anbefalingerne bl.a. vil indeholde et såkaldt gulvkrav, der kan øge kravene til de finansielle institutters

kapital. Et gulvkrav kan også øge beregningsgrundlaget for og dermed størrelsen af SIFI-kravene."

Postgiro er dødt – helt dødt. Ældre lades i stikken?

Uden at der har været stor opmærksomhed på det, er det indtil for få år siden helt almindelige betalingssystem nu afgået ved døden. Danske Bank har opsagt aftalen om at håndtere betalinger gennem PostNord. En borger, Erik Dalgaard Eriksen fra Vejle, har [protesteret](#) til Folketingets erhvervsudvalg: "Har i partierne behandlet det, eller er det PostNord's egen sag og afgørelse, hvordan en særlig kundegruppe behandles (endnu en kundegruppe)? - Hvad med hensynet til de borgere, der ikke har pc'er og kan bruge f. eks. Netbank? (Iflg. Ældrerådet i Vejle Kommune er der tale om ca. 7500 ældre, der ikke er tilmeldt digital post). Det får mig endnu en gang til kraftigt at konkludere, at mange af os fra før 1945 faktisk er til besvær for samfundet, med de deraf konstaterede følgevirkninger."

Orwellsk politisk aftale skal begrænse sort arbejde:

Krav om digital salgsregistrering. Et enigt Folketing vil gennemføre en række tiltag mod sort arbejde, [meddeler Skatteministeriet](#): "Konkret er partierne bag aftalen blandt andet enige om at give skattemyndighederne mulighed for at pålægge virksomheder at benytte et digitalt salgsregistreringssystem – fx et kasseapparat – hvis de ikke af egen hånd sikrer tilstrækkelig registrering af salgstransaktioner. Forslaget er inspireret af lignende initiativer i Norge og Sverige, og formålet er at styrke kontrolmulighederne af virksomheders køb og salg, som i stigende grad sker digitalt. Partierne er desuden enige om, at udvalgte brancher med stor risiko for fejl og snyd pålægges digitale salgsregistreringssystemer fra 1. januar 2025."

STK

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
EU-Domstolen klarlægger regler for joint venture-godkendelser (ny)	Kontrolskifte	Plesner	Artikel	sep-15
EU-Domstolen ændrer dansk momspraksis for "cost sharing" (ny)	EU og moms	Plesner	Artikel	sep-21
EU-Kommissionen godkender rekonstruktionsplan for Vestjysk Bank og yderligere støtte til en række nødlidende mindre danske banker (ny)	EU og lovgivning	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	sep-15
Lovforslag om udvidelse af fradragsretten for erhvervs-mæssige lønudgifter m.v. (ny)	Skat og afgifter	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	sep-18
Rentefrie lån: Et attraktivt personalegode. Beskatning efter referencerenten for ansatte uden for finanssektoren (ny)	Skat og rådgivning	Beierholm	Artikel	sep-11
Persondataforordningens betydning for ejendomsbranchen (ny)	Persondata og fast ejendom	Bech-Bruun	Nyhedsbrev	sep-13
Brexit: EUs udspil om IP-rettigheder	Brexit	Plesner	Artikel	sep-13
Domstolens kompetence i direkte søgsmål mod et ansvarsforsikrings-selskab	Shipping/offshore/transport	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	sep-13
Den nye patentordning og supplerende beskyttelsescertifikater	Patent	Plesner	Artikel	sep-12
Ny bog - undgå at overtræde børsreglerne	Børsregler	Plesner	Nyhedsbrev	sep-12
Underleverandørtydelser - Praksisændring - mulighed for genoptagelse tilbage til 2008	Skat & Afgifter	Beuerholm	Artikel	sep-12
Fokus på persondataforordningen kan skabe konkurrencemæssig fordel	Persondata	KPMG	Artikel	sep-07
Forslag til ny ferielov	Lovgivning	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Nyhedsbrev	sep-07
Regeringen øger datatilsynets budget med over 50% i forslag til ny finanslov	Databeskyttelse	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	sep-07
Høringsfristen for lovforslag til data-beskyttelses-loven er udløbet	Databeskyttelse	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	sep-07
Ny ESMA-vejledning om insiderlister for rådgivere	Lovgivning	Plesner	Artikel	set-06
Øget vished om adgang til og grænserne for anvendelse af delydelses-reglen	Udbudslov	Kroman Reumert	Nyhedsbrev	sep-05
Regeringens skatteudspil	Skat & Afgifter	Beierholm	Artikel	aug-17
Regeringen foreslår lempelser af erhvervsbeskatningen	Skat & Afgifter	Plesner	Artikel	aug-17
Konkurrence-rådet godkender fusion mellem IMERCO og INSPIRATION med tilsagn	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	aug-17

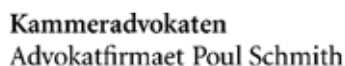
DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)











UGENS STÆRKESTE OG SVAGESTE ERHVERVSDÆKNING

MEDIEANMELDELSE

Gad vide hvad de tænker i Novo Nordisk? Kåre Schultz har været en hel del i erhvervsmedierne, og han er det overvejende stadig, selv om der er kommet en mere spørgende tone i artiklerne om hans lederegenskaber, efter hans hurtige opsigelse fra CEO-posten i Lundbeck. Og også efter den endnu hurtigere fyring af CEO Jesper B. Jørgensen i Royal Unibrew, som Schultz eksekverede som bestyrelsesformand i selskabet. Børsens faste kommentator Niels Lunde slutter dog sin gennemgang af sidstnævnte sag af med at konstatere, at Schultz "i hvert fald har taget ansvaret på sig". Men er det nødvendigvis tilfældet? Det eneste, vi ved om Jørgensens fyring er, at vi reelt ikke får at vide, hvad den handler om. Det forekommer komplet usandsynligt, at han virkelig skulle være ansat i Royal Unibrew, uden at både han selv, bestyrelsen og det involverede rekrutteringsfirma skulle have forholdt sig nøje til, om han matchede selskabets kultur. I vores uvidenhed kan vi kun gætte på, hvad der er sket. Og et sådant gæt er, at Schultz, der jo er på vej til at et supergodt lønnet job i Teva, har valgt den nemmeste og hurtigste løsning, frem for den bedste løsning, på et konkret ledelsesproblem. Schultz har, sine operative evner ufortalt, også gennem sine karrierevalg vist, at han sætter hensynet til sig selv meget højt. Ledelsen i Novo Nordisk er blevet hånet for, at den ikke formåede at holde på Schultz, som i stedet gik med en stor bonus og kort tid efter lod sig hyre af Lundbeck. Men det er i denne situation værd at erindre, at Novo ledelsen er alt andet end amatører, og at de har vel haft deres årsager til at fravælge Schultz som CEO.

Robert Ugglas fremtid. Nu vi taler om erhvervslederens personlige karakteristika: Rober Ugglas har haft en stor uge i medierne, efter at A.P. Møller Holding, som han er adm. direktør for, har købt Mærsk Tankers af datterselskabet. I Børsen beskrev han A.P. Møller Holding som en startup. Det er klar kommunikation, og man forstår, hvad han mener, selv om det må være fair at sige, at det i givet fald er en flyvende startup. Men de mange milliarder, der blot i de seneste måneder er flyttet rundt under Ugglas ledelse, gør det uhyre spændende ikke bare for selskabet og koncernen, men for hele landet, hvilket stof manden er gjort af. Der er som bekendt mange familieejede giganter

i dansk erhvervsliv, men familiemedlemmerne i tredje og fjerde generation plejer at træde i baggrunden: Det skulle være et usandsynligt held, hvis de har samme karisma og evner som deres forfædre, og desuden er det en helt anden opgave at lede en stor, gammel virksomhed, end det er at lede en ung, fremadstormende virksomhed. Måske er det også derfor, Ugglas foretrækker at beskrive sig selv som en iværksætter: Det er lidt mindre forpligtende, og det falder bedre i tråd med den gerning, som hans bedstefar og især hans olde- og tipoldefar stod for.

Ofte værd at citere. Børsen har fundet en spændende formel med sine "Udenfor citat"-klummer. Avisens journalister og redaktører kan her dyrke konkrete og personfikserede historier på en underholdende måde. Det er da for eksempel interessant, at de synspunkter, som formanden for Københavns Lufthavne forfægter, [synes at skifte](#) i takt med udskiftningen af storaktionærer. Netop den kommenterende form er velegnet, når man – som Børsen her gør – vil fremhæve paradokser eller selvmodsigende og forvirrende signaler fra mennesker, der på den ene eller den anden måde fører sig frem i erhvervslivet. Den slags signaler er der mange af. Det er en klumme med fremtid i.

Business borer. Berlingske Business holder prisværdigt nok fanen højt med ganske mange dybdeborende artikler. Dels fortsætter den bedrøvelige saga, som Berlingske Business satte gang i, om Danske Banks hvidvask af penge i den estiske filial. Det er værre end frygtet, [mener](#) bankens topchef Thomas F. Borgen nu. Og han vil iværksætte en storstilet undersøgelse. Det er naturligvis også interessant at se, hvordan bankchefen nu får forvandlet en potentiel skurkerolle til rollen som ivrig detektiv. Men vi vil også gerne fremhæve andre af ugens Berlingske-historier: [Beretningen om konkursen](#) i et moderne landbugsimperium i Himmerland, en [historie](#) om ejendomsstridigheder i Gentofte og [udredningen](#) af baggrunden for fyringen af Royal Unibrews topchef (se også ovenfor.) Berlingske Business' "mest læste"-lister viser, at den slags konfliktprægede og kritiske historier interesserer erhvervslæserne, der altså ikke kun går efter iværksætter-succeshistorier og nyt fra boligmarkedet.

STK/MOS

GLOBAL ØKONOMI TABER MOMENTUM

Fremgangen i den globale økonomi taber nu tydeligt momentum, og det begynder at ligne en klar opbremsning. På kun en måned er forventningen til USA's vækst i tredje kvartal halveret til 2 procent, ifølge Atlanta Fed.

GLOBAL KONJUNKTUR

Atlanta Fed's indikator for BNP-væksten i det igangværende kvartal er særlig interessant at følge, fordi den alene baserer sig på hårde data. Altså modsat de mange tillidsindikatorer, som baserer sig på ofte meget subjektive, bløde data, som påvirkes af den aktuelle stemning. Usikkerheden ved hårde data er så til gengæld, at de ofte afspejler, hvad de vigtigste underliggende drivkræfter var i økonomien for seks-ni måneder siden.

Ikke desto mindre er det tankevækkende, at flere af de ledende indikatorer baseret på soft data fortsat viser blå himmel og solskin, mens andre data viser, at der begynder at trække sorte skyer op til tordenvej. Vi har tidligere påpeget, at en svagere såkaldt Credit Impulse i Kina fra første kvartal næste år sandsynligvis vil lægge en dæmper på den globale vækst. Det er måske allerede det, man kan aflæse i de seneste økonomiske nøgletal for kinesisk økonomi.

Omkring USA's økonomi har det været en udbredt opfattelse, at der var godt gang i økonomien. Men de seneste hard data viser altså et lidt andet billede. På kun én måned har [Atlants Fed's indikator](#) nedjusteret BNP-væksten i tredje kvartal fra 4 til 2 procent. Som det fremgår af vækstbidraget fra de underliggende komponenter, er det især lavere privatforbrug, lavere erhvervsinvesteringer og lavere boliginvesteringer, som har trukket ned i væksten.

Også indikatoren fra [ECRI](#) viser fortsat tilbagegang på den del af indikatoren, som siger noget om vækstretningen. Efter flere måneders tilbagefald er indikatoren nu på det laveste niveau siden marts 2016, altså i halvandet år. Delindikatoren for vækst er ved at gå i minus. Men det konstateres også, at det sjældent sker, at økonomi går i recession, uden at der er en eller anden form for eksterne chok.

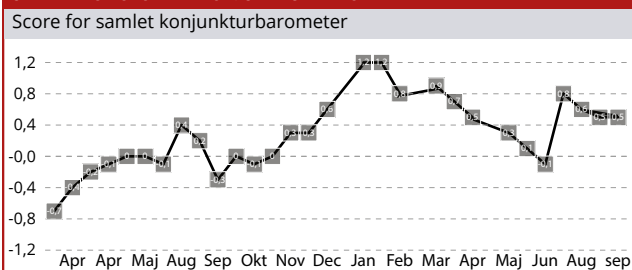
Som bekendt holdt den amerikanske centralbanks pengepolitiske komite møde forleden. Her blev renten fastholdt, men der var visse hawkish undertoner omkring den fremtidige balanceslankning.

Blandt økonomer er holdningen nu, at Fed stille og roligt vil forsøge at punktere de finansielle bobler, som er opbygget over de seneste år. Det erkendes, at inflationen fortsat er lav og faldende.

Vigende underliggende inflation passer også glimrende med, at de lange obligationsrenter over de seneste måneder har været faldene. Markederne venter altså ikke lige foreløbig noget inflationært pres som følge af en boomende makroøkonomi.

MWL

UDVIKLING I GLOBALT KONJUNKTURBAROMETER



GLOBAL KONJUNKTUR BAROMETER: DE VIGTIGSTE INTERNATIONALE KONJUNKTURINDIKATORER

	Seneste	Forrige	Data for	Score	Ændring	Tendens	Kilde
S&P 500 aktieindeks	2496	2460	sept	1	1	op	
ISM Fremstilling, Nye ordrer	60,3	60,4	aug	1	0	ned	ISM
Conference board LEI, Ledende indikator	128,8	128,3	aug	2	0	op	CONFERENCE BOARD
Conference board, Forbrugertillid Forvent.	104	103	aug	1	0	op	CONFERENCE BOARD
CRB Raw Industrial, råvarepriser	511	518	sept	0	-1	ned	CRBTREADER
OECD LEI, for Euroland	100,5	100,5	juli	0	0	uænd.	OECD
IFO-forventninger, Erhvervstillid	107,9	107,3	aug	1	0	uænd.	IFO.DE
Oliepriser (Crude)	51	49	sept	0	0	uænd.	
PMI Kina	51,6	51,1	aug	1	0	op	markit.com
Shanghai Container Shipping index	735	774	sept	-2	0	ned	en.sse.net.cn
SAMLET KONJUNKTURBAROMETER				0,5	0		

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og AktieUgebrevet

STADIG LANGT FRA GENNEMBRUD I BREXIT-FORHANDLING

Den britiske regering synes på vej til at blive enig med sig selv om at bede resten af EU om en toårig blød overgang til en hård Brexit i 2021. Theresa May tilbød ved mødet i Firenze, at Storbritannien betaler op imod 20 mia. euro til EU frem til slutningen af 2020, hvor EU's nuværende syvårige budgetramme udløber. Altså mod at London får lov til at forblive i det indre marked og delvist i EU's toldunion indtil da, skriver Jacob Kirkegård fra The Peterson Institute for International Economics i denne status på Brexit-forhandlingerne.

MAKROKOMMENTAR

Med denne løsning får EU's medlemslande alle de penge fra EU's budget, de havde regnet med. Samtidig får den britiske økonomi sig en lidt længere omstillingsperiode til livet uden for EU. Overfladisk kunne det synes som om, at Theresa May er kommet med et troværdigt udspil, som EU vil tage alvorligt nok til, at man på næste EU-topmøde i oktober kan erklære, at "tilstrækkelige fremskridt" er nået til at begynde snakken om også en fremtidig handelsaftale.

Det skal man dog af flere årsager ikke regne med kommer til at ske.

For det første er Theresa Mays politiske troværdighed i resten af EU meget lav. Alle ved, hun reelt tabte det valg, hun selv udskrev tidligere på året, og at hun derfor hurtigt kan blive afsat af sine egne partifæller. Det er derfor set med andre EU-lederes øjne ikke klart, om hun rent faktisk kan levere de ting, hun lover, hvorfor de ikke selv har nogen umiddelbar interesse i at indgå i realitetsforhandlinger lige med det samme.

For det andet er det klart, at en 20 mia. euro stor betaling for overgangsperioden kun dækker landets løbende budgetforpligtelser, og ikke de langsigtede finansielle forpligtelser, EU givet også vil kræve betalt. Med mindre Theresa May derfor hjemme i London gør det helt klart for sit eget konservative parti, at de 20 mia. euro kun er første afdrag på Brexit – noget der ikke er meget som tyder på sker – vil resten af EU næppe blive overvældet af dette tilbud.

For det tredje synes tilbuddet at være betinget af, at Storbritannien i overgangsperioden, på trods af stadig at være med i EU's Toldunion, vil kunne påbegynde nye frihandelsaftaler med andre lande. Det er givet et krav fra Mays pro-Brexit fløj, der jo ganske som premierministeren selv ofte har talt om "Global Britain" efter Brexit, men

det vil være helt uacceptabelt for EU. Reelt set vil den eneste overgangsperiode, resten af EU vil acceptere, være en version, hvor det fulde finansielle og juridiske status quo for Storbritanniens medlemskab opretholdes.

For det fjerde er spørgsmålene om EU-borgeres rettigheder i Storbritannien efter Brexit stadig langt fra besvarede. Tværtimod har de seneste måneder vist, at Bruxelles og London står endog meget langt fra hinanden med hensyn til både præcis hvilke rettigheder, der er tale om, og ikke mindst hvem, der skal håndhæve dem. Med mindre Theresa May i de kommende uger udviser langt mere fleksibilitet også på dette område, bliver der givet ingen synderlige fremskridt inden oktober.

For det femte er der spørgsmålet om Nordirland og ikke mindst hvordan grænsen skal håndhæves for personer og varer og tjenesteydelser efter Brexit. Ingen ønsker en ny fysisk grænse mellem Nord- og resten af Irland, men det er klart, at såfremt Storbritannien træder ud af EU's toldunion, er der ingen vej udenom en eller anden form for told- og varekontrol ved grænsen. Indtil videre har den britiske regering ikke været istand til at komme med innovative løsninger på dette problem, hvilket vanskeliggør de nødvendige fremskridt.

For det sjette er det forsat klart, at Brexit-forhandlingernes fundamentale skævhed til stadighed viser sig i EU's favør. Der er således ingen tvivl om, at såfremt der ikke bliver tilstrækkelige fremskridt i forhandlingerne inden oktober, vil den øgede økonomiske usikkerhed forværre situationen i Storbritannien og svække den britiske regerings forhandlingsposition. Der er derfor ikke umiddelbart nogen god grund til, at resten af EU skulle være interesseret i at acceptere en for dem halvdårlig forhandlingssituation i oktober. Hvis de siger nej, stiger presset mest på London, og EU får derved muligheden for en bedre aftale et par måneder senere.

Sagen er nemlig også den, at tiden nu er så fremskreden, at Theresa Mays trussel om simpelthen at udvandre fra forhandlingerne uden en aftale med EU ikke længere er troværdig, grundet at den britiske regering ikke til dato har lavet nogen reelle forberedelser til et "No deal-scenario". Og det er trods alt utænkeligt, at en folkevalgt regering i et stort EU-land som Storbritannien blot vil lade sin økonomi forfalde til kaos.

UDSIGT TIL AMERIKANSK RENTEFORHØJELSE TIL DECEMBER

Både Danske Bank og Jyske Bank tror på, at den amerikanske centralbank hæver renten til december. Hvad der herefter sker i det nye år er straks mere usikkert. Det kan både blive til en, to eller tre renteforhøjelser.

KORT RENTE

Mens markedet i øjeblikket ifølge Jyske Bank har indregnet en sandsynlighed på 64 procent for, at der kommer en amerikansk renteforhøjelse i december, ligger udviklingen herefter noget åben. Efter det seneste rentemøde her i september har reaktionen været, at der er skruet en smule op for forventningerne. Det kan aflæses af de såkaldte forwardrenter, hvor niveauet for det kommende halvandet år har fået et nøk opad.

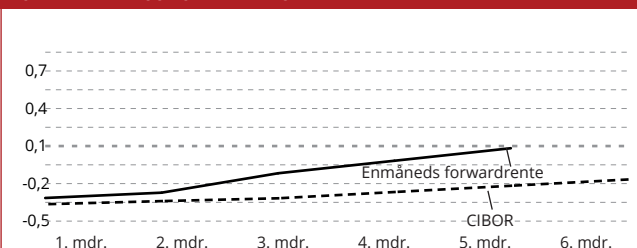
Forklaringen er, at Fed viste sig at være en smule mere høgeagtig, end markedet havde ventet, og det har altså sat sig i priserne som lidt større forventninger til kommende renteforhøjelser. Den amerikanske centralbankchef Janet Yellen vurderede nemlig, at det fald, der har været i inflationen, er midlertidigt, og det betyder, at der er åbent for, at renten kan forhøjes, fordi hun forventer, at inflationen stiger igen.

Jyske Bank peger på, at der tidligere har været en vurdering af, at Fed har det fint med at hæve renten, når der er så stor forventning i markedet, som de aktuelle tal viser. Elles ville det komme som en stor overraskelse for markedet og medføre store reaktioner, og det er ikke noget, man bryder sig om fra centralbankens side.

Men kigger vi over i det kommende år, så er der betydelig forskel på de signaler der ligger i de såkaldte dot-plot, og så det, markedet har indregnet. Dot-plots peger på tre renteforhøjelser, og det er altså de forventninger, medlemmer af centralbanken selv har. Men markedet har kun indregnet en enkelt forhøjelse i 2018. Jyske Bank tror på to renteforhøjelser i 2018. Danske Banks prognose går et år frem, og her venter man en forhøjelse til december i år, og yderligere en i sommeren eller efteråret 2018. Udover rentebetragtningerne ligger det nu fast, at Fed begynder reduktionen af balancen i næste måned, i form af at der ikke sker fuldt opkøb af forfaldne obligationer.

Ejlif Thomsen

KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

FRA-SATSER

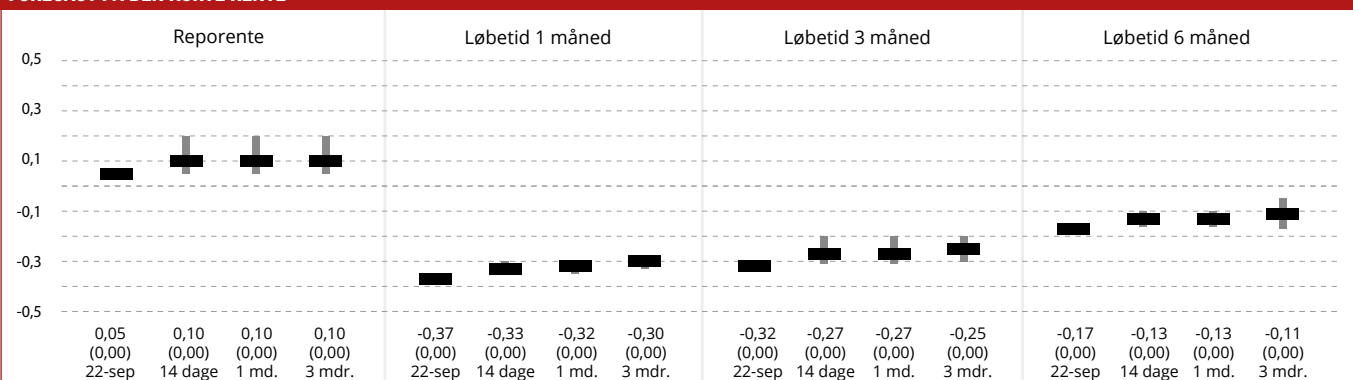
Rentesats i procent

Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
dec-17	-0,3/27	-0,15/13
mar-18	-0,28/26	-0,13/11
jun-18	-0,25/23	-0,09/07
sep-18	-0,2/19	-0,03/01

Ud for sep-17 3 mdr. står -0,3/27. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,3 pct. fra dec. 17 til mar. 18. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,27 pct. fra dec. 17 til mar. 18.

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

NORDKOREA PÅVIRKER STADIG RENTEN

Den tiårige statsrente ligger fortsat i den lave ende af et langvarigt snævert handelsinterval, og en af årsagerne er den fortsatte voldsomme retorik mellem USA og Nordkorea. Danske Bank peger dog på, at retningen for den kommende periode vil være opad.

LANG RENTE

Danske Bank vurderer i sin nyeste renteproggnose, at den globale økonomi nu er i god form, og samtidig at deflationsfrygten nu er ude af markedet. Det er argumenter for, at vi kan forvente stigende lange renter det kommende år; dog ikke særlig meget.

Men på den korte bane er markedet påvirket af flere risici. Dels er der frygten for, at konflikten mellem USA og Nordkorea udvikler sig til en decideret krig. Denne frygt har bølget en del frem og tilbage i en længere periode, og ifølge Danske Bank har det været medvirkende til, at investorerne i et vist omfang er søgt i sikre havne. Det er i den forbindelse også danske statsobligationer. Dertil kommer den årligt tilbagevendende begivenhed med diskussioner

om det amerikanske gældsloft. Begge forhold er med til at presse renteniveauet nedad.

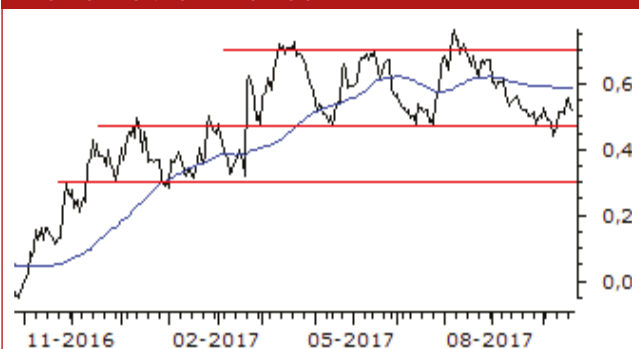
Særligt for de danske renters vedkommende spiller det også ind, at der både er og fortsat forventes at være beskedne danske udstedelser af statsobligationer. Det har været medvirkende til, at rentespændet mellem danske og tyske statsobligationer er indsnævret til i øjeblikket omkring 11 basispoint.

STATSRENTER: GIVER STØTTELINJE EFTER?

Renten standsede endnu engang faldet ved niveauet lige under 0,5 procent, og dermed er det mest sandsynlige en fortsat stigning op til niveauet omkring 0,7 procent. Eftersom det seneste rentefald sendte renten ned på det laveste niveau siden februar, er det dog værd at holde øje med, hvor den næste top bliver. Kommer den til at ligge under 0,7 procent, vil det være et signal om, at den sidelæns bevægelse i intervallet 0,5-0,7 procent står foran et brud i nedadgående retning.

Ejlif Thomsen

DANSKE STAT 3% 2021 – KORT SIGT



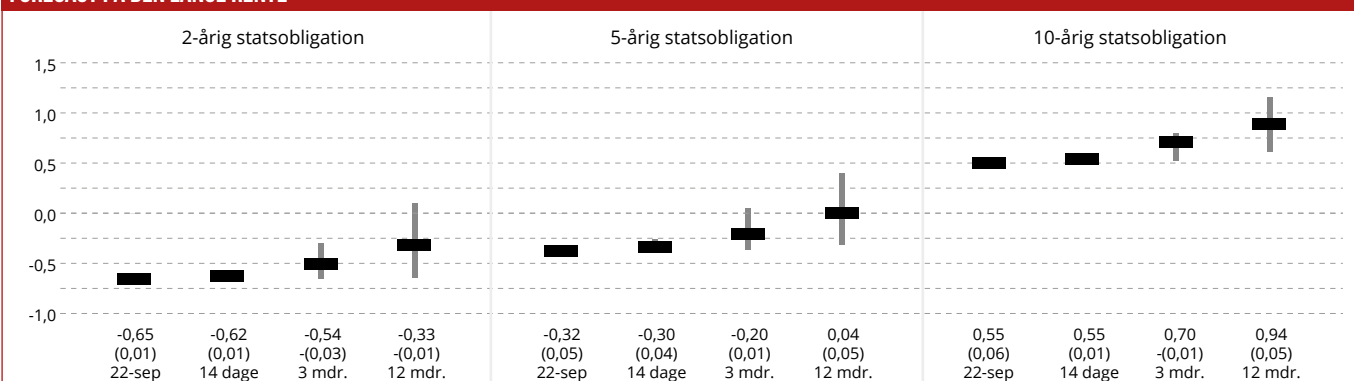
Kilde: BCVIEW

DANSKE STAT 3% 2021 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 0,25 pct. 2018, 3% 2021 og 0,5% pct. 2027. 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

RIKSBANKEN VENTER TILBAGEFALD I INFLATIONEN

Selvom den svenske inflation i august var højere end ventet, er det ikke noget, der får Riksbanken til her og nu at overveje stramninger.

VALUTA

Det viser referatet fra det seneste svenske rentemøde her i september. Samtidig ser Riksbanken ikke tegn på nogen overophedning af økonomien – bortset fra boligmarkedet. Men ifølge Nordea er det ikke noget, der spiller ind på pengepolitikken.

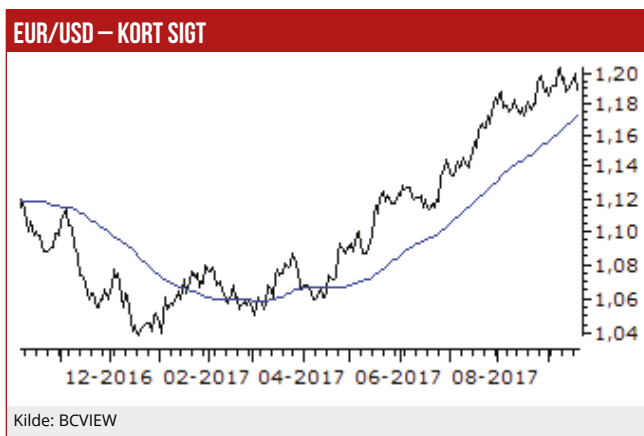
En af grundene til, at Riksbanken ikke er meget for at stramme pengepolitikken, selvom inflationstallene er høje, er, at man ikke ønsker en hurtig yderligere styrkelse af valutaen, som allerede er steget i juli og august. Herudover ser Riksbanken tegn på, at inflationen vil falde tilbage igen omkring årsskiftet. Centralbankchefen hæfter

sig i referatet også ved, at der ikke er tegn på lønpres, og vurderingen er, at man ikke vil reagere, selvom der skulle komme en periode, hvor inflationen ligger højere end de 2 procent, der er pejlemærket.

EUR/USD FORTSÆTTER INDEN FOR INTERVAL

EUR/USD blev i første omgang afvist ved forsøget på at komme forbi modstanden ved 1,205 EUR/USD. Indtil videre ligger bunden i det seneste fald lidt højere end ved det forrige fald, men den seneste top i 1,199 EUR/USD lå til gengæld lavere end den forrige top i 1,204 EUR/USD. Det er et signal om, at styrken i den hidtidige stigning er aftagende, og at et tilbagefald mod 60 dages glidende gennemsnit i 1,172 EUR/USD vil være en sandsynlig udvikling den kommende tid.

Ejlif Thomsen



FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr.
		22-09-2017	1 måned	3 måneder	6 måneder	Inkl. termin
EUR		7,44	7,44 (7,43-7,44)	7,44 (7,44-7,45)	7,44 (7,44-7,45)	7,44
GBP	!	8,41	8,41 (8,1-8,55)	8,43 (8,18-8,57)	8,51 (8,32-8,71)	8,38
SEK	!	0,78	0,78 (0,78-0,79)	0,79 (0,78-0,81)	0,80 (0,78-0,81)	0,78
NOK	!	0,80	0,80 (0,79-0,82)	0,81 (0,78-0,83)	0,81 (0,79-0,85)	0,79
CHF	!	6,41	6,51 (6,4-6,65)	6,53 (6,4-6,71)	6,52 0,00	6,42
PLN		1,74	1,74 (1,73-1,75)	1,74 (1,73-1,76)	1,77 (1,74-1,79)	1,74
USD	!	6,21	6,34 (6,25-6,48)	6,36 (6,25-6,48)	6,27 (6,1-6,48)	6,14
JPY	!!!	5,54	5,76 (5,58-6,17)	5,77 (5,5-6,17)	5,71 (5,3-6,13)	0,06
(X100)						
EUR/USD	!	1,20	1,17 (1,15-1,19)	1,17 (1,15-1,19)	1,19 (1,15-1,22)	1,21

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:

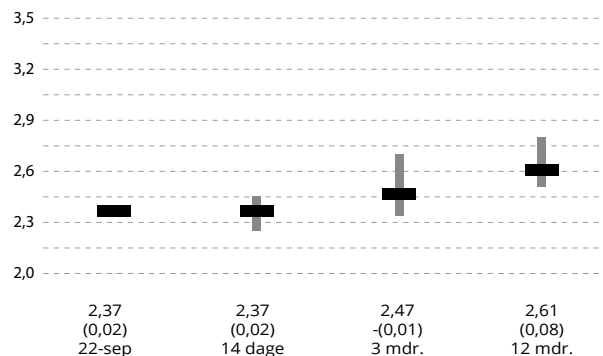
- Alm. Brand Markets
- Danske Markets
- Handelsbanken Markets
- Nordea Markets
- Nykredit Markets
- Saxo Bank
- Sydbank

FINANSKALENDER

Vigtige begivenheder på finansmarkedet - 25. september -1. oktober			
Tyskland	IFO Erhvervsclima	- (115,9)	25. september
USA	Aktivitetsindeks	(-0,01)	25. september
USA	Nye boligsalg	600,000 (571.000)	26. september
USA	Conf. Board forbrugertillid	119,3 (122,9)	26. september
Eurozonen	M3, pengemængde, YoY	- (4,5 pct.)	27. september
USA	Ordre, varige goder	0,9 pct. (-6,8 pct.)	27. september
USA	Igangværende boligsalg	-0,5 pct. (-0,8 pct.)	27. september
New Zealand	Rentemøde, RBNZ	1,75 pct. (1,75 pct.)	27. september
USA	BNP, anualiseret	3,1 pct. (3,0 pct.)	28. september
USA	Engroslagre	- (0,6 pct.)	28. september
USA	Førstegangsansøgere til understøttelse	- (-)	28. september
Japan	Arbejdsløshed	2,8 pct. (2,8 pct.)	29. september
Japan	CPI	0,7 pct. (0,4 pct.)	29. september
Japan	Industriproduktion	1,8 pct. (-0,8 pct.)	29. september
Tyskland	Arbejdsløshed	- (5,7 pct.)	29. september
Eurozonen	Forbrugerpriser, YoY	- (1,5 pct.)	29. september
USA	Privatforbrug	0,1 pct. (0,3 pct.)	29. september
Canada	BNP	- (0,3 pct.)	29. september
USA	Forbrugerpriser	57,5 (58,9)	29. september
Kina	PMI, fremstilling	- (51,7)	30. september

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

30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

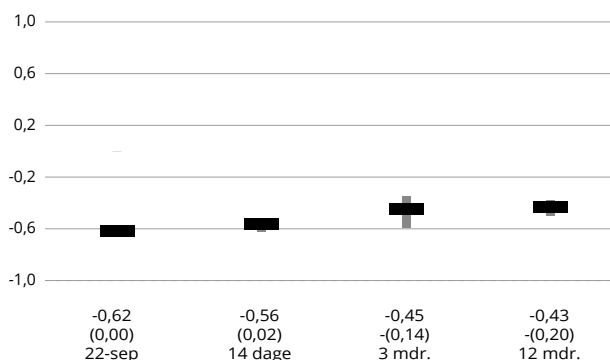


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. april 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

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. april 2018 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

KOLOFON

Ansvh. chefredaktør: Morten W. Langer

Adm. direktør: Steffen Damborg

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

Redigering og layout: Henrik Skovgaard Lauritsen

Grafik og research: Birk Løfqvist, Eva Busck Fensvig, Haris Nogo, Maria Nørgaard Langer, Villads Michelsen

ISSN 1903 - 8666

Bogholderi: Jørgen Olsen jo@ugebrev.dk

Kopiering eller videresendelse ikke tilladt

Annoncesalg
NICHEHUSET
Bredgade 23
1260 København K

T 35 35 10 10
hej@nichehuset.dk
www.nichehuset.dk/ugebrev

NICHEHUSET
MEDIER VIRKER

Økonomisk Ugebrev Finans/CFO
udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S
Pilestræde 34, 4. sal, 1147 København K
CVR-nr.: 31760623
Redaktionens tlf. nr.: 70 23 40 10
Hjemmeside: www.ugebrev.dk
Email: kontakt@ugebrev.dk

Abonnement:

Helår 5.995 kr. eks. moms
Halvår 3.600 kr. eks. moms

DOWNLOAD PDF
TIL PRINT

