



# Økonomisk Ugebrev **Finans/CFO**

Nyhedsbrev om finans og corporate finance

## Dramatisk opgør om Pandora i storfinansens

**Højest usædvanligt måtte finanshuset ABG Sundal tidligt fredag aflyse et varslet investormøde med shortfonden Maverick, som skulle redegøre for sin case om Pandora. Mødet blev aflyst af compliancemæssige årsager. Forud var gået en højdramatisk uge for Pandora-aktien, med milliardinteresser som aktører.**

Internationale investorer med milliarder på spil har på det seneste spillet noget, der ligner hasard, med deres aktier i **Pandora**. Det danske succesrige C20-selskab med en børsværdi på 83 mia. kr. har i 2017 tabt mere end 20 procent af markedsværdien, svarende til ca. 20 mia. kroner. Store internationale shortfonde har tjent milliarder på nedturen, som først og fremmest har været skabt af øget usikkerhed om selve Pandoras langsigtede equity story.

Det seneste halve år er der blevet skabt øget tvivl om, hvorvidt Pandora på den lange bane kan holde både vækstsporet og den ekstremt høje lønsomhed, ikke mindst med de grundlæggende usikkerheder, der ligger i at være en såkaldt one product-company, der er meget afhængigt af et enkelt produkt, som kan vise sig at være en tidsbegrænset modedille. Hos investorer med milliarder i Pandora kan blot et lille pip om revner i historien skabe enorm nervøsitet, grænsende til panik.

Dramaet kulminerede fredag i denne uge, hvor finanshuset **ABG Sundal** have varslet et investormøde med den amerikanske shortfond **Maverick**, som har shortet hvad der svarer til knap 1 procent af aktiekapitalen i Pandora. Sammen med to andre shortfonde, **Lone Pine Capital** og **Coatue**, har man shortet næsten 4 procent, svarende til en markedsværdi på 3-4 mia. kr. Alene opbygningen af disse enorme shortpositioner har de seneste måneder lagt et pres på Pandoras aktiekurs, idet den type fonde typisk låner aktierne af langsigtede investorer, og derefter sælger dem i markedet. Angrebet fra shortfondene kan altså i sig selv dykke aktiekursen markant, uagtet at der måske ikke er nogen fundamentale grunde til det.

Og det er netop det, der fortsat er spørgsmålet. Ugen startede med, at en af de mest toneangivende Pandora-analytikere, **Lars Topholm** fra finanshuset **Carnegie**, offentliggjorde sin kvartalsvise survey med input fra 800 Pandora-forhandlere i Europa og USA. I analysen blev hans kursmål sat ned fra 1250 til 850 (mod den aktuelle aktiekurs på det tidspunkt på ca. 750). Antageligt godt hjulpet af de udenlandske shortfonde blev aktien dykket hele 13 procent på en enkelt dag under massiv omsætning.

**FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »**

### LÆS I ØKONOMISK UGEBREV FINANS/CFO NR. 14/2017

**Kritik: Investforeningers nye produkter er tågede:** Uigennemsigtigt og bankernes genvej til at omgå MiFID2-krav. Kritik over nye investeringsklasser, de fleste store investeringsforeninger er på vej med... [\[Side 05\]](#)

**Poulsen skal genopfinde meningen med DONG:** Med vindmølleparker uden tilskud skal Henrik Poulsen overbevise investorerne om, at risikoen er under kontrol... [\[Side 06\]](#)

**Uklarhed om Falcks strategi giver chefflugt:** Falck står i et strategisk tomrum indtil den nye CEO Jakob Riis tiltræder til maj. Imens afventer organisationen en ny fokuseret strategi... [\[Side 07\]](#)

**Tilsyn på vej med oplysningskrav om alternativer:** Kunderne bærer risikoen for tab på alternativer, men det er umuligt at se, hvordan milliarderne investeres. Tilsynet varsler også flere kontrolbesøg... [\[Side 10\]](#)

« FORTSAT FRA FORSIDEN

Analysen konkluderer på baggrund af det gennemførte dealer survey blandt andet, at markedsforholdene i Italien, Frankrig og UK har været svage i første kvartal, mens USA har været bedre end ventet. Topholm skriver, at der kan være tale om et svagt enkeltkvartal, eller at Pandora står over for en strukturel svækkelse. "In short, the jury is still out, but Pandora rarely gets the benefits of the doubt and some will want more evidence," hedder det i analysen.

**Pandora slog igen**

Kursfaldet samme dag på 13 procent bekræftede denne vurdering, som klart var vand på shortfondenes mølle. Torsdag overraskede Pandora med at udsende en [børsmeddelelse](#), hvor der dels blev meddelt om en ændring i den løbende salgsrapportering til investorerne, dels at ledelsen fastholdt den tidligere udmeldte årsforventning. Da en stor del af shortfondenes case var baseret på stor svaghed i årets første kvartal, var det naturligvis en stor dukkert.

Efter et lille kurscomeback torsdag, samtidig med Pandoras meddelelse, gik de udenlandske investorer igen på barrikaderne fredag med et samlet nettosalg på næsten 200 mio. kr. Fra morgenstunden var der lagt op til genopstået morgensol for shortfondenes case, idet ABG Sundal havde varslet investormøde med Maverick, som ville fremlægge sin (negative) case for Pandora, uden at det dog var muligt for analytikerne at stille spørgsmål.

I løbet af formiddagen modtog analytikere og investorer en meddelelse fra ABG om, at arrangementet var blevet aflyst af compliancemæssige grunde. Økonomisk Ugebrev har uden held forsøgt

at få en forklaring på aflysningen fra aktiechef hos ABG, **Tue Østergaard**. Mest sandsynligt er det, at Maverick selv har aflyst, fordi det af myndighederne kunne ses som problematisk, hvis fonden den ene dag promoverer deres salgscase, og næste dag begynder at købe op – for at afdække sin shortposition, hvis det nu var planen. Fremgangsmåden, med at fremme en salgansbefaling og derefter selv købe, grænser til markedsmisbrug. Ved at aflyse mødet bliver Maverick ikke bundet på hænder og fødder af en offentlig udmelding.

En anden forklaring kan være, at Maverick og måske ABG har fået et vink med en vognstang fra **Finanstilsynet**, måske efter et hint fra Pandora, som næppe synes at Mavericks optræden er til gavn for Pandoras kursdannelse.

**Ingen snorlige vej**

Blandt analytikerne blev aflysningen af mødet modtaget med blandede følelser: På den ene side ses det som en uskik, at en storinvestor med en stor egenposition på den måde promoverer sin sikkert ret ensidige historie. På den anden side er der analytikere, som er nysgerrige på, hvad Maverick har at fortælle, og om det er varm luft eller noget, de skal tage seriøst.

Pandora har da heller ikke kørt snorlige ud af vejen det seneste halvår: Allerede sidste sommer startede det med, at en ekspert i forensic accounting kom på banen med en bekymring om, at Pandoras salgsdata ville blive kvalitetsforringet. I Q3-rapporten blev det så åbenlyst, at disse data ikke kunne bruges til så meget, på grund af

**FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »**

## Indholdsfortegnelse

**NYHEDSANALYSER**

- 01 Dramatisk opgør om Pandora i storfinansien
- 04 Jagt på en ankerinvestor: Stabilisator og sovepude
- 05 Kritik: Investforeningers nye produkter er tågede
- 06 Poulsen skal genopfinde DONG
- 07 Uklarhed om Falcks strategi giver chefflugt
- 08 C20 selskaber rykker på oplysning om skattepolitik

**TEMA: ALTERNATIVE INVESTERINGER 2017**

- 09 Store forskelle i afkast og risici på alternativer
- 10 Tilsyn på vej med oplysningskrav om alternativer
- 11 Tilsyn sår tvivl om værdi på alternativer
- 12 Finanstilsynet: "Det er ikke en "gratis frokost"

**OVERBLIK & KONJUNKTUR**

- 13 Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 14 Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 15 Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning
- 16 Industriens investeringer dykker kraftigt

**MARKEDSOVERVÅGNING**

- 17 Fransk præsidentvalg kan skubbe til danske renter
- 18 Lange renter forbliver lave de kommende måneder
- 19 Norske kroner underdrejet af lav oliepris
- 20 Finans & Boligkalender

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

forskydninger mellem geografiske regioner og forskellige distributionskanaler. Uklarheden om den underliggende salgsudvikling blev forstærket i Q4-rapporten, da analytikere og investorer ikke kunne gennemskue, hvad der skete.

Den generelt stigende nervøsitet – og usikkerhed – blev så næret for nylig af amerikanske importdata, som viste faldende import fra Thailand af smykker, hvor Pandora har sin produktion. Samtidig kommer trafikdata for amerikanske malls, som viser et fald på 15 procent. Herefter fik shorterne yderligere vind i sejlene med fald i Google trends data for Pandora.

**Usikkerhed om data**

Samlet set har shortsellerne dog fået succes på et utroligt spinkelt grundlag. Blandt andet var Google-søgningerne sidste år boostede af et fælles Disney-produkt, og Kina indgår ikke i tallene. Importtallene til USA fra Thailand svarede slet ikke til eksporttallene fra Thailand, og lavere salg i amerikanske malls kan meget vel være rykket over til Pandoras eget onlinesalg, hvor lønsomheden er over dobbelt så høj.

Bundlinjen er, at Pandoras ledelse netop har fastholdt guidance på 5-10 procent salgsvækst, mens eksempelvis **Carnegie** nu siger 2 procent i Q1 2017. Faktum er også, at selv Carnegie for helåret 2017 ser en vækst i EBITDA på ca. 10 procent, hvorefter aktien handles til en price/earning på 13 og næste år på 11, hvilket er ekstremt meget lavere end de nære konkurrenter.

Blandt andre analytikere er holdningen, at Carnegies channel checks er blevet stadig mere usikre, ikke mindst fordi de ikke fanger det stigende onlinesalg. Markedsundersøgelserne er ved

tidligere lejligheder kikset en del, så de skal tolkes med stor forsigtighed, lyder vurderingen, hvor det også anerkendes, at Topholm har ramt Pandora lige i skabet fra kurs 50 til nu.

Omkring Pandora ændrede rapporteringspraksis ligger det faktisk i kortene, at analytikere og investorer fremover vil få færre datapunkter. I forhold til de nære konkurrenter har Pandora oplyst ekstremt mange data, og det har også givet flere forskellige fortolkningsmuligheder.

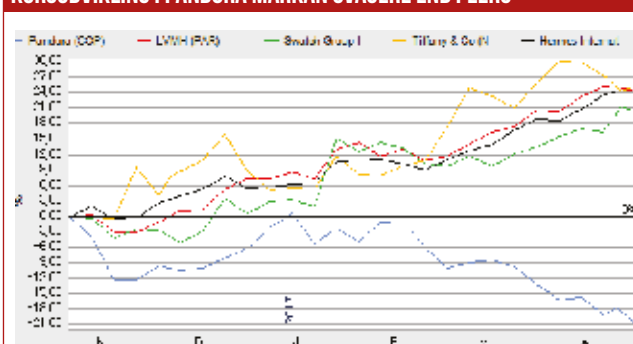
MWL

**PANDORA MARKANT BILLIGERE END PEERS**

12 April 2017	EV/EBIT	P/E	P/E	% ændring
	FY (18e)	FY (17e)	FY (18e)	YTD
<b>Pandora</b>	<b>8,9</b>	<b>12,9</b>	<b>10,8</b>	<b>-20%</b>
Hermes Int'l	22,3	39	36,2	16%
Swatch Group	14,9	25	20,5	16%
Tiffany & Co.	13,4	23,3	21,3	19%
LVMH	12,4	22,4	20,6	15%
Ralph Lauren Corp.	9,2	15,5	14,2	-11%
PVH Corp.	10,7	13,7	12,4	12%

Kilde: Carnegie Reserach: FactSet

**KURSDVIKLING I PANDORA MARKAN SVAGERE END PEERS**



Kilde: Euroland.com

# Jagt på en ankerinvestor: Stabilisator og sovepude

**Vestas-formand Bert Nordberg vil gerne have en stabil ankerinvestor med en større aktiepost ind i ejerkredsen. Stadig flere børsnoterede selskaber får rent faktisk ankerinvestorer, blandt andet er de store familiefonde ivrige opkøbere. I bedste fald kan det give velplanlagt langsigtet vækst. I værste fald dæmper det ledelsens motivation. God governance er afgørende, med adskillelse af selskabernes bestyrelser og ejerfondene.**

## ANALYSE

Det ville være trygt at få en ankerinvestor ind i **Vestas** spredte aktionærkreds, mener formanden for vindmøllekoncernens bestyrelse, **Bert Nordberg**. Han kunne ikke lokke en stor erfaren investor ind som aktionær med 15-20 procent, da han tiltrådte i 2012, da Vestas var i krise. Og i dag vil det blive rigtigt dyrt at købe en stor aktiepost i Vestas.

Bert Nordberg vil gerne have en langsigtet ejer, som bestyrelsen kan diskutere med, og som giver langsigtet stabilitet. Måske vil han også gerne sikre virksomheden bedre mod kapitalstærke internationale teknologikoncerner eller kapitalfonde, der bliver interesserede i Vestas.

## Stadig flere ankerinvestorer

I givet fald står han næppe alene med sine synspunkter. Selv om formænd og topchefer for børsnoterede selskaber erklærer sig åbne over for overtagelsestilbud (det skal de jo), så ønsker mange af dem at blive ved med at stå i spidsen for en selvstændig virksomhed.

Og en del ønsker sig også lidt mere uafhængighed over for et aktiemarked, som de anser for kortsigtet. Se blot den seneste uges tumult omkring udviklingen i **Pandora**-aktien. En ankerinvestor vil, forestiller man sig, kunne acceptere langsigtede investeringsplaner med nedgang i den frie pengestrøm og deraf følgende begrænsning af aktietilbagekøb og udbytteudbetalinger.

Mange bestyrelser for større danske børsnoterede virksomheder har faktisk fået deres ønske opfyldt i de seneste fem år. En hel stribede danske investeringselskaber og fonde har fundet nye roller som netop en slags ankerinvestorer. **Novo AS** er nu storaktionær i ikke blot **Novo Nordisk**, **Novozymes** og **NNIT**, men også i **Chr. Hansen** og **FLSmidth & Co.**

**Kirkbi** er blevet storaktionær i **ISS**, **Lundbeck-fonden** er storaktionær i **ALK**. **Oticon Fonden** i ikke blot **William Demant Holding** men også i **Jeudan** og **Össur**. **Chr. Augustinus Fabrikker** er

i de seneste år blevet storaktionær i et voksende antal mindre og mellemstore børsnoterede selskaber, så som **Gyldendal**, **Tivoli** og **Royal Unibrew**.

Det er tænkeligt, at de store pengetanke vil købe betydelige poster i endnu flere børsnoterede selskaber. **A.P. Møller Holding** kan f.eks. blive storaktionær i ikke blot **Danske Bank** og **A.P. Møller-Mærsk**, men også i andre børsnoterede virksomheder.

Stribevis af bestyrelser for danske børsnoterede selskaber har nu en storaktionær, der kan blokere fjendtlige overtagelser, og som eventuelt også kan være langsigtet strategisk sparringpartner.

Men der er også en principiel risiko i ejerforhold, der giver bestyrelse og topledelse en betydelig grad af tryghed. Netop når der ikke er en stabil hovedejer, kan pres fra aktiemarkedet og risikoen for fjendtlige overtagelser i høj grad bidrage til at holde ledelsen vågen. Der er stadig betydelige danske børsnoterede selskaber, som **DSV**, **NKT**, **TDC**, **GN**, **Pandora**, **Genmab** – og netop Vestas – som ikke har en stærk storaktionær. Og i disse selskaber finder vi netop nogle af de bedste eksempler på ledelser, der i de seneste år har optrådt særligt aktionærvenligt og som har formået at forene højt afkast med langsigtet vækst.

## Governance bliver endnu vigtigere

Det er sandsynligvis muligt at forene fordelene ved langsigtede stabile ejerforhold med de fordele, som presset fra aktiemarkedet skaber. **A.P. Møller Holding** lægger i sin igangværende omstrukturering op til, at gruppen vil forsøge at gøre netop det.

Men hvis det skal lykkes, må de store pengetanke netop udøve rollen som aktive, krævende ejere. For det langsigtede ejerskab indebærer også en fare: Forholdet mellem ankerinvestor og børsnoteret virksomhed kan blive lidt for tæt, så man forstår hinanden lidt for godt. I takt med at de store pengetanke får en større rolle, bliver det derfor også stadig vigtigere, at de opretholder vigtige corporate governance-principper, der sikrer en sund og kritisk distance mellem ankerinvestor og børsnoteret virksomhed.

Det er vanskeligere at opretholde denne distance, når den magthavende personkreds hos ankerinvestoren ikke holdes klart adskilt fra nuværende og tidligere ledelse i den børsnoterede virksomhed.

**Falck**-koncernens struktur kan være et eksempel på dette, idet der er overlap mellem ejerfondene og selskabets bestyrelse.

**Morten A. Sørensen**

# Kritik: Investforeningers nye produkter er tågede

**Uigennemsigtigt, i bankernes egen interesse og til skade for likviditeten. Så skarp lyder kritikken fra flere sider over de nye investeringsklasser, de fleste store investeringsforeninger er på vej med.**

## ANALYSE

De største danske investeringsforeninger er på vej med en kæmpe håndsrækning til de banker, der står til at miste provisioner for flere mia. kroner fra 1. juli, når de nye MiFID2-regler træder i kraft. Efter denne dato må bankerne ikke længere modtage provision for at sælge investeringsbeviser til de kunder, der har en aftale om porteføljepleje, og som har givet banken fuldmagt til at pleje deres formue.

I stedet vil bankerne, som tidligere beskrevet her i Økonomisk Ugebrev, sende kunderne en regning, der vil blive pålagt 25 pct. moms. Næsten halvdelen af danskere med opsparing i investeringsforeninger har en sådan aftale, viser den seneste opgørelse fra Investeringsforeningsbranchen.

## Provisioner i nyt setup

Frygten er, at mange kunder vil reagere, når de får en sådan regning, og trække sig ud af deres porteføljeplejeaftale. Det kan de stadig vælge at gøre, men hvis de så fortsat vil eje investeringsbeviser, er de hensat til at købe beviser, hvor en del af afkastet fortsat vil gå til provision til bankerne. Forbuddet for bankerne mod at modtage provision gælder nemlig kun ved porteføljeplejeaftaler.

Investeringsforeningernes løsning bliver at skabe helt nye såkaldte andelsklasser. De er i bund og grund fuldstændig magen til de eksisterende investeringsafdelinger, men med to vigtige undtagelser: Der er ingen provision til bankerne indbygget, og de bliver ikke børsnoterede.

"Derved bliver det umuligt for alle andre at kunne købe disse investeringsforeningsbeviser uden provision til banken. Investorerne, der ikke ønsker rådgivning, kan ikke bare gå ind i deres netbank og købe dem. Hvis de gerne vil have disse papirer, skal det ske gennem en porteføljeplejeaftale med deres bank. Og så kommer der en regning for rådgivning," siger **Nikolaj Holdt Mikkelsen**, chefanalytiker hos **Morningstar**.

Samme kritik kommer fra investeringsdirektør **Teis Knutsen** i **Saxo Privatbank**. "Vi har hele tiden været fortalere for et totalforbud mod provisioner. Det ville have givet os et enhedsmarked. Nu får vi i stedet et marked, hvor nogle andelsklasser i en investeringsforening er noteret på børsen, mens

andre ikke er. Det vil gå ud over likviditeten, og vi risikerer at sætte markedet over styr," siger han.

Adm. direktør i **Miranova**, **Rune Wagenitz Sørensen**, frygter, at priserne bliver helt uigennemskuelige. "Vi taler om, at de her fonde er fyldt med børsnoterede værdipapirer fra eksempelvis **Coca Cola** og **Mercedes Benz**. Og så pakker man dem ind i unoterede fonde. Jeg kan ikke gennemskue, hvad der kommer til at ske i kraft af, at det er unoterede fonde, og om kursstillelsen dermed bliver god eller dårlig. Jeg er glad for, det ikke er mig, der som investor skal sidde med en stribe unoterede fonde. Det ønsker jeg ikke," siger Rune Wagenitz Sørensen.

## Forsvar fra Sparinvest

Souschef i **Sparinvest**, **Thomas Valentiner**, bekræfter, at Sparinvest, på linje med de andre store investeringsforeninger, er klar med de nye andelsklasser fra juni måned, lige før MiFID2 træder i kraft, og at disse andelsklasser ikke vil blive børsnoterede.

"Der er ikke noget krav, behov for eller ønske om, at de skal børsnoteres, så der er ikke umiddelbart nogen grund til at gøre det. Det er jo væsentligt for pengeinstitutterne at stille de her produkter til rådighed for dem, der har en plejeaftale i forvejen, og at pengeinstituttet har de varer på hylden," siger Thomas Valentiner.

Han deler ikke frygten for, at prisen bliver uigennemskuelig, da der allerede er et krav om, at værdipapirerne skal handles til såkaldt "best execution", altså til markedets bedste pris, uanset om der er tale om noterede eller unoterede produkter, tilføjer han.

Men det beroliger ikke Teis Knutsen. "Hvis jeg vil købe en af de nye andelsklasser, må jeg ringe til en investeringsforening og få en pris. Den pris kan jeg ikke checke andre steder. De papirer bliver ikke handlet i markedet, og jeg har ingen chance for at se, hvad andre vil købe eller betale for de samme papirer. Det øger ikke gennemsigtheden", siger han.

Heller ikke Nikolaj Holdt Mikkelsen køber argumentet.

"Hele det system, hvor man opfinder nogle nye andelsklasser uden provisioner til bankerne, og så ikke vil gøre dem tilgængelige for de såkaldte gørdetselv-investorer, giver ingen mening. Det efterlader helt klart et hul, som jeg ikke mener er i tråd med hensigterne i direktivet. Og det vil være naturligt, at Finanstilsynet ser på, om det kan være rimeligt," mener han.

**Henrik Denta**

# Poulsen skal genopfinde meningen med DONG

**DONG Energy skal nu for første gang opføre offshore vindmølleparker, der ikke bliver understøttet af offentlige tilskud. Topchef Henrik Poulsen skal derfor overbevise investorerne om, at risikoen er under kontrol og må forklare endnu bedre, hvad der adskiller koncernen fra rivalerne.**

## ANALYSE

**DONG Energys** equity story er pludselig blevet udfordret.

Det er kommet hurtigere og mere pludseligt, end de fleste markedsagttagere havde ventet: DONG har i en [tysk auktion](#) netop fået tildelt to vindmølleprojekter, der - som noget nyt - skal drives uden offentlige tilskud.

Det ændrer billedet af DONG og vindkoncernens forretning. Når selskabet og dets offshore-projekter hidtil har stået som en interessant investeringsmulighed, skyldes det ikke mindst, at den fremtidige pengestrøm understøttes af relativt forudsigelige offentlige tilskud. Så når selskabet skærtorsdag kunne meddele, at det nu er i stand til at bygge nye offshore vindparker uden offentlige tilskud, er det et gennembrud for vindenergien. Men hvad med lønsomheden?

## Mere usikkerhed

Det har derfor også skabt mere usikkerhed om selskabets fremtidige lønsomhed. I **Dagbladet Børsen** har nogle af de investorer, der typisk køber sig ind i DONG's enkelte vindparker, givet udtryk for skepsis over for de tilskudsløse projekter. Der er flere elementer i usikkerheden:

Elselskaber som DONG tilbyder uventet tidligt at bygge offshore vindparker uden subsidier (når der ses bort fra udgifter til tilslutningen til elnettet på land). Det kan man se som et tegn på, at konkurrencen om at få fat i projekterne uventet hurtigt spidser til. Det var ikke kun DONG Energy, men også tyske **EnBW**, der vandt ved hjælp af et nul tilskuds-bud. Ja, EnBW sikrede sig faktisk langt det største af de projekter, der var udbudt i denne runde.

DONG Energy bygger sit nul tilskuds-bud på en række særlige forventninger: Især bygger budet på forventningen om, at de tyske elpriser stiger, og på at fremtidens nye, større vindmøller i 2025, når de nye vindparker skal opføres, vil blive væsentligt mere [effektive](#) end de møller, der bygges i dag.

Elprisprognoser er usikre og er reelt en slags sammenvæjning af en del forskellige fremtidige scenarier, mens prognosen for møllernes effektivitet bygger på en fremskrivning af den forøgelse

af effektiviteten, der er set over de seneste årtier. Den tyske avis Frankfurter Allgemeine Zeitung skriver i en [kommentar](#), at en "præcis pris- og omkostningsudregning kommer farligt tæt på et blik i krystalkuglen."

DONG's topchef **Henrik Poulsen** har imidlertid forsikret, at selskabet har været forsigtige med sine bud. DONG's elprisprognose er mere konservativ end "førende analysefirmaers prognoser," og selskabet er i meget tæt dialog med vindmølleproducenter om deres udviklingsplaner.

## Hvad er det, DONG kan?

Men alt dette har også svenske **Vattenfall** samt tyske **Eon** og **Innogy** (et datterselskab af RWE), der også nævnes som bydere ved disse auktioner, været i stand til at gøre, mener nogle skeptiske investorer nu. DONG og EnBW må trods alt have foretaget en lidt mere optimistiske udregninger for at vinde auktionerne.

Sådan er det selvfølgelig normalt ved den slags auktioner og licitationer: Vinderne er dem, der kan og tør. Men nogle investorer ser en fare for, at der er afgivet "strategiske" bud, der nok så meget skal sikre selskaber som DONG og EnBW en fordelagtig position forud for de kommende tyske offshore-auktioner over parker i nærheden af dem, der nu er budt på. De regner altså betydelige klyngefordele (fordelen ved at drive flere vindparker tæt på hinanden) ind i buddene. Henrik Poulsen understreger selv over for analytikere, at de nye projekter netop giver grundlag for fortsat ekspansion i Tyskland.

På den baggrund blev der ved investorpræsentationen i denne uge spurgt tæt ind til DONG Energy's kernekompetencer inden for offshore vind: Nok anser selskabet sig for at være verdensmester i planlægning, opførelse og drift af havvindmøller. Men hvad er det mere præcist, der gør, at DONG Energy kan regne et multilskuds-bud hjem?

**Samuel Leupold**, der leder DONG's vindkraftaktiviteter, forklarede blandt andet, at DONG er gået i direkte partnerskab med nogle af de store producenter (formentlig især **MHI**, **Vestas** og **Siemens**) om udviklingen af nye havmøller, og at det giver en konkurrencefordel. DONG's størrelse blev også i sig selv nævnt som en fordel.

Investorerne i DONG synes dog stadig usikre. En uge efter udsendelsen af meddelelsen var kursen på aktier i DONG Energy faldet cirka 5 procent.

**Morten A. Sørensen**

# Uklarhed om Falcks strategi giver chefflugt

**Falck står i et strategisk tomrum, som ikke bliver udfyldt, før den nye koncernchef Jakob Riis tiltræder til maj. De seneste års økonomiske nedtur i servicekoncernen har gjort det krystalklart, at der er brug for at gentænke strategien, og fyringer, frasalg eller lukninger synes uundgåelige.**

## ANALYSE

Først til maj tiltræder tidligere Novochef **Jakob Riis** som adm. dir. i **Falck**, efter at **Allan Søgaard** Larsen blev fyret i december 2016. Sidenhen har endnu et ringe årsregnskab vist, at servicekoncernen står over for et opgør med den hidtidige strategi, hvor der sandsynligvis er uundgåeligt med en ny fokusering på forretningsområder, som er eller kan blive lønsomme. Og det vil med stor sandsynlighed betyde frasalg og lukning af aktiviteter.

Med den betydelige rentebærende gæld og den vigende lønsomhed peger alt på, at vækststrategien ikke genstartes, men at der i stedet vil blive valgt en retning, hvor man søger tilbage til kernen, både geografisk og forretningsmæssigt, og der, hvor der ligger vækstmuligheder i fremtiden.

## Indtjeningen skal løftes

Netop i dette usikre miljø er det ikke overraskende, at Falck har svært ved at holde på de ledende medarbejdere. Spørgsmålet er, om de er købt eller solgt, og svaret kommer antageligt først hen over sommeren.

Der er ingen tvivl om, at bestyrelsen gerne ser, at Falck kommer til at tjene mange flere penge, så det ikke fortsat er nødvendigt at poste millioner i virksomheden. I 2016 lånte de to store aktionærer, **Kirkbi** og **Lundbeckfonden**, yderligere 600 mio. kr. til Falcks slunkne pengekasse.

I april sagde adm. direktør **Lene Skole** fra den største aktionær, Lundbeckfonden, i et interview ikke overraskende, at det er et problem, at Falck tjener fortsat mindre. Men hun loftede ikke sløret for, hvad der skulle ske, antageligt fordi man afventer en revideret strategiplan fra den nye adm. direktør i selskabet. Tidligere har hun udtalt, at den store omsætningsfremgang nu skal omsættes til bedre resultater på bundlinjen.

Falcks nye mål svævede i luften, da bestyrelsesformand **Peter Schütze** bød den nye direktør velkommen. Økonomisk blev der talt mest om, hvad Jakob Riis havde udrettet i **Novo Nordisk**, og hvem han er: "Hans lederegenskaber er i verdensklasse, han har vist, at han kan eksekvere og levere en ambitiøs og profitabel vækstagenda, og han har en

stærk international baggrund. Han kommer fra en verden, hvor det også handler om mennesker og om at forbedre – eller endda redde – liv."

Fra presseafdelingen på Polititorvet oplyses det, at det endnu er for tidligt at sige, hvad Jakob Riis vil. Han har udtalt, at Falck er et nærmest ikonisk selskab med "dybe rødder i Danmark", hvilket næppe kan betragtes som nyt.

Falcks afgørende problem er i dag, at den største division, Emergency, godt nok vokser, mens indtjening og lønsomhed går den modsatte vej. EBITA var 362 mio. kr. sidste år, mod 525 mio. kr. i 2015, og ambulancedivisionen skal gøre noget helt ekstraordinært, hvis ikke overskuddet bliver fortsat mindre.

**Region Syddanmark** har taget ambulancedriften hjem efter, at hollandske **BIOS** gik konkurs, så her er Falck ude. Men BIOS var med til at sætte et helt ny prisniveau i Danmark, så Falck i de tidligere meget lønsomme danske ambulancekontrakter har måttet sænke sine priser med cirka 100 mio. kr. om året til **Region Hovedstaden** og **Region Sjælland**. De årelange kontrakter, som netop er begyndt, er imidlertid skruet sammen, så de store prisfald først sætter ind om tre til fire år. I 2016-regnskabet skriver Falck således, at der er tale om "markante" prisfald.

## Svingdøren snurrer

Inden Jakob Riis går ind af døren, er der travlt den anden vej. Den tidligere rådgiver for tidligere justitsminister **Morten Bødskov** har forladt Falck. **Peter Goll** blev ansat i 2014. Nu er den tidligere vicepresident i ambulancedivisionen atter kommunikationsrådgiver og deltager i tv-programmer som "Jersild minus spin". **Bo Uggerhøj** har været adm. direktør i Falck Assistance siden 2013. Han stoppede med udgangen af februar.

Årets HR-chef 2016, **Pernille Sandberg**, har også valgt at forlade redningskoncernen. I Falck Assistance var hun med til at vinde prisen for projektet om rekruttering og fastholdelse i "people helping people". I syv år var hun ansat i Falck. Nu er hun er nu hos **Aleris-Hamlet Hospitaler**.

Falcks ansigt udadtil, når det kommer til presen, har i mange år været den driftssikre kommunikationsdirektør **Louis Illum Honoré**. Efter ti år sagde han farvel.

Økonomisk Ugebrev har [tidligere beskrevet](#), at tidligere chef for PR og kommunikation, **Jesper Gronenberg**, som blev ansat 2014, også er ude. Ligeledes er bestyrelsesformanden for Falck i Tyskland stoppet.

**Lars Abild**

# C20-selskaber rykker på oplysning om skattepolitik

Både sidste år og forrige år var rapporteringskvaliteten om såkaldt "tax Governance" i de 100 største selskaber opsigtsvækkende svag. Kun ti selskaber gav meget summariske oplysninger. Men i år er der for alvor sket fremskridt. De fleste C20-selskaber har nu en egentlig, offentlig skattepolitik, viser aktuel kortlægning. Læs her, hvad de enkelte selskaber oplyser.

## ANALYSE

Meget tyder på, at næsten alle danske C20-virksomheder har mærket, hvor vinden bærer henad, når det gælder oplysninger om selskabets skattepolitik, viser en kortlægning, Økonomisk Ugebrev har udarbejdet. Næsten alle selskaber offentliggør i dag en skattestrategi. Kun få gør det ikke, blandt andet **Vestas** og **William Demant**.

Efter en markant skærpelse af den internationale offentlige fokus på erhvervslivets skattebetalinger, herunder brug af skattely og åbenhed om den valgte Tax Governance, er de danske virksomheder nu for alvor kommet på banen, viser Økonomisk Ugebrevs gennemgang af C20-selskabernes rapportering dette forår. Også arbejdet i EU, og især i UK, med øget gennemsigtighed om selskabers skattepolitik har skubbet på processen.

## Markant holdningsskifte

Vi har gennemgået selskabernes rapportering i forbindelse med årsrapporterne, og samlet set er der sket et markant holdningsskifte siden sidste år. Vi gennemgår i det følgende nogle eksempler:

**Coloplasts** CFO har underskrevet en særskilt **erklæring** om selskabets skattepolitik, hvori det oplyses, at koncernen ikke har datterselskaber i skattelylande alene på grund af gunstige skatte-transaktioner: "Our commitment: Based on our position, Coloplast is committed to: Base tax decisions on our commercial strategy, and e.g. not have legal entities in countries without commercial activities. Report the fair income in the countries where the value is created in accordance with internationally accepted transfer pricing standards. Pay the legally due taxes in any country in compliance with applicable tax laws and legislation. Seek open and constructive relationships with the tax authorities."

**Chr. Hansen** skriver: "During 2015/16, Chr. Hansen ensured that its transfer pricing documentation is compliant with the OECD transfer pricing guidelines and requirements. Chr. Hansen's overall transfer pricing setup has been confirmed by international tax audits, including

one concluded in 2015/16."

**Danske Bank** skriver: "Avoiding tax evasion. Our policy at Danske Bank is very clear; we do not want to engage in business activities that involve tax evasion. We do not set up or administer companies in tax havens, unless the company has substance and undertakes local economic activities. As stipulated in our Tax Policy, we engage in dialogue with relevant tax authorities to make sure we live up to all applicable tax regulation in the markets where we operate."

**DONG Energy** skriver i sin **skattepolitik**, som er godkendt af bestyrelsen, at man ikke forsøger at bøje lovens bogstav: "Complying with tax rules can be complex as the interpretation of legislation and case law may not always be clear-cut and may change over time. In DONG Energy, we aim to always comply with the letter of the law as well as the legislators' intention with the law. We continuously evaluate our processes and controls to ensure that we are compliant with local as well as international tax standards relevant to our business."

## Novo søger balance

Ligesom flere andre selskaber har **Novo Nordisk** i en "**Tax Approach**" løse formuleringer om, at man tilstræber en balance i forhold til at holde et konkurrencedygtigt skatteniveau på ansvarlig vis. Det uddybes på denne måde: "Competitive tax level' implies achieving a tax level around the peer group average. 'Responsible way' implies doing business in a way that meets expectations for a good corporate citizen. This means paying taxes where profits are earned in accordance with international transfer pricing rules. It means having a balanced tax risk profile and not engaging in tax-avoidance activities, as well as keeping tax levels stable and predictable (insofar as prevailing business conditions permit)."

Læs tema om skattepolitik i fredagens udgave af Økonomisk Ugebrev Ledelse - med en gennemgang af skatteoplysninger for alle C20-selskaber samt artikler om, at nye UK-regler fra nytår pålægger op mod 50 danske virksomheder at offentliggøre en detaljeret skattepolitik.

MWL



# Store forskelle i afkast og risici på alternativer

**Pensionspengene fosser i disse år ind i alternative investeringer, og de seneste tyve års historik indikerer, at det også øger afkastet til danske pensionskunder. Selskaberne følger fire forskellige veje.**

## ALTERNATIVE INVESTERINGER

Det overrasker ikke, at alternative investeringer er in, og obligationer og aktier er yt i pensionsbranchen i disse år. Ser man nærmere på afkastudsigterne, forstår man også hvorfor. Alternative investeringer som Privat Equity, landbrug og ejendomme har givet afkast på over eller nær 10 procent i gennemsnit hvert eneste af de seneste tyve år. Aktier og obligationer har haltet efter med henholdsvis 8 og 5 procent årligt.

Sådan lyder konklusionen, hvis man sammenligner en række amerikanske afkastindeks for blandt andet ejendomme, landbrug og skov, sat over for de traditionelle aktivgrupper som aktier og obligationer. Men tallene viser også, at der er kæmpe forskelle mellem både afkast og risiko i de forskellige typer af alternative investeringer.

## Forskel på alternativerne

Fokus i den danske offentlige debat om alternativer er mest gået på, hvor mange penge de enkelte selskaber skyder efter alternative investeringer – og mindre på, hvor og hvordan pensionselskaberne placerer dem, herunder afkast og risici.

Det er netop den skelnen, investeringsdirektør **Jesper Langmack** fra **Danica**, gerne vil have ind. "Det her kommer til at handle om, hvem der har komparative fordele inden for forskellige typer af alternative investeringer. Dem, der har erfaringerne og netværket inden for et område, står bedst rustet. Det er klart, at nogle typer investeringer er bedre end andre," siger Jesper Langmack, som også var med til at bygge området op i **PFA Pension**.

Allerede nu tyder meget på, at de store pensionselskaber har grupperet sig i forhold til deres kompetencer og dermed aktivgrupper inden for alternative investeringer – om end mange også investerer på tværs af aktivgrupperne.

Danica satser eksempelvis på unoterede nordiske virksomheder og kapitalfonde. Selskabet har det største investeringshold inden for alternative investeringer i Danmark, med 23 mand ansat. Investeringerne går på virksomhedernes kapitalstruktur enten som virksomhedslån eller egenkapitalindskud i unoterede selskaber.

Selskabet ser lejlighedsvist **Industriens Pension**, **PKA**, **Pensam** og **PFA** foretage den type investeringer, som giver højt afkast, men også kan være meget risikofyldte, når og hvis sådanne unoterede virksomheder kommer i problemer. Så kan tabene være store, som man for nylig så med **Hesaligth**, hvor **Pensam** står til store tab.

Den mindre risikofyldte strategi følger **Nordea Liv & Pension** samt en række mindre pensionskasser. Her satser man ikke på at have kompetencerne selv, men at finde partnere, der har dem, fortæller investeringsdirektør **Anders Schelde**. "Nobelprisvinderen i økonomi, **Harry Markowitz**, sagde de bevingede ord, at "diversification is the only free lunch in investing". Og det tror vi meget på, også inden for alternativer. Det trækker os væk fra selv at gøre store, enkeltstående direkte investeringer. Samtidig kan vi godt lide at arbejde tæt sammen niche-eksperter inden for hver enkelt område af alternative investeringer. Det giver os adgang både til deres ekspertise og deres sourcing, netværk til at finde de gode investeringer, og samtidig finde dem med en tilstrækkelig høj grad af risikospredning," siger Anders Schelde.

Nordea Liv & Pension har to overordnede tilgange: En hvor der investeres i fonde med eksterne managers, og en hvor man selv går ind og opretter egne mandater sammen med en ekstern manager som rådgiver. Nogle i branchen hævder, at når risikoen så også er mindre, vil afkastpotentialet følge med, men det afviser Anders Schelde.

## Flere satser grønt

Dernæst er der de grønne, alternative investeringer, som primært **PensionDanmark** står for via vindmølleprojekter. Her finder man også **PKA** og **Industriens Pension**, og det beskrives i branchen som et stabilt område med lavere afkast og risiko. **AP Pension** hører også til denne gruppe med deres investeringer i dansk landbrug – om end det ikke fylder voldsomt meget i forhold til selskabets størrelse.

Sidst er der de selskaber, hvor man ikke rigtigt har meldt ud omkring strategien for alternative investeringer. Det er primært de små pensionskasser, hvor man ikke har størrelsen til at have særlige kompetencer og dermed må satse fra projekt til projekt. Overraskende nok finder man også landets største pensionselskab **PFA** her. Selskabet har nemlig ikke udmeldt en strategi for alternative investeringer – kun at man er interesseret i det hele.

Se tabeller over afkast på forskellige aktivklasser [her](#). **Carsten Vitoft**

# Tilsyn på vej med oplysningskrav om alternativer

Selv om det er kunderne, der bærer risikoen for tab, er det i dag fuldstændig umuligt at se, hvordan pensionselskaberne investerer milliarder af deres penge i alternativer, og det vil Finanstilsynet nu lave om på. Det tyder på, at der kommer krav om flere oplysninger i årsrapporterne. Samtidig varslers Finanstilsynet flere kontrolbesøg i selskaberne.

## ALTERNATIVE INVESTERINGER

Op mod en tredjedel af den danske pensionsformue er over de senest år havnet i en stor, sort boks, hvor det både er umuligt for pensionsrådgivere og kunder at følge med i afkast og risiko. Det handler om "alternative investeringer". Og det er endda sket samtidig med, at kunderne selv har overtaget risikoen for, hvordan deres egne pensioner udvikler sig, altså markedsrenteprodukter.

En gennemgang af årsrapporterne i ti af Danmarks største pensionselskaber, Økonomisk Ugebrev har foretaget, viser, at informationsniveauet omkring de nye såkaldte alternative investeringer er skræmmende lavt. Stort set intet kan sammenlignes eller måles på tværs af branchen. Ingen pensionselskaber oplyser noget præcist om, hvor stor risiko de efterhånden løber med den store – og i øvrigt stærkt stigende – del af den danske pensionsformue, der er placeret i alternative investeringer.

## Nye rapporteringskrav

**Finanstilsynet** vil nu stramme grebet om branchen. "Der er i dag ikke specifikke krav om oplysninger i årsrapporten omkring alternative investeringer, herunder heller ikke om de antagelser, der ligger til grund for de rapporterede afkast. Med stigningen i alternative investeringer er det et område, som Finanstilsynet har øget sit fokus på. Det vurderes for tiden, om der bør være krav til disse oplysninger, og i givet fald hvilke, for at regnskabslæseren kan opnå et fyldestgørende billede. Såfremt det vurderes, at der er behov for yderligere oplysninger, vil disse oplysningskrav skulle indarbejdes i regnskabsbekendtgørelsen for forsikringselskaber," siger vicedirektør **Jan Parner** fra Finanstilsynet.

Han varslers også en øget inspektionsaktivitet omkring pensionselskabernes alternative investeringer i fremtiden.

Selv på regeringsniveau er man opmærksom på, at de alternative investeringer efterhånden er ved at

udgøre en så stor isoleret risiko, at der nu bliver **sat ekstra penge af** til at kigge branchen over skulderen i fremtiden. Men samtidig skal der altså også ske en forbedring i informationsniveauet fra branchen, mener en lang række pensionsrådgivere.

"Informationsniveauet er et problem. Både over for os som rådgivervirksomheder, men også over for kunderne selv. Vi har brug for at vide, hvad der reelt investeres i, og hvilken risiko de løber med kundernes opsparing," siger **Morten Linde** fra Danmarks største pensionsrådgiver, **Willis Tower Watson**.

Økonomisk Ugebrev har talt med flere i pensionsbranchen, der erkender problemet. De er i dag ikke engang selv i stand til at foretage meningsfyldte analyser på tværs af branchen. Altså at sammenligne selskabernes evner med hinanden. Det er i sig selv et problem for konkurrencen.

"Jeg vil sige, at det er begrænset, hvad man kan bruge disse afkasttal til. Hvis du vil foretage en sammenligning på tværs af institutter, så er du nok overladt til at bede institutterne om at oplyse dig de relevante tal," lyder det fra investeringsdirektør **Henrik Olejasz Larsen** fra **Sampension**.

## Branchen skal samarbejde

I nogle selskaber kan man end ikke se, hvad der skabes af afkast på alternative investeringer, selv om der er tale om milliarder af kundernes penge. Men det vil branchen selv gerne finde en løsning på.

"Der er ingen tvivl om, at det er vanskeligere at sammenligne afkastet på alternative investeringer på tværs af selskaberne. Det skyldes, at vores porteføljer er meget forskellige konstrueret, så det er klart mere komplekst end at sammenligne f.eks. aktier. Vi er i **Nordea Liv & Pension** positive for at se på, hvordan vi skaber bedre muligheder for at sammenligne på området. Vi deltager også aktivt i det branchesamarbejde, der pågår i forhold til at skabe mere transparens på afkast og risiko i markedsrenteprodukterne," siger investeringsdirektør **Anders Schelde**.

Heller ikke risikoen i de alternative investeringer nævnes der noget som helst om i årsrapporterne. Lige netop de underliggende risici er vigtige at kende. Derom vidner også de mange historier i medierne om pensionskasser, der taber trecifrede millionbeløb netop på alternative investeringer i uoterede selskaber, eksempelvis **Hesalight**.

**Carsten Vitoft**

# Tilsyn sår tvivl om værdi på alternativer

**Pensionselskaberne ejer i dag alternative investeringer, som er bogført til over 300 mia. kr. Men det er usikkert, om værdierne i dag rent faktisk er til stede. Finanstilsynet har i flere redegørelser påpeget, at man skal være ekstra opmærksomme på værdiansættelsen.**

## ALTERNATIVE INVESTERINGER

**Finanstilsynet** har ikke været på besøg hos mange af de store pensionselskaber de seneste år. Men der, hvor der er offentliggjort redegørelser, er der næsten hver gang en løftet pegefing. Nyeste [redegørelse](#) handler om **Nordea Liv & Pension**, og tilsynet skriver direkte: "Nordea Liv & Pension forventer fremadrettet at øge andelen af visse alternative investeringer. Finanstilsynet har derfor givet selskabet en risikooplysning om, at dette kræver fortsat løbende fokus fra bestyrelse og direktion, særligt for at sikre en korrekt værdiansættelse af alternative investeringer, tilfredsstillende risikojusteret afkast, løbende evalueringer af foretagne investeringer, samt at risikostyringen foretages på et betryggende grundlag."

### Særligt øget risiko

Samme risikooplysning er givet til **PFA Pension**: "PFA Pension forventer fremadrettet at øge andelen af alternative investeringer. Finanstilsynet har derfor givet selskabet en risikooplysning om, at dette kræver fortsat løbende fokus fra bestyrelse og direktion, særligt for at sikre en korrekt værdiansættelse af alternative investeringer, tilfredsstillende risikojusteret afkast, løbende evalueringer af foretagne investeringer, samt at risikostyringen foretages på et betryggende grundlag."

Når Finanstilsynet giver risikooplysninger, sker det, når "Finanstilsynet ønsker at henlede en virksomheds opmærksomhed på, at den har en særlig forøget risiko på et område, uden at der foreligger en lovovertrædelse," skriver Finanstilsynet i en generel forklaring af "risikooplysning".

Tilsynets direktør **Jesper Berg** har ved en konference i regi af **Finansforeningen** tidligere udtalt, at "selskaberne bør i højere grad vurdere, om der er en tilstrækkelig likviditetspræmie, og sikre, at de i tilstrækkeligt omfang forholder sig til usikkerheden omkring værdiansættelsen." Videre sagde han, at "selskaberne skal generelt fokusere mere på risiciene i de alternative investeringer. Visse selskaber bør være mere kritiske omkring den løbende værdiansættelse af alternative investeringer."

En udtalelse, man let kan opfatte som et signal om,

at praksis flere steder er på kanten af det forsvarlige.

Netop de underliggende risici i værdiansættelsen i de alternative investeringer synes også at være en black box. Heller ikke risikoen nævnes der noget som helst om i nogen af pensionselskaberens årsrapporter. Eksempelvis **Pensiondanmark** oplyser ikke noget om metoden til at værdiansætte alternative investeringer. Der oplyses navne på en stribe udenlandske datterselskaber med alternative investeringer. Heller ikke **SEB pension** oplyser noget i årsrapporten. Det samme er tilfældet med **PFA Pension**. Flere skriver dog ligesom **Pensam**, at værdiansættelsen er påvirket af skøn.

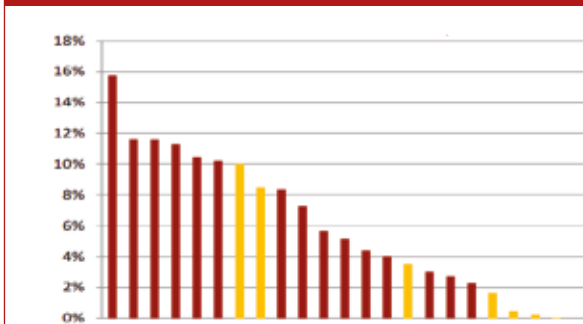
### Behov for rammer

"Det er i dag svært, at sammenligne afkast og risiko på tværs af branchen. Alternative investeringer værdiansættes typisk med større tidsinterval, hvilket medfører, at de faktisk ser mindre risikable ud, end de i virkeligheden er. Der er helt sikkert behov for, at Finanstilsynet laver nogle rammer for, hvad og hvordan selskaberne skal redegøre for, hvad de foretager sig med deres alternative investeringer," siger den uafhængige pensionsrådgiver **Kim Sejer** fra **Sejer Pension**.

For ganske nylig udsendte branchen et nyt [arbejdsrapport](#) under overskriften "mere åbenhed om pension". Under et af fire nye initiativer skriver branchen om klarhed over, hvad pensionsopsparingen er investeret i: "Hvor godt eller hvor galt, det kan gå, afhænger af, hvordan pensionsopsparingen er investeret. For eksempel svinger afkastet af aktieinvesteringer typisk mere end afkastet af obligationsinvesteringer. Vi vil derfor udvikle en model for, hvordan forbrugeren kan få overblik over, hvordan pensionsopsparingen er investeret og sammensat," lyder det i papiret.

**MWL/CV**

## VIDT FORSKELLIG TILGANG TIL ALTERNATIVE INVESTERINGER



Kilde: Finanstilsynet  
Note: Tallene er for liv- og pensionselskaber, ultimo 2012. Hver søjle viser investeringsandelen i alternativer i et pensionselskab.

## Finanstilsynet: "Det er ikke en "gratis frokost""

**Pensionsbranchen har de seneste år investeret store milliardbeløb i "alternative investeringer" – tilsyneladende ud fra deisen om, at det er muligt at hente et merafkast uden at øge den underliggende risiko tilsvarende. Eller har branchen bare skruet op for risikoen på markedsrenteprodukterne, hvor danskerne selv bærer den finansielle risiko?**

### ALTERNATIVE INVESTERINGER

**Finanstilsynet** tvivler tilsyneladende på, om der er gevinster at hente ved alternative investeringer i relation til afkast-risiko forholdet: Direktør **Jesper Berg** vurderer i hvert fald, at alternative investeringer ikke er en "gratis frokost." I et indlæg hos **Finansforbundet** påpeger han, at den løbende værdiansættelse af de illikvide alternative investeringer kan være meget vanskelig, og at det stiller meget store krav til en grundig analyse af den aktuelle værdi. Potentielt kan der skjule sig store fremtidige tab med en forkert bogført værdi, og Jesper Berg har indikeret, at det kunne udgøre kimen til næste finanskriser.

I forhold til pensionssektorens solvens har de seneste års overgang til markedsrente for flere hundrede tusinde danskere dog "løst" en stor del af problemstillingen. Hvor de enkelte selskaber ret beset skal bære tabet, når det gælder pensionsopsparing baseret på garantier, er det den enkelte opsparer, der bærer den finansielle risiko i de stadig mere udbredte markedsrenteprodukter. Ifølge data fra Finanstilsynet udgør markedsrenteprodukter i dag over 60 procent af pensionssektorens samlede opsparing.

Af den samlede pensionsopsparing i pensionssektoren på ca. 2200 mia. kr. er knap 14 procent i dag investeret i "alternativer", svarende til godt 300 mia. kr. Hovedvægten er placeret i syv pensionsselskaber med 10 procent af formuen eller derover i alternativer. Ét selskab topper Finanstilsynets oversigt med knap 16 procent, antageligt Pensiondanmark, som har været frontløber herhjemme på alternativer. Andre med store investeringer i alternativer er **PKA**, **Pensam**, **Industriens Pension** og **SEB Pension**.

Tilsynet definerer alternativer ud fra blandt andet følgende karakteristika: En illikvid investering, der ikke handles på et reguleret marked, uden en markedsbestemt objektiv pris, hvor der kræves særlige kompetencer til at indkøbe og vedligeholde.

Jesper Bergs skepsis omkring pensionsselskabernes håndtering er velkendt: "Selskaberne bør i højere grad vurdere, om der er en tilstrækkelig

likviditetspræmie, og sikre, at de i tilstrækkeligt omfang forholder sig til usikkerheden omkring værdiansættelsen. Selskaberne skal generelt fokusere mere på risiciene i de alternative investeringer. Visse selskaber bør være mere kritiske omkring den løbende værdiansættelse af alternative investeringer," hedder det i præsentationen.

MWL

### Mange risici ved alternative investeringer

Finanstilsynet gennemgår i en præsentation de mest oplagte risici ved alternative investeringer: **Illikviditet:** Der kan opstå behov for at sælge aktivet inden udløb for at undgå fortsat reduktion af investeringens værdi, eller for at honorere betalinger til forsikringstagerne. Men hvem vil købe og til hvilken pris?

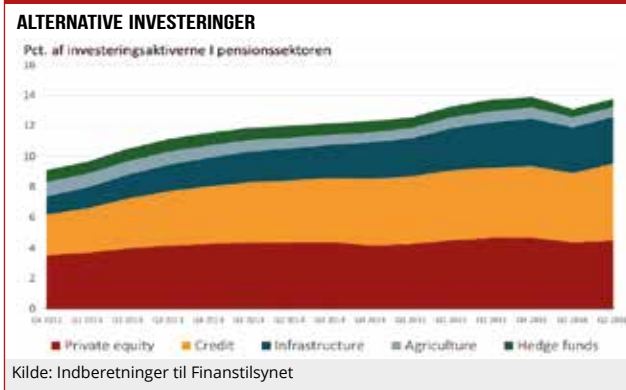
**Juridisk:** (skræddersyede kontrakter uden løbende praksis): Typisk lange kontrakter (10-30 år), hvor retsvirkningen af kontraktens tekst ikke prøves undervejs, der er ikke sammenlignelige eller standardiserede kontrakter, og retspraksis ændres over den lange tidsperiode. Hvor godt holder den juridiske tekst 10-20 år ud i fremtiden?

**Politisk:** Eksempel: faste afregningspriser per kWh (sol/vind) fastsat ved lov. Ændres pludseligt af landets regering.

**Kredit:** Undervejs kan kreditrisikoen øges. F.eks. ved teknologiskifte eller ved bristede forudsætninger. I dag er vindmøller en effektiv måde at producere strøm på, men hvilken teknologi anvendes om ti år og efter udløb af subsidieordning? Hvornår kan den identificeres, og hvad skal man gøre, når investeringen er illikvid?

**Manager** (f.eks. private equity, konsortium): Typisk afhænger værdien og dermed afkastet af disse investeringer af, at de løbende "manages". Hvem står for det, med hvilken viden, og hvor aktivt gøres det?

### JAGTEN PÅ AFKAST GIVER ØGET RISIKOAPPETIT



# Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter

**MYNDIGHEDSNYT** **Kreative virksomheder trækker automatisk "udeblivelsesgebyrer" hos forbrugerne:** Mens Nets og bankerne kæmper om at levere de bedste betalingsløsninger, gør danskerne også klogt i at rette et blik mod, hvad virksomhederne kan få ud af de samme løsninger. De kan nemlig score en ekstra avance, som forbrugeren ikke nødvendigvis bemærker, fremgår det af [Forbrugerombudsmandens årsberetning for 2016](#) "Virksomheder foretager i stigende omfang beløbsreservationer på forbrugernes konti for at sikre sig betaling for en vare eller ydelse. Virksomheder opkræver også udeblivelsesgebyrer – også kaldet no show-gebyrer – fra forbrugere for at sikre sig kompensation eller betaling for en reserveret ydelse, når forbrugeren udebliver fra aftalen. Ofte hæver virksomheder udeblivelsesgebyret efter at have reserveret et beløb på forbrugernes konti i forbindelse med forbrugeren bestilling på online booking-portaler. Forbrugerombudsmanden modtog også i 2016 en række henvendelser om både beløbsreservationer og udeblivelsesgebyrer på bl.a. tankstationer, parkeringspladser, restauranter, i skønhedsklinikker og ved bestilling af en taxa."

**ECB udtrykker skepsis om lovforslag om kontanter:** Regeringen vil med [et lovforslag](#) give forretninger mulighed for kun at modtage elektroniske betalinger i tidsrummet mellem kl. 22 og 6. Men ECB fastslår i sit [høringssvar](#), at det er fundamentalt, at borgerne som udgangspunkt skal kunne betale med kontanter. ECB mere end antyder, at regeringen ikke har gjort sit hjemmearbejde og tilset, at der var andre muligheder for at begrænse antallet af tyverier og røverier i nattetimerne: "Begrænsninger i kontantbetalinger bør endvidere være effektive og proportionale i forhold til de mål, som forfølges (...). Med hensyn til kravet om, at begrænsningerne skal være proportionale, bemærker ECB, at jo bredere og mere generel en begrænsning er, des strengere bør fortolkningen af kravet om, at begrænsningen skal være proportional med mål, der forfølges, være. (...) Med hensyn til betingelsen om, at begrænsningen bør være effektiv og proportional bemærker ECB, at det i bemærkningerne til lovforslaget ikke er specifikt beskrevet i hvilket omfang alternative og lige så eller mere effektive foranstaltninger, som også ville opfylde lovforslagets mål, kunne vedtages."

På denne baggrund er det vanskeligt for ECB at vurdere, hvorvidt begrænsningen kan betragtes som proportional med det mål, der forfølges."

**Lovændring skal sikre fradrag for lønudgifter:** En dom fra Østre Landsret skabte sidste sommer et ramaskrig fra erhvervslivet, fordi den indebar, at virksomhederne fremover ikke kan få fradrag for lønudgifter til medarbejdere, der har arbejdet med f.eks. analyser af et muligt opkøb. Nu vil regeringen sørge for, at skattereglerne de facto bliver som før loven, [meddele](#)r Skatteministeriet: "Regeringen mener, at reglerne er klare, men har samtidig lyttet til kritikken. Skatteminister Karsten Lauritzen vil derfor til efteråret fremlægge ny lovgivning med en særregel, der sikrer en enkel og ubureaukratisk løsning. (...) Skatteministeriet har anket domme til Højesteret, da dommene har betydning for SKATs måde at kontrollere på. Højesteret forventes at afsige dom i løbet af sommeren. Regeringen vil afvente Højesterets dom, før man konkret skrider til ny lovgivning. Men uanset dommens udfald mener regeringen, at der skal findes en løsning, så virksomhederne kan fratække deres lønudgifter uden bøvl og besvær."

**Skærpet selskabsledelse i erhvervsdrivende fonde:** De senere års fokus på god selskabsledelse har båret frugt, viser en [ny undersøgelse](#), bestilt af Erhvervsstyrelsen og udført af Deloitte, når man sammenligner med en tilsvarende undersøgelse fra 2012: "Sammenfattende viser undersøgelsen, at der er sket en større udvikling i fondene med hensyn til flere forhold, herunder i forhold til bestyrelsens sammensætning og arbejde. En højere andel af fondene har ved denne undersøgelse en bestemmelse om valgperiode. Nu har 63 % af fondene en vedtægtsbestemmelse om bestyrelsesmedlemmernes valgperiode mod 57 % i 2012. Derudover har 36 % en bestemmelse om et maksimalt antal genudpegninger mod kun 4 % i 2012. Dette er en markant stigning. Derudover stilles i dag i højere grad krav til særlige kvalifikationer hos bestyrelsesmedlemmer, idet at der ved undersøgelsen i 2012 var 64 %, der svarede, at der ikke var krav, ud over det i vedtægten angivne, mod nu 42 %."

STK

# Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter

RAPPORTINDEKS				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Forslag til nye regler for behandling af betalingsdata (ny)	Data	Plesner	Artikel	apr-17
Ny E-databeskyttelsesforordning er på vej (ny)	Data	Plesner	Artikel	apr-17
Implementering af MiFID II-direktivet i Danmark (ny)	Lovgivning	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	apr-17
EU-Kommissionen: Konkurrencemyndighedernes beføjelser til at håndhæve konkurrencereglerne skal ensrettes (ny)	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
EU-Kommissionen lancerer nyt whistleblower-værktøj (ny)	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
EU-Kommissionen forbyder fusion mellem Deutsche Börse og London Stock Exchange (ny)	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Vestager: Konkurrencemyndighederne har stadig høje medicinpriser i fokus (ny)	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
EU-fusionskontrol kan få endnu større betydning for virksomheds-overdragelser inden for lægemiddelindustrien og digitale løsninger (ny)	Konkurrence	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Regeringen vil sikre virksomheders skattefradrag for lønudgifter (ny)	Skat & afgifter	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
SAP vinder erstatningssag om kundes indirekte brug af SAP-database (ny)	Data	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
CO2-afgift: Manglende måling kostede godtgørelsen (ny)	Lovgivning	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Finanstilsynet uddyber krav til finansielle virksomheders cloud-løsninger (ny)	IT	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Det svenske finanstilsyn giver påtale og bøde for manglende kontrol med outsourcingleverandør (ny)	Lovgivning	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Ny standard IT-driftsaftale fra IT-branchen, DANSK IT og Danske IT-Advokater (ny)	IT	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
USA opdaterer standard for beskyttelse mod cybertrusler for virksomheder med ansvar for landets kritiske infrastruktur (ny)	Data	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Anbefalinger til risici ved "virale" open source-licenser i forbindelse med M&A-transaktioner (ny)	M&A	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Lempelser af generationsskifte	Skat & afgifter	Beierholm	Nyhedsbrev	mar-17
Ny rapport: Private equity optager større andel af samlet M&A-marked	M&A	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Overtræder du persondataloven i udbud?	Data	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17
Så skete det endelig! Bo- og gaveafgiften skal nedsættes ved generati-onsskifte af erhvervsvirksomheder	Skat & afgifter	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	apr-17

Denne side er sponsoreret af:

**BEIERHOLM**  
VI SKABER BALANCE



Gorrissen Federspiel

PLESNER

KROMANN  
REUMERT

Moalem Weitemeyer Bendtsen

Advokatpartnerselskab

Sadolin | ALBÆK

BECH-BRUUN

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

# Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning

## MEDIEANMELDELSE

**Kapitalfonde spinner løs.** Priserne på virksomheder er blevet for høje, mener nogle af de kapitalfonde, som gerne vil købe virksomheder. Hvis man skal tro [Børsen](#) er vi derfor tæt på en ny prisboble. Der er et problem med den slags artikler (som vi vist i tidens løb også selv har leveret et par stykker af): Man får købersidens opfattelse, og når Børsen selv erkender, at historien "[lugter af spin](#)," hvorfor gør man så så meget ud af den? Kapitalfonde har i årevis og nærmest uanset prisniveauet påpeget, at nogle sælgeres prisforventninger er urealistiske "lige nu." Desuden er artiklen rigeligt ukonkret: Der er ingen eksempler på de priser, der bliver betalt (for eksempel opgjort i ebitda / enterprise value eller andre anerkendte målestokke) eller eksempler på bestemte handler. Vi skal ikke bebrejde kapitalfonde, at de udtaler sig i overensstemmelse med deres interesser og fremsætter vise betragtninger. "Du skal kigge dig godt for og have modet til at sige nej, men pengene skal jo også investeres, så man skal skynde sig langsomt," hedder det for eksempel. Jovist, hvem kan være uenig? Artiklen er et godt eksempel på, at en skarp og selvstændig faktabåret analyse kan være bedre end en masse citater. Alt i alt får vi en tilsyneladende kontant nyhed, der i virkeligheden er temmelig luftig, men som Børsen tirsdag finder anledning til at lancere på forsiden og over to sider i avisen.

**Let og frit i Jyske Bank.** Børsen bringer torsdag et [tankevækkende interview](#) med Jyske Banks topchef Anders Dam. Interviewet er vellykket, fordi det i al stilfærdighed får afsløret nogle indre modsætninger i topchefens og bankens selvopfattelse (om det så er hensigten med interviewet eller ej). Tonen skal være fri, understreger Dam på den ene side, men på den anden side skal man vist alligevel være forsigtig med at være alt for fri, for hvis "du som den eneste hver gang falder uden for i forhold til, hvad vi mener er sund fornuft, så må vi have en snak om, om det overhovedet giver mening at være her," som topchefen siger. Han vil have klar besked fra medarbejderne om fejl og u hensigtsmæssigheder, men er i øvrigt så "positiv," at han ikke kan komme i tanke om fejl, han selv skulle have begået. Sådan kan man jo også sætte et eksempel.

**Den enes brød & falske finansieringer.** For hver politisk aftale, der koster penge, hører man politikere forsikre, at det hele skam er finansieret. Medierne gengiver det som regel troskyldigt, uden at hæfte sig meget ved, hvad denne finansiering

består i. Men naturligvis er der nogle, der skal betale, og i forbindelse med aftalen om en skatterabat vedrørende den fortsatte olieudvinding fra Thyra-feltet er 450 mio. kroner taget fra forskudsmomsordningen. Den handler, som Børsen prisværdigt [fortalte](#) onsdag før påske, om, at eksportvirksomheder kan få en kredit via momsafregningen. Pengestrømmen går altså fra håbefulde eksportvirksomheder til blandt andet Mærsk.

Eller, sådan er det i hvert fald på papiret. For et andet træk ved disse finansieringer er, at de ofte er løse i kødet. Det fornemmer man i dette tilfælde, at Børsens journalist er på sporet af, dog uden helt at turde give denne vinkel fuld gas. Men altså: De 450 mio. kroner er beregnet ud fra, at der på forskudsmomsordningen er udestående kreditter på 10 mia. kroner, og betragtningen er så, at de penge alternativt kunne være placeret til afkast på 4,5 procent. Men staten er ikke en virksomhed, der skal vælge mellem investeringsalternativer for at opnå det bedst mulige afkast. Den relevante betragtning er i stedet, hvad staten selv betaler i rente – og det er for tiden stort set ingenting.

Den virkelige forklaring på, at momsforsku dsordningen overhovedet kommer ind i billedet, er nok, som finansminister Kristian Jensen forklarer i et tilhørende [interview](#), at ordningen er konkurrenceforvridende, så Danmark har pligt til at afskaffe den. Fint nok, som nation skal vi naturligvis overholde internationale aftaler. Men det er urent trav, når regeringen i første omgang forsøger at kalde ændringen noget andet, og endnu mere urent trav, når man så samtidig sælger det som en besparelse, der i det nuværende kapitalmarked reelt ikke findes. Den pointe kunne Børsen godt have banket igennem.

**Ugens citat.** Karsten Ree har den ulykke, at han havde gigantisk succes med Den Blå Avis, men at han alligevel er mere kendt for de efterfølgende fiaskoer, når han har investeret sin formue. Et hint til at forstå, hvorfor det i en række tilfælde er gået skidt, fandt man i en [artikel](#) i Børsen torsdag. Artiklen handler om bioteksel skabet Dandrit, som Ree for to år siden investerede 20 mio. kroner i, men tilsyneladende uden at gøre meget ud af forarbejdet. I hvert fald siger han: "Jeg var ikke klar over N.E. Nielsen var formand. Med den forhistorie, jeg har med ham, så havde jeg ikke købt noget." Forhistorien består i, at Nielsen også var formand for Amagerbanken, hvor Ree lod sig overtale til at lægge penge til det sidste redningsforsøg.

MOS/STK

# Industriens investeringer dykker kraftigt

**Forventninger om fremgang i dansk økonomi drevet af privatforbrug og/eller erhvervslivets investeringer smuldrer. Ingen bedring i danskernes afdæmpede syn på forbruget. Og industriens investeringsforventninger styrtdykker.**

## DK KONJUNKTUR

Det kan godt være, at det økonomiske opsving er ved at bide sig fast i europæisk økonomi. Men det er meget vanskeligt at se de store positive afsmitninger i dansk økonomi. Som vi gennemgik i den seneste udgave af Økonomisk Ugebrevs konjunkturbarometer for Dansk Økonomi, peger alle signaler i retning af en meget afdæmpet udvikling i danskernes privatforbrug. Det bekræftes både af udviklingen i dankortomsætningen og DS-data for detailhandelsomsætningen. I denne uge kom så nye data fra DS for **danskernes forbrugertillid**: Godt nok steg den samlede forbrugertillid, mens danskerne lyst til at købe varige forbrugsgoder skred for fjerde måned i træk.

Vi har de seneste måneder påpeget, at datapunkterne omkring udviklingen i erhvervslivet var ekstremt volatile. Det har været vanskeligt at afkode den underliggende trend, altså om den var på vej fremad i forlængelse af de mere positive vinde for europæiske økonomi. Selve **industriproduktionen** udvikler sig nogenlunde positivt, men især trukket frem af medicinalindustrien, hvis man ser på en seks måneders horisont.

I den seneste melding fra DS hedder det, at "Den samlede industriproduktion steg 0,8 pct. fra januar til februar. Fremgangen kom efter et fald på 4,9 pct. i januar og en stigning på 1,7 pct. i december. Sammenlignes perioden december-februar med de foregående tre måneder, gik den samlede industriproduktion frem med 4,1 pct. Trenden stiger

fortsat, selvom der har været store udsving i produktionsindekset i sidste halvdel af 2016."

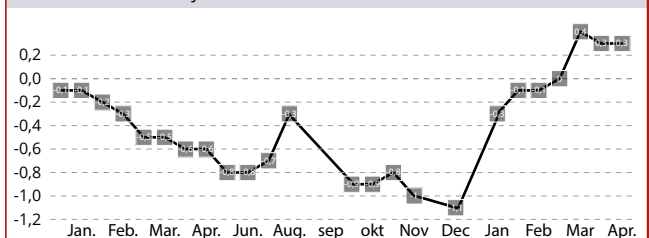
Det er imidlertid stærkt bekymrende, at industriens **investeringsforventninger** nu ser ud til at falde markant tilbage. Danmarks Statisk måler løbende industriens forventninger til investeringsniveauet. I den netop udmeldte måling nummer to for 2017 (marts 2017) er scoren minus seks, og den tilsvarende måling nummer to har ikke været negativ de seneste seks år. Samtidig plejer måling to i marts at være meget mere positiv end måling nummer ét, som gælder for oktober året før.

DS skriver: "Investeringsforventningerne for 2017 i de fire industrisektorer er justeret en del siden første måling i oktober sidste år. Investeringsgodeindustrien forventer i marts-målingen en stigning i investeringerne på 5 pct. i forhold til 2016, hvor man i oktober-målingen forventede en stigning på 20 pct. Mellemproduktindustrien nedjusterer markant til et fald på 4 pct. i anden måling fra en forventet vækst på 27 pct. i første måling."

Videre skriver DS: "Blandt industriens branchegrupper steg produktionen især i tekstil- og læderindustri samt møbel og anden industri mv., som havde fremgang på hhv. 10,5 og 6,3 pct. i februar." **MWL**

## UDVIKLING I DANSK KONJUNKTURBAROMETER

Score for samlet konjunkturbarometer



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

## DANSK KONJUNKTUR BAROMETER: DE VIGTIGSTE DANSKE KONJUNKTURINDIKATORER

	Senest	Forrige	Data for	Score	Ændring	Kilde
OECDs Ledende indikator for Danmark	100,5	100,4	feb	1	0	OECD leading indicator
Estimeret privatforbrug 2mdr.17/2mdr.16 (korr. %-vækst)	-1	0	feb	-2	0	PBS Dankortomsætning
DS Konjunkturbarometer Byggeri	-4	-4	marts	0	0	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
DS Konjunkturbarometer Industri	-1	-2	marts	0	0	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
Udvikl. i lønmodtagere (virksomh.)(Ændr. 1000)	1	2	feb	0	-1	DS, Antal Lønmodtagere
DS Konjunkturbarometer service	6	7	marts	1	0	Danmarks Statistik - økonomisk indikator
Annonceoms., alle medier(% ændring ift. samme måned 2015)	-16	21	feb	0	0	K&K Mediaindex- samlet
Huspriser (% -ænd. Seneste 12 mdr)	8,5	8,3	marts	2	0	Ejerboligpriser fra Home/DS
Ledige kontorer i Hovedstaden (mio. kvm)	1,07	1,11	4. kvartal	1	0	Online Lokalebørs-stat. for hovedstadsomr.
Bankers udlån til erhvervsliv	339	338	feb	0	0	Nationalbankens Balancestatistik
<b>Samlet konjunkturbarometer</b>				<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research



# Fransk præsidentvalg kan skubbe til danske renter

Allerede mandag er der lagt op til reaktioner på finansmarkederne efter første runde af det franske præsidentvalg. Enten i form af et lettelsens suk, eller det modsatte i form af chok. Det kan skubbe kronkursen den ene eller anden vej, og det kan også skubbe til markedsrenterne.

## KORT RENTE

De fire førende kandidater til at blive kommende præsident i Frankrig ligger i de sammenvejede meningsmålinger alle inden for et interval fra 18 til 24 procent af stemmerne. Når man samtidig tager i betragtning, at meningsmålinger ved flere store valg har været overraskende dårlige til at afspejle folkestemningerne, er konsekvensen i markedet betydelig usikkerhed.

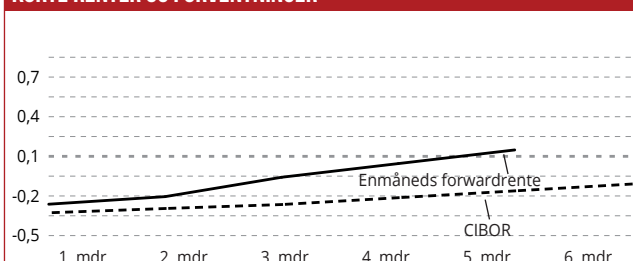
”Det resultat af søndagens valg, markedet absolut helst vil have, er, at de to kandidater, der går videre, bliver Macron og Le Pen,” siger chefanalytiker Jan Størup Nielsen fra Nordea. ”Hvis det bliver resultatet, så viser meningsmålingerne, at Macron i anden runde vil vinde meget overbevisende over Le Pen, og det vil være det resultat, der vil berolige markederne,” siger han. Derfor vurderer han, at vi allerede mandag efter første runde vil se kronkursen blive lidt svagere, hvis Macron og Le Pen går videre. Også renterne vil ligge til en lille stigning. Markedet vil dermed indkalkulere, at Macron vinder i anden runde af valget.

Men langt hen ad vejen er det også dette resultat, markedet ikke bare håber, men faktisk også forventer. Selvom det således ikke vil være en større overraskelse, betyder den usikkerhed, der trods alt er, at der vil komme en markedsreaktion. Skræks scenariet er ifølge Jan Størup Nielsen et resultat af første runde, hvor Le Pen og den stærkt

venstreorienterede Mélenchon vinder.

”Så vil anden runde blive et valg mellem pest og kolera, for både det ekstreme venstre og det ekstreme højre vil betyde stor usikkerhed. Vi vil med det samme komme til at se en styrkelse af kronen, og de danske renter vil falde, mens der for de franske renters vedkommende givetvis vil blive tale om højere niveauer,” siger Jan Størup Nielsen. Dette resultat vil ifølge Jan Størup Nielsen betyde en meget stor usikkerhed for Europa. Anden runde af det franske præsidentvalg er den 7. maj. **Ejlif Thomasen**

## KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

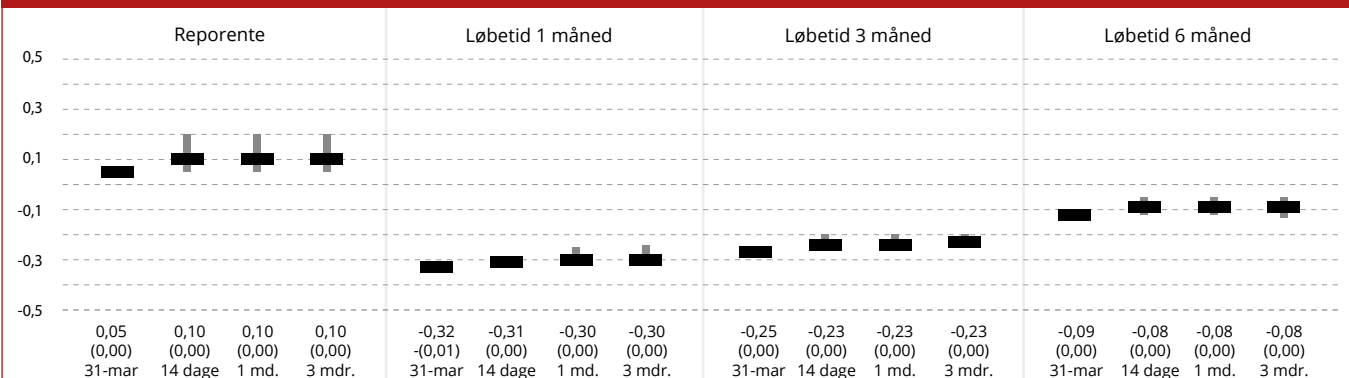
## FRA-SATSER

Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
jun-17	-0,26/25	-0,11/09
sep-17	-0,24/22	-0,08/06
dec-17	-0,21/19	-0,05/03
mar-18	-0,19/17	-0,01/01

Ud for jun-17 3 mdr. står -0,26/25. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,26 pct. fra jun. 17 til sep. 17. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,25 pct. fra jun. 17 til sep. 17.

Kilde: Spar Nord

## FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



Forklaring: Forventninger til Nationalbankens repo-rente og til renten på interbank pengemarkedet. Rentesaftalen 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

# Lange renter forbliver lave de kommende måneder

**Den korrektion nedad i de lange renter, vi har set i en periode, er ifølge Danske Bank velbegrundet, og der er ikke udsigt til, at renterne stiger på kort sigt. Det franske præsidentvalg kan dog skubbe en del til markedet.**

## LANG RENTE

Danske Bank forventer i en ny renteprognose, at de lange obligationsrenter vil blive liggende nogenlunde uændrede de næste tre-seks måneder. Banken peger i prognosen bl.a. på, at markedets forventninger til, hvornår ECB kommer med den første renteforhøjelse, nu er skubbet til sent i 2018, hvor der for kort tid siden var indregnet den første renteforhøjelse noget tidligere.

Derudover ser banken tegn på en opbremsning i den globale økonomi. Det er fra en situation, hvor en række industriindikatorer ligger på et meget højt niveau, også i historisk sammenhæng, og det vil ifølge Danske Banks vurdering med stor sandsynlighed betyde, at vi vil komme til at se et fald i disse indikatorer. Kommer det til at holde stik, er det ret usandsynligt, at vi samtidig med faldende indikatorer kommer til at se stigende renter. Det betyder

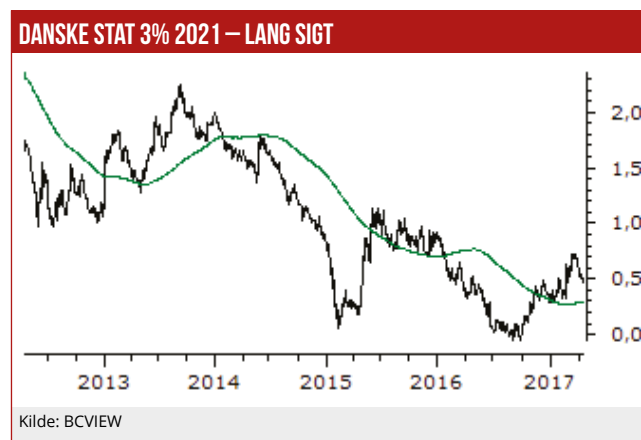
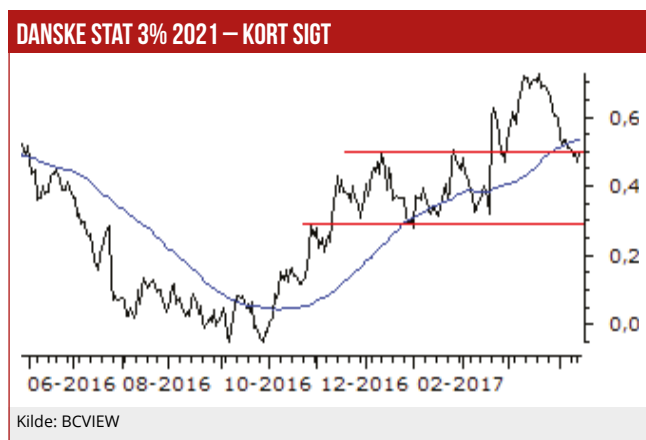
samlet ifølge Danske Banks renteprognose, at der er udsigt til, at de tiårige statsrenter vil forblive nogenlunde uændrede de kommende tre- seks måneder.

Men herefter ser Danske Bank igen renterne trække lidt opad. For de danske tiårige statsrentes vedkommende forventer Danske Bank et niveau på omkring 1,05 procent på 12 måneders sigt, mens de tyske tiårige statsrenter ventes at stige til 0,80 procent om et år. Men hvis der sker det, at Marine le Pen mod forventning vinder det kommende franske præsidentvalg, vil der ifølge Danske Bank være udsigt til en stor indstrømning af valuta til Danmark. Det vil givetvis få de lange renter til at falde. Danske Bank vurderer, at det vil kunne få rentespændet mellem danske og tyske papirer til at blive indsnævret betydeligt. Det vil samtidig betyde en periode med stor usikkerhed i Europa.

## Teknisk analyse på statsrenter

Renten forsøger nu at finde støtte omkring niveauet ved 0,50 procent, sådan som det var tilfældet i slutningen af februar. Lykkes det ikke, er der udsigt til et fortsat rentefald ned mod 0,30 procent.

**Ejlif Thomasen**



**FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE**

2-årig statsobligation				5-årig statsobligation				10-årig statsobligation			
-0,62 (0,00) 07-apr	-0,58 (0,00) 14 dage	-0,49 (0,04) 3 mdr.	-0,40 (0,02) 12 mdr.	-0,34 (-0,09) 07-apr	-0,27 (-0,06) 14 dage	-0,24 (-0,02) 3 mdr.	0,17 (0,25) 12 mdr.	0,52 (-0,09) 07-apr	0,51 (-0,07) 14 dage	0,77 (0,03) 3 mdr.	0,96 (0,06) 12 mdr.

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

# Norske kroner underdrejet af lav oliepris

**Prisfaldet på råolie i marts, fra 56-57 USD pr. tønde til lidt over 50 USD pr. tønde, pressede den norske krone nedad med tæt på 5 procent, og da olieprisen her i april igen rettede sig til næsten 56 USD pr. tønde, fulgte den norske krone kun med i halvt tempo.**

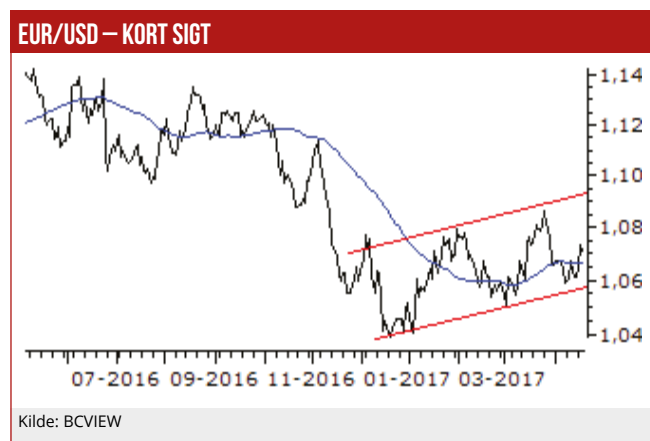
**VALUTA** De seneste dages nye fald i råolieprisen har så igen sendt norske kroner nedad, og det betyder, at norske kroner nu er nede på samme niveau som for en måned siden – 0,80 NOK/DKK, selvom råolieprisen kun er faldet til knap 53 USD pr. tønde. Danske Bank peger i sin seneste valutaprognose da også på, at norske kroner er undervurderede.

På 12 måneders sigt forventer Danske Bank en styrkelse af norske kroner til omkring 0,86 NOK/

DKK, og det svarer til en styrkelse på omkring 7 procent i forhold til det aktuelle niveau. Men hvis inflationen fortsætter med at skuffe, åbnes muligheden for, at den norske centralbank sænker renten, og det vil givetvis ikke tale for en styrkelse af valutaen. Danske Bank tror dog ikke på en rentenedsættelse, medmindre der sker en yderligere markant afkøling af boligmarkedet. På den korte bane vil de kommende inflationstal kunne give et fingerpeg om eventuelle renteændringer.

## EUR/USD fanget i interval

EUR/USD standsede igen faldet ved bunden af den stigende kanal med loft i 1,093 EUR/USD og bund i 1,058 EUR/USD, og dermed er der udsigt til en stigning op forbi den seneste top i 1,087 EUR/USD, som blev sat i slutningen af marts. **Ejlif Thomasen**



FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER						
	Aktuelle kurs		Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
		21-04-2017	1 måned	3 måneder	6 måneder	
EUR		7,44	7,44 (7,43-7,45)	7,44 (7,44-7,45)	7,45 (7,43-7,46)	7,43
GBP	!!	8,88	8,76 (8,6-8,9)	8,71 (8,45-8,91)	8,76 (8,47-9,08)	8,85
SEK	!	0,77	0,78 (0,77-0,79)	0,79 (0,76-0,8)	0,79 (0,77-0,81)	0,77
NOK	!!	0,81	0,82 (0,81-0,83)	0,82 (0,81-0,86)	0,83 (0,8-0,88)	0,80
CHF	!	6,95	6,97 (6,95-7,08)	6,94 (6,89-7,09)	6,92 (6,76-7,16)	6,97
PLN	!	1,74	1,75 (1,74-1,75)	1,73 (1,69-1,76)	1,77 (1,74-1,8)	1,74
USD	!	6,95	7,06 (6,9-7,29)	7,06 (6,97-7,15)	6,96 (6,77-7,19)	6,88
JPY (X100)	!!	6,37	6,42 (6,2-6,69)	6,39 (6,2-6,62)	6,35 (6-6,61)	0,06
EUR/USD	!	1,07	1,05 (1,02-1,08)	1,05 (1,04-1,07)	1,07 (1,04-1,1)	1,08

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

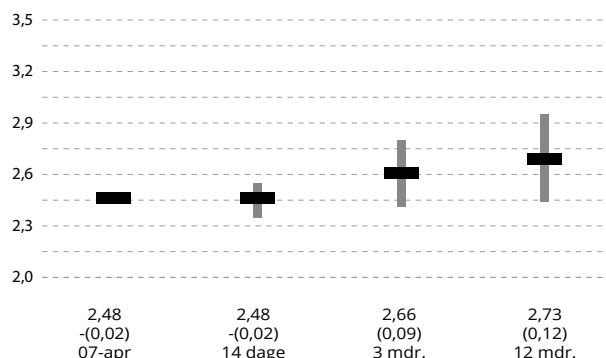
Vigtige begivenheder på finansmarkedet - 24. april - 30. april

Tyskland	IFO, erhvervs klima	- (112,3)	24. april
USA	Chicargo Fed Nat, aktivitet-sindeks	- (0,34)	24. april
USA	Nye bolligsalg	590.000 (592.000)	25. april
USA	Conf. Board, forbrugertillid	124,0 (125,6)	25. april
USA	MBA låneansøgninger	- (-1,8 pct.)	26. april
Japan	Rentemøde, BOJ	- (-0,1 pct.)	27. april
Sverige	Rentemøde, SEK	- (-0,5 pct.)	27. april
Eurozonen	Rentemøde, ECB	- (-0,4 pct.)	27. april
USA	Engroslagre	0,2 pct. (0,4 pct.)	27. april
USA	Ordrer, varige goder	1,2 pct. (1,8 pct.)	27. april
USA	Førstegangsansøgere til ledighedsstøtte	- (-)	27. april
Japan	Arbejdsløshed	2,9 pct. (2,8 pct.)	28. april
Japan	Forbrugerpriser, YoY	0,2 pct. (0,3 pct.)	28. april
Japan	Industriproduktion	-0,8 pct. (3,2 pct.)	28. april
Eurozonen	Pengemængde, M3, YoY	- (4,7 pct.)	28. april
Eurozonen	Forbrugerpriser, YoY	- (1,5 pct.)	28. april
Canada	BNP	- (0,6 pct.)	28. april
USA	BNP, QoQ	1,2 pct. (2,1 pct.)	28. april
USA	Forbrugerpriser	57,0 (57,7)	28. april
Kina	PMI, fremstilling	- (51,8)	30. april

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

Kilde: Alm. Brand

## 30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

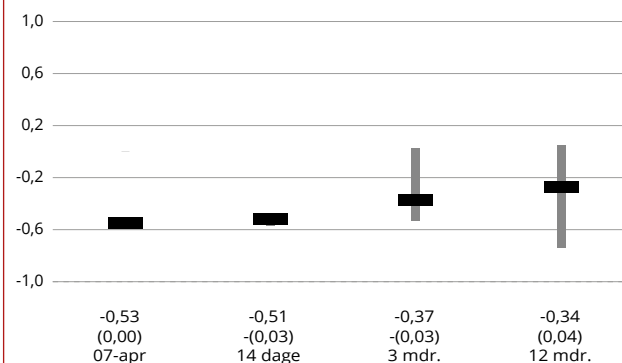


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. Jan. 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesaftalen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

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. jan. 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesaftalen 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

NICHEHUSET

Bredgade 23

1260 København K

T 35 35 10 10

[hej@nichehuset.dk](mailto:hej@nichehuset.dk)

[www.nichehuset.dk/ugebrev](http://www.nichehuset.dk/ugebrev)

DOWNLOAD PDF  
TIL PRINT



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

**Adm. direktør:** Steffen Damborg

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

**Redigering og layout:** Christine Louise Johansen

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

ISSN 1903-8666

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

**Kopiering eller videresendelse ikke tilladt**