



## DANSKE STORBANKER KAN NU FRIGIVE 20 MIA. TIL EKSTRA UDBYTTER

ECB har allerede udmeldt, at restriktionerne på bankernes udbyttebetalinger ikke forlænges efter 30. september. Finanstilsynet bekræfter, at de danske regler følger ECB. Umiddelbart har de største banker en opsparet ekstra buffer på til sammen over tyve milliarder. Alene Danske Bank kan på papiret udbetale 16 mia. kr. Men CEO Carsten Rasch Egeriis holder kortene ind til kroppen



RITZAU SCANPIX / ANNE BÆK / STF

## SKELSÆTTENDE STYRKEPRØVE MELLEM PENSIONSSSEKTOR OG TILSYNET

Finanstilsynets advarsler til pensionsselskaberne om at stoppe prisdumpingen på SUL-forsikringer har ingen juridisk konsekvens: Tilsynet kan ikke gøre noget på kort sigt. Men hvis selskaberne fortsætter priskrigen året ud, får det konsekvenser for den fremtidige regulering, erfarer Økonomisk Ugebrev



## NYHEDSANALYSER

- 03** Når de vigtigste historier gemmes inde i avisen
- 04** Formueforvaltere splittet om private investeringer
- 05** Styrkeprøve mellem pensionssektor og tilsyn
- 06** Storbanks har over 20 mia. til ekstra udbytter
- 08** Danske Invest fører kapløb om bæredygtige fonde
- 09** Amerikanske venturefonde går efter danske startups
- 13** Danske storbankaktier halter efter nordiske konkurrenter

## OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 14** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 15** Aktuelle faglige nyhedsbreve og Insights fra toprådgivere
- 16** Rente- og valuta-grafikker

## TEMA: FOKUS PÅ FIRST NORTH

- 10** Ti problemer og ti løsninger på First North
- 12** First North-selskaber viser stærkt blandende resultater



PETER BUNDEGAARD, DIREKTØR BLS

**BLS Capital ønsker ikke interessekonflikter:** I sidste uge fortalte Økonomisk Ugebrev historien om Michael Voss fra Fundamental Invest, der privat køber og sælger de samme aktier som sin investeringsforening. Den fremgangsmåde er forbudt i Danmarks største uafhængige investeringsforening BLS Invest... **Side 04**

**Udsigten til større udbyttebetalinger er ikke smittet positivt af på storbankaktierne:** De øvrige nordiske storbankaktier har den seneste måned performeret bedre end de danske storbankaktier, som i realiteten er sat en del tilbage... **Side 13**

**First North: Ti problemer og ti løsninger:** First North har med rette været udskældt og rigtig mange investorer har god grund til at følge sig snydt eller manipuleret med. ØU gennemgår de ti største problemer ved First North – og anviser også ti løsninger... **Side 10**

**Amerikanske venturefonde synes danske vækstelskaber er billige:** De amerikanske venturefonde har nu kastet sig over Europa og især Danmark. Coronakrisen med videomøder og fjernarbejde har lært dem, at man ikke konstant behøver at være fysisk ind over de virksomheder, man investerer i... **Side 09**



## NÅR DE VIGTIGSTE HISTORIER GEMMES INDE I AVISEN

### MEDIEANMELDELSE

Hvis nogle skulle være i tvivl om værdien af journalister eller journalistik, så læs lige lidt med her.

I den forgangne uge sendte Anklagemyndigheden en pressemeddelelse ud. Den slags gør man kun, når man har noget nyt at fortælle. Og nyheder fra Anklagemyndigheden og især SØIK er altid interessante.

Den her var dog lidt underlig, idet den omtalte loftet over brugen af kontanter, der nu er sat ned til 20.000 kr. Og det er ingen nyhed. Det har været kendt siden årets begyndelse og som Anklagemyndigheden selv skriver, så trådte det nye lavere loft i kraft 1. juli som et nyt våben i kampen mod hvidvask.

Altså en tudsegammel nyhed.

Men så er det godt vi har Jyllands-Posten, der kunne tilføje den ægte nyhed om, at op imod 30 personer "allerede var gået i fælden". Og hvor havde JP så den historie fra?

Jo, de havde såmænd gjort sig den ulejlighed at læse hele Anklagemyndighedens pressemeddelelse, også de sidste afsnit, hvor de færreste orker at læse ned. Der havde Anklagemyndigheden valgt at gemme den vigtigste og nyeste oplysning. Det må være en tilbage-på-skolebænken for Anklagemyndigheden.

På avisredaktionerne er hver dag en daglig kamp og diskussion om, hvem og hvad der skal på forsiden af avisen og dermed signalere avisens bud på dagens vigtigste historie.

Og her kan vi også finde eksempler på, at nogle burde en tur tilbage på skolebænken.

Børsen havde således en forsidehistorie om det uddøde minkavler-erhverv i Danmark. Og en klynken over en uvis fremtid.

Inde i avisen var til gengæld historien om virksomheder, der rykker produktionen hjem til Europa. I takt med at virksomheder som Mærsk opjusterer for tredje gang i år og selv kan skrive prisen på regningerne for fragt mellem verdensdelene på grund af coronaen, så overvejer flere virksomheder den sikre løsning at gøre sig uafhængig af produktion i fjernliggende lande, hvor skibstransport er nødvendigt.

Det er en vigtig historie, også på Esplanaden, hvor den uden tvivl er delt i hele huset.

Og endnu en tankevækkende disposition fra Børsens side. Børsen mener, at endnu en historie om Pandoras

vækstplaner er dagens vigtigste og bør præge hele forsiden. De historier har der gennem tiderne været mange af, og de glæder vel især aktionærerne. Og næppe så mange andre.

Men inde i samme avis finder vi så historien om, hvilke danske virksomheder unge helst vil arbejde for. Og den historie burde nok i stedet have prydet forsiden, da den er så meget vigtigere og perspektivrig.

Lego, Novo Nordisk og Google topper listen og kigger man ned igennem top-ti er det slående, at vi skal ned på 8. pladsen for at finde Nordisk Film og en virksomhed, hvor de kreative talenter kan få lov til at boltre sig. Selv en så retlinet virksomhed som Deloitte har formået at knibe sig ind på 10. pladsen. Og hvorfor så det?

Jo, fordi de unge er begyndt at bekymre sig om en virksomheds omdømme. Og det er vigtigt at arbejde et sted, som andre også synes bidrager med noget vigtigt, som en af deltagerne i undersøgelsen siger. En vigtig historie, men for Børsen ikke vigtig nok til at slå en historie om en enkelt virksomheds vækstplaner, af forsiden.

Jyllands-Posten kan i denne konkurrence også godt være med. Først og fremmest skal de have tak for historien om jobskabelsen i forbindelse med Apples datacenter i Viborg, der skuffer fælt. Den historie havde også fortjent en mere fremtrædende placering.

Euforien var tårnhøj, da kommunernes kamp om at tiltrække datacenteret var overstået og Viborg havde vundet. De lå tæt på motorvejen for grøn strøm. Mindst 10.000 nye arbejdspladser vil det kaste af sig, jublede den daværende borgmester.

Nu er der en ny borgmester, den tidligere så succesrige landholdstræner i håndbold Ulrik Wilbek, og nu er der nye tal. Måske ender centret med at skabe 1.000 arbejdspladser forlyder det. Altså kun en tiendedel af det oprindelige håb.

Det var der faktisk også ganske mange, der påpegede allerede dengang, men man skal jo være varsom med at tage glæderne fra folk på forhånd.

Til gengæld er noget andet så steget, nemlig centrets forbrug af grøn strøm. Energistyrelsen vurderer ifølge avisen, at strømforbruget frem mod 2030 vil stige med mere end 20 pct. i forhold til det først beregnede.

Der skal snart flere vindmøller til, for at følge med det forbrug.

**Henrik Denta**



## FORMUEFORVALTERE SPLITTET OM PRIVATE INVESTERINGER

**Tre af Danmarks mest populære kapitalforvaltere ser vidt forskelligt på, om deres medarbejdere og ledelse kan og må foretage uafhængig investeringsrådgivning for danskerne samtidig med, at de selv privat ejer og handler de samme aktier, som de altså skal forholde sig kritisk til. Økonomisk Ugebrev fortsætter artikelserien om interessekonflikter i den finansielle sektor.**

### ANALYSE

Stjerneforvalterne på det danske aktiemarked er dybt splittede, om hvor grænsen går i forhold til at give uafhængige investeringsråd og handle private aktier. Nogle mener, at man sagtens personligt kan eje de aktier, man lever af at rådgive uvildigt om til kunderne. Mens denne praksis andre steder er strengt forbudt. Det viser et rundspørge til tre af Danmarks mest populære aktieforvaltere.

I sidste udgave af Økonomisk Ugebrev så Michael Voss fra Fundamental Invest intet problem i, at han selv privat køber og sælger de samme aktier som den investeringsforening, han også tjener millioner på at give uafhængige investeringsrådgivning om.

Men det samme er forbudt i Danmarks største uafhængige investeringsforening BLS Invest, fortæller direktør Christian Bindslev.

“Det er en særdeles vigtig problemstilling at forholde sig til potentielle interessekonflikter, hvilket lovgivningen ligeledes foreskriver. BLS Capital har naturligvis klare politikker, der sikrer håndteringen af både BLS Capital og vores medinvestorers interesser. Det er vigtigt for os at sikre et interessesammenfald med vores medinvestorer og eliminere alle potentielle interessekonflikter. Det har BLS Capital løst ved, at alle ansattes og partners investeringer i børsnoterede værdipapirer alene kan ske igennem BLS Invests fonde. Det har i øvrigt være politikken siden stiftelsen af BLS Capital tilbage i 2008. Det er således ikke en mulighed for BLS Capitals ansatte eller partnere at erhverve enkelte aktier og herved potentielt være i en interessekonflikt,” forklarer han til Økonomisk Ugebrev.

Michael Voss fra Fundamental Invest har eksempelvis privat aktier i industriselskabet Hydract, som han købte samtidig med investeringsforeningen. Senere ved selve IPO-en købte kun investeringsforeningen flere aktier.

Denne praksis mødte skarp kritik fra professor Carsten Tanggaard fra Aarhus Universitet, der ikke mener, at Michael Voss kan være uvildig i investeringsrådgivning på selskaberne, som han også selv ejer privat. Hvis der skal sælges ud af de relativt illikvide aktier, hvem sælger så først? Det er i hvert fald en principiel problemstilling.

“Vi ser ikke en interessekonflikt i at have et interessefællesskab med kunderne i at være medejere i et børsnoteret selskab,” lyder det fra Michael Voss.

### MAJ INVEST

Den form for interessekonflikter er reguleret i den finansielle virksomhedslovgivning i paragrafferne 77 og 80, der siger, at bestyrelserne skal efterse og sikre kunderne mod den slags interessekonflikter.

Men der er vidt forskellige tolkninger af loven, og hos den tredje stjerneforvalter Maj Invest og Jeppe Christiansen har man endnu en version af egne regler på området. Her har man tilsyneladende lagt sig lige i midten af de to andre kapitalforvaltere. For her må man også godt eje aktier privat, men man bliver tjekket op til begge ører undervejs, forklarer Marianne Settnes, der er chef for jura og compliance i [Maj Invest](#).

“Fondsmæglerselskabet Maj Invests og medarbejders herunder direktionens egne handler er underlagt strenge begrænsningerne, og vi lever op til både danske og amerikanske regler. Vi har blandt andet såkaldte black-out perioder, hvor man ikke kan handle, som hindrer, at medarbejdere handler mod eller forud for kundehandler, blandt andet for at sikre, at der ikke sker frontrunning,” lyder det.

I Maj Invests retningslinjer identificeres det som en klar interessekonflikt, hvis direktionen eller sågar medarbejderne selv “har eller får ejerskaber i et porteføljeselskab og samtidig rådgiver kunden om samme selskab,” står det under punkt 8.

Da nuværende direktør og ejer af Maj Invest Jeppe Christiansen var direktør i både LD og LD Invest blev det til en større sag, da han privat også investerede i et svensk mineselskab, som også LD investerede i. Sagen blev pikant, da selskabet kom i vanskeligheder og LD hjalp til i en kapitaludvidelse. Efter en længere undersøgelse blev Jeppe Christiansen dog frikendt.

**Carsten Vitoft**

## STYRKEPRØVE MELLEML PENSIONSSEKTOR OG TILSYN

**Finanstilsynets seneste advarsler til pensionselskaberne kan næppe, rent juridisk, stoppe prisdumpingen på pensionsmarkedet. Finanstilsynet kan reelt ikke gøre meget på kort sigt, hvis selskaberne fortsætter priskrigen året ud. Sådant en udvikling vil dog få konsekvenser for, hvordan tilsynet fremover vil regulere branchen, erfarer Økonomisk Ugebrev**

### ANALYSE

Forrige uges breve fra Finanstilsynet til pensionselskaberne om deres rabatter og fremtidige garantier på syge og ulykkesforsikringer var mest en advarsel om at stoppe med at dumpe priserne. Det var næppe et ønske om at skabe grundlaget for at udstede påbud til de selskaber, der ikke retter ind her i efteråret, erfarer Økonomisk Ugebrev.

Finanstilsynet har nemlig slet ikke redskaberne til et hårdt og hurtigt indgreb. Ikke mindst er det tidsmæssigt umuligt at udstede påbud til de selskaber, der fortsætter priskrigen, før den nye lovgivning træder i kraft ved årsskiftet.

Tilsynet skal først dokumentere, at priskrigen fortsætter, hvilket tager mindst en måned. Derefter skal de identificere selskaberne, og dernæst underbygge de påbud, som er tilsynets normale værktøj i den slags situationer.

Den konkrete jura er ikke på plads, da den nye bekendtgørelse er ved at blive skrevet. Ifølge en uafhængig ekspert er der ikke andre juridiske våben som tilsynet kan gribe til her i efteråret, hvis priskrigen bare fortsætter uændret.

”Under det nuværende regelsæt, har jeg meget svært ved at se, hvordan Finanstilsynet skal kunne forhindre pensionselskaberne i at prise deres forsikringer som de selv ønsker. Reglerne har været de samme i mange, mange år, mens vi har haft de her problemer på pensionsmarkedet. Jeg kan ærligt talt ikke se, hvad der skal skabe grundlaget for, at tilsynet nu pludselig skulle kunne gribe ind uden at ændre reglerne,” siger partner Gert Nielsen fra BEDSTpension.

### STORE INTERESSER

Flere pensionselskaber håber antageligt på, at priskrigen fortsætter. Eksempelvis har PFA i flere år leveret tæt på det dårligste afkast i hele pensionsbranchen. Her vil det antageligt opfattes som meget belejligt, at der i disse år ikke tales om afkast og investeringsomkostninger på pensionsordninger blandt pensionsmæglere og kunder, men i stedet om

hvilke selskaber, der har de billigste SUL-forsikringer.

PFA oplever nærmest alligevel vækst i kundebasen - altså til trods for, at selskabets afkast har været ringe i flere år. Det samme gælder til dels også Danica, der vokser endnu mere end PFA. Danicas afkast har været bedre end PFA's, men på langt sigt ligger Danicas afkast i bedste fald middelmådigt, mens Danske Bank-selskabet samtidig er branchens dyreste selskab at spare op til pension i. Det er normalt ikke noget, der tiltrækker nye kunder.

Pensionsmæglerne, som står bag udbuddene af firmapensioner, har imidlertid kronede dage. Hver gang de flytter en virksomheds firmapension fra et selskab til et andet, så tjener de to til to et halvt tusinde per ansat i virksomheden. Og der er udsigter til at fortsætte den gode forretning, hvis alle firmapensionerne lige skal have et nyt udbud og flyttes over til PFA eller Danica, inden Finanstilsynet endegyldigt lukker ned for priskrigen til årsskiftet. Kan der holdes liv i priskrigen indtil da, er der altså store penge at tjene for mæglerne.

Men det er også den udvikling, Finanstilsynet prøver at sætte en brat stopper for allerede nu - og ikke først til årsskiftet.

### LANGSIGTEDE KONSEKVENSER

Går man bag facaden handler det om en styrkeprøve mellem tilsynet og pensionsbranchen, som kan få langsigtede konsekvenser for sektoren. Alles øjne vil i den kommende tid være rettet mod de nye udbud, der sendes i markedet af mæglerne efter Finanstilsynets breve. Derfor vil priskrigen helt naturligt kunne ses nogle uger endnu, da de gamle udbud først skal løbe af stablen.

Men herefter bliver det så også alvor. I Finanstilsynet er man udmærket klar over, at man for tiden hverken har juraen eller tiden på sin side. Det er netop det, der gør situationen helt speciel: Pensionsbranchen og Finanstilsynet har før testet viljer på andre sager. Men det er første gang, at tilsynet reelt er magtesløst i forhold til indgreb på kort sigt og derfor må nøjes med at håbe på gode viljer i branchen.

Nu vil en fortsættelse af priskrigen fra branchens side blive opfattet af Finanstilsynet som en dyb provokation, da tilsynet meget klart har givet udtryk for sine ønsker.

**Carsten Vitoft**

## STORBANKER HAR OVER 20 MIA. TIL EKSTRA UDBYTTER

**30. september ophører restriktionerne på bankernes udbyttebetalinger. Det har ECB meldt ud og Finanstilsynets direktør Jesper Berg bekræfter, at de danske regler følger ECB. Umiddelbart har de største banker en opsparat ekstra buffer på over tyve milliarder. Chefredaktør Morten W. Langer gennemgår her opgørelsen over bankernes ekstra buffer.**

### ANALYSE

Op til coronakrisen valgte myndighederne at sætte bankernes udbyttebetalinger på hold, for at sikre bankerne en ekstra buffer til at imødegå et eventuelt større økonomisk tilbageslag i kølvandet på nedlukning af samfundet og dele af erhvervslivet.

Den europæiske centralbank (ECB) udmeldte for nylig, at den ikke forlænger restriktionerne efter den 30. september 2021. Og Finanstilsynet bekræfter, at de følger i fodsporet på ECB. Dermed er der lagt op til, at de danske banker igen "slippes fri", når det gælder udbyttebetalinger og aktietilbagekøb.

Da bankerne har navigeret stærkt gennem viruskrisen, har der ikke været de forventede store udlånstab. I år har bankerne leveret stærke resultater, dels baseret på kursgevinster på aktier, men i høj grad også på grund af tilbageførsel af sidste års ekstrahensættelser, som der altså ikke har været brug for. Det har direkte løftet bundlinjerne, og hovedparten af bankerne har over det seneste halve år opjusteret ledelsens forventning til årsresultatet.

De solide overskud kombineret med udeblevne udlånstab og meget lave udbyttebetalinger betyder, at de fleste banker har opbygget en ekstra kapitalbuffer, som ligger langt ud over deres interne målsætninger. Det er derfor forventet med spænding blandt analytikere og bankinvestorer, hvordan bankerne vil forholde sig, når de om knap to uger bliver "sluppet løs".

Økonomisk Ugebrev har beregnet bankernes ekstra buffer, baseret på den "egentlige egenkapital", også kal-

det CET1, i forhold til den interne målsætning for CET1, som typisk oplyses i regnskabet.

Økonomisk Ugebrevs analyse af de seneste regnskabstal viser, at alle de store banker ligger solidt over deres interne målsætninger for "egentlig egenkapital," CET1, hvorved de potentielt har mulighed for ekstrastore udbetalinger. Analytikere vurderer over for Økonomisk Ugebrev, at der vil komme store aktietilbagekøbsprogrammer, men også at aktieudbytte sættes op, men måske først fra foråret.

**Sydbank har for nylig** taget forskud på glæderne ved at genindføre aktietilbagekøb og aktieudbytte, dog under forudsætning af, at ECB holder fast i tidsfristen på 30. september.

Den ekstra betaling til aktionærene udgør samlet 560 mio. kr. hvilke skal sammenholdes med Sydbanks forventede overskud på 1150-1350 mio. kr. Altså knap halvdelen af årets overskud. De seneste år har banken haft en samlet tilbagebetaling på op mod 100 pct., hvilket har været muligt på grund af faldende udlån.

Så der er i forhold til årets forventede overskud potentiale til betydeligt mere. Hertil kommer den opsparede buffer, hvor Sydbank har et udbetalingspotentiale på 2,2 mia. kr. Altså ca. fire gange mere end det, banker har udmeldt for nylig.

Ifølge bankdirektør Jørn Adam Møller fra Sydbank har banken ikke oplyst noget om, hvordan den forholder sig til den ekstra buffer. "Det er klart, at hvis vi udbetaler mindre end 100 pct. af årets overskud, opbygger vi en ekstra kapitalbuffer. Vi har altid forsøgt at signalere, at vi forstår aktionærernes interesser. Men vi skal også afveje det mod, at vi gerne vil skabe rum for at vi også kan forøge udlånet," siger han.

Analytikere siger til Økonomisk Ugebrev, at de ser stor sandsynlighed for en yderligere forhøjelse af årets aktietilbagekøb og måske ekstra store aktieudbytte til næste

**FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »**

### DE STØRSTE BANKER HAR OVER TYVE MIA. KR. I EKSTRA UDBYTTEPOTENTIALE

|             | CET1 mål(%) | CET1 faktisk(%) | CET1 justeret** | CET1 overdæk. (%-p) | CET1 i mia. kr. | Udbytte-potentiale (mia) * | Udbyttemål af overskud(%) |
|-------------|-------------|-----------------|-----------------|---------------------|-----------------|----------------------------|---------------------------|
| Sydbank     | 14,5        | 17,7            | 18,3            | 3,8                 | 10,2            | 2,2                        | 30-50                     |
| Spar Nord   | 13,5        | 15              | 15              | 1,5                 | 9,4             | 0,9                        | 30-50                     |
| Danske Bank | 16          | 18              | 18              | 2                   | 147             | 16,3                       | 40-60                     |
| Jyske Bank  | 15-17       | 18,3            | 18,3            | 3,3                 | 33,7            | 6,1                        |                           |

Kilde: Bankernes regnskaber

\*Beregnet af ØU baseret på tilgængelige data

\*\*Sydbank har ikke i 1H-regnskab indregnet halvårets overskud i det oplyste CET1, altså egentlig kernekapital, modsat de andre banker

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

forår. Sydbank har aktuelt et ekstra potentiale for udbytter og /eller aktietilbagekøb på 2,2 mia. kr.

Jyske Bank har et udbetalingspotentiale på over seks mia. kr. i ekstra udbytter og aktietilbagekøb. Banken har allerede udmeldt aktietilbagekøb, som ca. svarer til 1,3 mia. kr. i år med det forventede årsoverskud på 2,6-2,9 mio. kr. Banken har altså foreløbigt valgt at sende halvdelen af årets overskud tilbage til aktionærene. Det skal også sammenholdes med bankens ekstra udbetalingspotentiale på godt seks mia. kr.

Fra Jyske Bank oplyser CFO Birger Krøgh Nielsen, at bankens udlodningsprocent normalt er 70 pct., men at banken ikke har udmeldt noget for 2021. Omkring udsigterne for at Jyske Bank justerer de aktuelle udmeldinger efter bankerne får mere fri tøjljer om to uger siger han: "Bestyrelsen vurderer hvert kvartal mulighederne for at øge udlodningen herunder fremtidige aktietilbagekøbsprogrammer, der kræver forudgående godkendelse af Finanstilsynet. Bestyrelsen indstillede 0 kr. i udbytte til generalforsamlingen i marts 2021."

Danske Bank oplyser i halvårsregnskabet, at det fortsat er bankens ambition at udbetale 40-60 pct. af overskuddet i udbytte. Med de aktuelle forventninger til årets overskud på over 12 mia. kr. svarer det til ca. seks mia. kr. Aktuelt er der ikke udmeldt aktietilbagekøb, som udgjorde seks mia. kr. i 2019 og nul i 2020. Udbyttebetalingen for sidste år var dette forår to kroner per aktie svarende til 1,7 mia. kr. eller 38 pct. af årets resultat.

I halvårsregnskabet er hensat 3,8 mia. kr. til udbytter, hvortil måske senere kommer aktietilbagekøb på et større milliardbeløb. I hvert fald viser Økonomisk Ugebrevs beregninger, at der er udbetalingspotentiale med den aktuelle kapitalbuffer på over tyve mia. kr. Det skal sammenholdes med bankens samlede aktuelle børsværdi på 92 mia. kr. Overdækningen vil blive en del større, hvis og når det ekstra kapitalkrav dikteret af det danske Finanstilsyn på ti mia. kr. til dækning af eventuelle hvidvaskskader kan afvikles.

Også for Danske Bank er der en ekstra buffer på 16 mia. kr., som bestyrelsen efter den 30. september vil kunne råde over. Analytikere vurderer, at det er meget sandsynligt at banken genoptager et aktietilbagekøbsprogram, samt at udbyttebetalingerne fra foråret fordobles og måske mere til. Økonomisk Ugebrev har stillet banken nogle spørgsmål,

hvor svaret kortfattet lyder fra IR-chef Claus Ingar Jensen: "Vi kan bekræfte, at vores udbyttepolitik er uforandret, samt at vi for nærværende ikke har planer om aktietilbagekøb."

Det ser ud til at analytikerne forventer en massiv forhøjelse af aktieudbyttet for 2021. Ifølge estimater fra 16 analytikere, indsamlet af Danske Bank, er forventningen et udbytte på syv kroner for 2021 og knap otte kroner for 2022.

Spar Nord oplyste i årsregnskabet, at banken "for regnskabsåret 2020 anbefaler Finanstilsynet generelt, at bankerne begrænser udbyttebetalingen. Bestyrelsen indstiller derfor til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,5 kr. pr. aktie vedr. 2020."

Spar Nord udbetalte ikke de planlagte 3,5 kr. pr. aktie fra 2019, idet Finanstilsynet i 2020 anbefalede suspension af udbyttebetaling.: Udbyttebetalingen svarede til 185 mio. kr. ud af årets samlede overskud på 738 mio. kr.

I halvårsregnskabet er hensat 343 mio. kr. til udbytte, og hvis det doubles op i andet halvår, svarer det til knap 700 mio. kr. eller seks kroner per aktie. Med det forventede overskud i år på 1100-1300 mio. kr. svarer det til godt halvdelen af overskuddet.

Bankens udlodningspolitik ligger på 30-50 pct. af overskuddet, og Spar Nord må forventes at øge udbyttet markant i forhold til de 1,5 kroner. Ifølge Økonomisk Ugebrevs beregninger har banken knap én mia. kr. i ekstra opsparet udlodningspotentiale.

Fra Spar Nord lyder meldingen, at der ikke er oplyst noget specifikt for 2021 endnu. "Men vi har tilkendegivet, at vi aktuelt forventer at udbetale ordinært udbytte relateret til 2021 i den øverste ende af vores udbytteinterval." banken har ingen kommentarer til et eventuelt ekstraordinært udbytte eller aktietilbagekøb. "Men det er klart, at banken løbende overvejer sin kapitalposition, herunder også niveau for udbytte/aktietilbagekøb," lyder meldingen.

Det synes således sandsynligt, at Spar Nord vil overveje også et ekstraordinært udbytte. I regnskabet oplyses det: "Det er Spar Nords mål at skabe et konkurrencedygtigt afkast til aktionærene – i form af kursudvikling og udbytte. Spar Nord har til hensigt at udlodde 30-50 % af årets nettoresultat i ordinært udbytte under hensyntagen til, at bankens kapitalmålsætninger er indfriet."

## DANSKE INVEST FØRER KAPLØB OM BÆREDYGTIGE FONDE

**Danske detailinvestorer har investeret 32 mia. kr. i de mest bæredygtige fonde efter EU's nye bæredygtigheds kategorisering, de såkaldte mørkegrønne fonde. Investeringsforeningerne har kategoriseret 15 fonde som mørkegrønne, og indtil videre fører Danske Invest kapløbet om danskerne grønne investeringskroner. Henrik Frydenborg Hansen fra analysefirmaet indeksinvest.dk går tæt på de mørkegrønne fonde.**

### ANALYSE

Kapitalforvalterne overalt i Europa har travlt med at ændre investeringsstrategier og oprette nye grønne fonde for at imødekomme en næsten umættelig grøn investeringslyst. I forhold til EU's nye bæredygtighedskategorisering er de lysegrønne fonde art. 8 fonde (delvist bæredygtige) mest populære, mens der bl.a. grundet strenge rapporteringskrav er et mindre antal af de mørkegrønne art. 9 fonde.

En fond kan blive kategoriseret som mørkegrøn på flere måder, enten ved at have bæredygtige mål i investeringspolitikken, som er i tråd med EU's nye taksonomi for bæredygtige aktiviteter, eller ved at følge et EU-godkendt klimaindeks. Sidstnævnte strategi har Danske Invest og Sparindex valgt.

Danske Invest skiftede 1. juli benchmark i seks indeksfonde, så de nu er mørkegrønne og følger et MSCI "EU Climate Transition benchmark" (CTB), mens Sparindex i januar lancerede tre mørkegrønne indeksfonde, som følger et MSCI "EU Paris-aligned benchmark" (PAB). De to benchmarks har henholdsvis 30 og 50 pct. mindre carbon foot print, og årligt skal de reducere yderligere med syv pct. Desuden har PAB benchmarket flere eksklusioner end CTB-benchmarket.

Porteføljerne i de passive indeksfonde med klimabenchmark har typisk en stor del af de samme aktier som de traditionelle indeksfonde, men med en ændret fordeling af aktierne samt eksklusioner af nogle selskaber.

Herudover er der i Danmark seks aktivt forvaltede mørkegrønne fonde, hvoraf flere investerer temabaseret

i bl.a. nye grønne teknologier, ressourceoptimering og miljøbeskyttelse. Udbydere er blandt andet også Formuepleje og Nordea Invest, se også [faktaboks](#) med alle mørkegrønne fonde. Flere af de mørkegrønne fonde har også mindre andele i porteføljen til selskaber med aktiviteter til fossile brændstoffer (under 1 pct.), og det kan skyldes indeksstrategien eller investeringer i energiselskaber i en transitionsfase, og som også har aktiviteter i overgangen til grøn energi.

Formuen i Danske Invest's mørkegrønne indeksfonde er samlet på 34 mia. kr., heraf er 16 mia. kr. i klasser for danske detailinvestorer. Danske Invest har nu lidt over halvdelen af danske detailinvestorer's samlede investeringer i mørkegrønne fonde. Sparindex har sammen med Nykredit Invest længe domineret markedet for mørkegrønne fonde med i alt fem fonde. Tilsammen har de en markedsandel på lidt over 25 procent. Formuepleje, TimeInvest, Nordea Invest og SDG Invest har resten med blot én enkelt fond hver.

Markedskampen om de danskernes opsparingskroner, som fortsat ventes at flyde over i mørkegrønne fonde, er slet ikke slut. Måske er det snarere stilhed før stormen. På grund af usikkerhed om rapporteringskrav og definitioner af kategorierne har flere investeringsforeninger været tilbageholdende med at udbyde mørkegrønne art. 9 fonde.

Således markedsfører både BankInvest, Sydinvest, Jyske Invest, Nordea Invest og Danske Invest aktivt forvaltede aktiefonde, som markedsføres som bæredygtige i fondsnavnet, men som er kategoriseret som lysegrønne art. 8. Flere foreninger har altså endnu ikke udbudt mørkegrønne fonde, som er de mest rene fonde.

Artiklen er skrevet af Henrik Frydenborg Hansen, der analyserer investeringsforeninger og bæredygtige investeringer og tidligere har arbejdet i Finans Danmark med bæredygtig finans.

[Se baggrundsmateriale her](#)



## AMERIKANSKE VENTUREFONDE GÅR EFTER DANSKE STARTUPS

**Status på venturemarkedet: De seneste år har det danske venturemarked set stadigt flere amerikanske og andre udenlandske venturefonde deltage i de store finansieringsrunder. Særligt amerikanske venturefonde er på jagt efter investeringsmuligheder uden for hjemmemarkedet, ikke mindst fordi de kan og vil betale højere priser end danske fonde, vurderer dansk ventureekspert. Vil de nye ekstra fire mia. kr. fra staten gøre en forskel: Kun hvis Vækstfonden kan matche de amerikanske fondes betydeligt højere indkøbspriser.**

### ANALYSE

Da danske Byfounders i august var med til at investere 95 mio. kr. i den danske start-up Uizard Technologies, var det sammen med tre amerikanske investorer. Alle fire venturefonde så et stort potentiale i den danske virksomhed, der anvender kunstig intelligens til at gøre det muligt for lægfolk at anvende forskellige designteknologier.

”Du kan tegne noget på et stykke hvidt papir, tage et billede af det med din mobiltelefon, hvor så systemet konverterer det, du har lavet i hånden til et stykke design, du kan arbejde videre med,” siger Tommy Andersen, partner i Byfounders.

At kunstig intelligens er et vækstområde, der tiltrækker mange ventureinvestorer, er ikke overraskende. Til gengæld er Uizard Technologies også et eksempel på en tendens, der har taget fart den seneste tid - nemlig at amerikanske investorer i stigende grad går efter danske og andre europæiske start-ups.

Vækstfondens indsamlede oplysninger over venturemarkedet viser, at de amerikanske venturefonde er stærkt repræsenterede på det danske marked. Mens de danske venturefonde og andre investorer ikke overraskende dominerer på deres hjemmemarked i årets investeringsrunder til og med august, markerer amerikanske venturefonde sig også stærkt.

Mens der 42 gange har været danske investorer involveret i transaktioner, følger amerikanerne tæt efter med 38 gange. Nummer tre er engelske venturefonde efterfulgt af svenske og franske, der tilsammen kun lige kommer i nærheden af antallet af amerikanske investeringer.

”Der er rigtigt mange amerikanske og andre udenlandske investorer aktive på det danske marked, specielt i de lidt senere finansieringsrunder. Altså dem der begynder ved 15-20 mio. USD (godt 95-125 mio. kr., red.). Der findes

endnu ikke ret mange danske fonde, der alene kan løfte de tunge runder,” siger Tommy Andersen.

I dag møder han derfor mange udenlandske venturefonde i det danske startupmiljø, som ønsker at købe sig ind i de mest attraktive selskaber.

”Selvfølgelig kan man have en holdning til, om det er godt eller dårligt, at de udenlandske fonde får ejerandele i danske start-ups. Men hvis ikke pengene er til rådighed i de danske fonde, skal vi finde dem et andet sted. Pengene skal jo komme et sted fra,” siger Tommy Andersen.

Han peger på, at lige nu er det danske marked inde i en fase, hvor både investeringsrunderne og de [danske venturefonde](#) bliver større og større. Dog er der stadig et stykke vej til, at de danske fonde kan levere de beløb, der kræves for, at danske vækstvirksomheder for alvor kan vokse sig store.

Samtidig kommer mange af de amerikanske investorer med et netværk, som kan være med til at styrke de danske virksomheder på det amerikanske marked. Skal Tommy Andersen give sit bud på, hvorfor de amerikanske selskaber finder det danske og andre europæiske markeder særligt interessante, handler det om prisniveauet på de ikke-amerikanske start-ups.

”Værdisætningen af sammenlignelige amerikanske selskaber er væsentlig højere. Så er du en amerikansk venturefond, der vil have det bedst mulige afkast af dine penge, kan du rent faktisk købe billigere ind i Danmark og resten af Europa end du kan derhjemme,” siger Tommy Andersen.

Konkurrencen om de bedste start-ups har drevet priserne i vejret på det amerikanske marked. Så ifølge den danske venturemand er der en klar tendens i retning af at en stigende andel af amerikanske venturepenge flytter til Europa.

”Ud over det har COVID-19 også betydet, at mange US investorer har fået øjnene op for, at der er mange interessante teknologi-hubs udenfor Silicon Valley og at man derfor er nødt til at sprede sit geografiske fokus. Fondene kan ikke forvente, at selskaberne uden videre kommer til dem, tværtimod er de nødt til selv at være til stede på markederne uden for USA,” siger Tommy Andersen.

Ud over det har pandemien også fået investorerne til at acceptere, at de ikke behøver at være fysisk til stede for at kunne investere i de europæiske selskaber, men kan investere på baggrund af online-møder og digital kontakt.

**Peder Bjerge**

## TI PROBLEMER OG TI LØSNINGER PÅ FIRST NORTH

**”Sådan sikrer vi en velfungerende dansk vækstbørs”**  
**lød overskriften på et oplæg, chefredaktør Morten W. Langer**  
**afholdt på Keystones IPO Bootcamp. Hoved-**  
**budskabet var at Nasdaqs First North børs er kommet**  
**godt på vej, men stadig er præget af mange børnesyg-**  
**domme. Oplægget gennemgår ti problemer med til-**  
**hørende ti løsninger. Præsentationen fra oplægget**  
**kan downloades i bunden af denne artikel.**

### TEMA

Nasdaqs First North børs har stor samfundsmæssig betydning, fordi det er et vigtigt bindeled mellem risikovillig investorkapital og de mange mindre vækstvirksomheder, der har brug for vækstkapital, som kan være svær at hente i banken. Det handler altså i sidste ende om en markedsplads, som kan være med til at skabe samfundsmæssig velfærd, nye arbejdspladser og eksportindtægter.

Enhver markedsplads er baseret på tillid, og desværre har First North været præget af en stribe uheldige eksempler, som har været med til at svække tilliden til markedspladsen. Vi er nået langt denne gang med etableringen af en vækstbørs, efter to tidligere forulykkede forsøg inden for de seneste årtier.

Men markedspladsen er nu stille og roligt ved at kralelere, og derfor er der brug for en stribe opstramninger, som skal genskabe tilliden, så de private investorer har tilliden til den, og så de mindre vækstvirksomheder fortsat vil have adgang til den risikovillige egenkapital.

I det følgende vil jeg gennemgå ti problemstillinger, og samtidig komme med forslag til løsninger. Det er afgørende, at Nasdaq, rådgiverne og selskabsledelserne nu tager ved lære af de problemer, der har været de seneste år. Og vi er opmærksomme på, at der allerede er en bevægelse i gang i den rigtige retning. Men der er lang vej hjem, før vi kan være sikre på ny fremdrift og momentum for den danske First North.

**For det første** har private investorer de seneste måneder oplevet, at selskaber, de var aktionærer i, enten er blevet tvangsafnoteret eller er i langvarig børspause. Med andre ord lades aktionærerne totalt i stikken, fordi de ikke kan handle deres aktier, og i tilfældet Waturu kan der let være tale om, at aktionærerne har tabt deres penge. Også aktionærerne i det tidligere NPInvestor, nu Spann

Technologi, står med håret i postkassen på grund af en langvarig notering. Økonomisk Ugebrev har grundigt gennemgået afgørelsen fra Nasdaq om tvangsafnoteringen af Waturu, og der skulle gå halvandet år fra markante advarsels signaler til at der for alvor blev grebet ind. Også certified advisors har big time svigtet i denne sag.

Løsning: Nasdaq må reagere langt hurtigere på advarselssignaler, og ikke trække tingene ud.

**For det andet:** Mangelfulde oplysninger om værdiansættelser ved IPO. Investorerne skal kunne forstå, hvordan ledelsen og rådgiverne er kommet frem til den aktuelle værdiansættelse, når de læser virksomhedsbeskrivelse eller prospekt op til IPO'en. Det duer simpelt hen ikke, at ledelsen og rådgiverne blot smider et tal op i luften. Manglende oplysninger giver på forhånd mistillid, hvad skjuler de?

Løsning: Det kunne være ønskværdigt med beskrivelse af flere værdiansættelsesmetoder: Navngivne børsnoterede peer group selskaber, fem års budgettal, (DCF: nej tak) og andre relevante metoder, evt. 2-3 scenarier. Og gerne en grundig verbal forklaring.

**For det tredje:** For høje værdiansættelser. I en stribe tilfælde er de nye selskaber gået på børsen til urealistisk høje værdiansættelser. I nogle tilfælde ligner det nærmest tyveri ved højlys dag, og det er misbrug af de private investoreres indsigt og mulighed for at vurdere prissætningen.

Løsning: Det bør tilstræbes, at udbudsprisen sættes så lavt, at der også er en upside til de nye aktionærer. Altså: Den potentielle gevinst, der ligger i basis-scenariet for selskabets udvikling de næste 3-4 år, bør deles, og sælgerne skal også tage en del af risikoen.

Grundlæggende er det vigtigt at give de nye aktionærer er god oplevelse. Så bliver det også meget lettere at komme efter nye penge. Da de oprindelige ejere ofte sidder tilbage med op mod 2/3-dele af aktierne, er der stadig stor upside på deres private aktier.

**For det fjerde:** I en stribe tilfælde har selskabet ikke haft proof of concept, intet salg, og altså ingen viden om efterspørgsel. Med andre ord har selskabet været alt for tidligt ude i sit udviklingsstadium. Hvad er det egentlig Valuer kan? Selskabet handles til en børsverdi på 100 mio. kr.

**FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »**

## « FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Og der blev solgt nye aktier for samme beløb?

Løsning: Hvis selskabet skal modnes, bør der hentes pre-IPO kapital til favørkurs. Og så skal der være mere fokus på *uniqueness*: hvordan er konkurrencesituationen, og er der veletablerede konkurrenter inden for samme felt?

**For det femte** (som også rummer problem seks og syv). Nemlig mangel på troværdig og rettidig information til markedet ved kursfølsom information fra selskaberne. Det skal siges, at der er stor forskel på kvaliteten af selskabernes information til markedet. Fra det mangelfulde og næsten vildledende til et højt kvalitetsniveau. Forskellene kan både bunde i et forsøg på manipulation eller mangelfuld viden – til solid erfaring med god praksis.

I samme boldgade hører, at Certified advisers i en del tilfælde ikke er skarpe nok i forhold til sikring af selskabernes regeloverholdelse. Ifølge reglerne skal de holde øje med selskabernes overholdelse af oplysningsforpligtelserne, som er de samme som på main marked, når det gælder om at informere om kursfølsom information.

Løsning: Hvis rådgiveren har den mindste mistanke om urent trav eller mangler hos selskabet, skal denne give Nasdaq en advarsel. I sidste ende handler det også om, at Nasdaqs overvågning af FN-selskabers oplysningsforpligtelser i en stribe tilfælde ikke har været god nok, og der er ikke grebet hurtigt nok ind.

Løsning: Hvis rådgiveren har den mindste mistanke om urent trav eller mangler hos selskabet, skal denne give Nasdaq en advarsel. I sidste ende handler det også om, at Nasdaqs overvågning af FN-selskabers oplysningsforpligtelser i en stribe tilfælde ikke har været god nok, og der er ikke grebet hurtigt nok ind.

Vigtigt er det også, at selskabets ledelse trænes i reglerne eller øger børskompetencerne. Certified advisers skal være tæt på selskabets ledelse for at tjekke regelopfyldelse. Et af de gode eksempler på oplysningspraksis er Happy Helpers månedlige opdateringer med aktivitetsdata.

**For det ottende** har mange IPO'er været præget af meget urolige starter på børsen på grund af mange spekulanter blandt fortegnere. I det hele taget rummer fortegninger tit næsten lige så mange ulemper som fordele. Hvis fortegnerne er kortsigtede spekulanter, som går efter en hurtig gevinst de første dage på børsen, er det et kæmpeproblem.

Løsning: Vækstselskaberne er netop på vej ud på en langsigtet rejse, hvor gevinsterne først kommer tidligst 2-3 år senere. Og derfor er det vigtigt, at de nye aktionærer er tålmodige og langsigtede. Fortegninger er et godt

sikkerhedsnet, men det ville være en rigtig god idé med en lockup på 3-6 måneder, så spekulanterne sies fra.

**For det niende** er det rigtig godt med store professionelle investorer, som deltagere i tegningen. Fortegning fra uafhængige ankerinvestorer er et kæmpeplus, fordi de går med på samme udbudskurs som alle andre investorer, og de har altid en bedre og mere professionel analysekapacitet end de private. Så når de professionelle er med, kan det ikke gå helt galt.

Men en tegning fra tidligere storaktionærer eller parter, som er nærtstående til ejerne eller ledelsen, har langt fra samme signalværdi. De har typisk en stor egeninteresse i en succesfuld emission, og da de tidligere har købt aktier til typisk en stor rabat i forhold til IPO-prisen, vil deres gennemsnitlige købspris også være markant lavere.

Løsning: Det bør understreges, at kun uafhængige ankerinvestorer har reel positiv signalværdi. Derudover bør der overvejes en overallokering på 2-5 mio. til at stabilisere aktien de første uger.

**For det tiende** er det et problem, at likviditeten i First North-aktierne ofte er meget lav. Det gør det vanskeligt at sælge sine aktier, men det gør det også svært at købe en større portion, uden at aktien stiger meget kraftigt. Den lave omsætning gør det også relativt let at manipulere aktien, så den holdes kunstigt oppe. Altså hvis en part søger at gøre dette systematisk.

Løsning: Som selskab kan man løfte likviditeten med en række redskaber. Ved at indgå en aftale med en professionel market maker sikrer selskabet en vis likviditet, i form af løbende pris-stillelse med bud og udbud. Det er også vigtigt, at der sikres en vis andel frie aktier. Så ved emissionen er det også afgørende, at man ikke afsætter alle de nye aktier til store investorer.

Endelig kan det være en god idé at få et finanshus til at udarbejde analyser af selskabet mod betaling. Analyserne har værdi for investorerne, hvis både de positive og de negative sider af selskabet træder igennem. Hvis det ikke sker, har materialet karakter af ubrugelig markedsføring, som kun kan være med til at vildlede de mest uerfarne og ukyndige private investorer.

[Se den fulde præsentation her](#)



## FIRST NORTH-SELSKABER VISER STÆRKT BLANDENDE RESULTATER

Den danske vækstbørs har de seneste år fået mange nye selskaber, og hovedparten af dem har stillet stærk salgsvækst i udsigt, når de fik penge til at ekspandere. Økonomisk Ugebrev har taget pulsen på en stribe af de First North-selskaber, der har leveret regnskaber for halvåret. Der er både positive og negative overraskelser imellem, skriver chefredaktør Morten W. Langer i denne analyse

### TEMA

**FOM Technologies** skriver i [regnskabet](#), at "best H1 revenue result for FOM Technologies historically, with total revenue tripled to around DKK 10 mio. and a strong pipeline going forward. Current annual guidance retained and expected to be in the "high end" of the range."

Som hovedpunkter oplyses: "Total revenue for H1 2021 at DKK 9.597 Thousand (+198 % from DKK 3.221 Thousand in H1 2020). • Fixed cost for H1 2021 at DKK 5.790 Thousand (+86 % from DKK 3.112 Thousand in H1 2020). • Innovation and R/D spending for H1 2021 at DKK 605 Thousand (+51% from DKK 402 Thousand in H1 2020). • EBITDA for H1 2021 at DKK -1.189 Thousand (DKK -1.638 Thousand in H1 2020). • Sales and earnings are following the 2021 annual guidance/budget. • Pipeline looks promising for the rest of 2021 and into the next financial year. • Annual guidance retained and expected to be in the "high end" of the range."

Ved halvåret var der 3,8 mio. kr. tilbage i kassen, så en kapitalforhøjelse synes sandsynlig.

**Risma**, der sælger systemer til håndtering af compliance og risk management, bryster sig af at være et af de få selskaber på First North, der overrasker positivt: "In June RISMA adjusted the full year expectations for ARR (annual recurring revenue) In 2021 from 14,6 million DKK to 15,0-15,4 million DKK. RISMA has, thereby, been one of few companies on NASDAQ First North Denmark that has issued a positive adjustment within the first months after the IPO," hedder det i [regnskabet](#).

Ifølge regnskabet blev omsætningen øget fra 6,5 mio. kr. i første halvår 2020, til 7,3 mio. kr. i første halvår 2021. Selskabet hentede i foråret 40 mio. kr. på børsen, og der blev brændt knap ti mio. kr. incl. 3,4 mio. kr. i IPO-omkostninger af. Selskabet har en aktuel børsværdi på 148 mio.

kr. og den aktuelle likviditet er 33 mio. kr.

**Alefarm Brewing** lander i halvåret en omsætning på 4,8 mio. kr. og forventningen om en omsætning på mindst ti mio. kr. for helåret fastholdes. EBITDA blev minus en halv mio. kr., og der er 13 mio. kr. i kassen. Så fastholdes omkostningsstruktur og indtjeningsniveau synes der at være en god likviditetsbuffer. Selskabet har en aktuel børsværdi på 65 mio. kr. I [regnskabet](#) oplyses, at "eksporten har endnu ikke nået samme niveau, som inden COVID-19 og de efterfølgende nedlukninger af nøglemarkeder på tværs af især Europa, men indikationerne er efterhånden positive flere steder."

**Conferize**, som er blevet overtaget af nye ejere, har stadig ikke fortalt klart og tydeligt, hvordan de vil skabe en forretning ud af eventplatformen. De tidligere ejere med Lars Kolind i spidsen kastede netop håndklædet i ringen, fordi de gav op på at skabe en lønsom forretning på baggrund af de mange års udviklingsarbejde. Økonomisk Ugebrev har fulgt selskabet tæt, og det har fra starten været et mysterium, hvordan eventselskabet skulle finde en placering i de stærkt konkurrencebaserede internationale eventmarked.

I [regnskabet](#) oplyses det, at "med genrejsningen af selskabet er der blevet etableret en ny model for den videre udvikling af platformen. Der er etableret et udenlandsk tech team og indgået flere strategiske partnerskaber. Ambitionen er at levere en moderne, komplet og åben platform. Conferize søger derfor at etablere stadigt flere partnerskaber med markedsledende værktøjer indenfor hver deres felt, så Conferize platformen i stadigt højere grad integrerer naturligt ind i kundernes hverdag – og indgår i økosystemer omkring markedsledende værktøjer."

Det er dog stadig vanskeligt at gennemskue, hvad der skulle være banebrydende i den nye tilgang. De nye ejere formåede på imponerende vis af hente 16 mio. kr. i halvåret, og af den nye likviditet er der ved halvårets afslutning 14 mio. kr. tilbage. Ifølge pengestrømsopgørelsen var halvårets cashburn godt fem mio. kr. Med samme cashburn har selskabet finansiering til hen mod slutningen af 2022. Conferizes aktuelle børsværdi er 15 mio. kr., altså meget tæt på den aktuelle likviditet.

## DANSKE STORBANKAKTIER HALTER EFTER NORDISKE KONKURRENTER

**Udsigten til større udbyttebetalinger og øgede aktietilbagekøb har ikke gjort de danske storbanksaktier til ekstra lækkerier for investorerne. De øvrige nordiske storbanksaktier har den seneste måned performet bedre end de danske storbanksaktier, som i realiteten er sat en del tilbage. Særligt Danske Bank har fortsat store problemer med at hægte sig på den generelle stigende kurstrend for bankaktierne.**

### ANALYSE

Underliggende har de europæiske bankaktier i Stoxx Europe Banks indeks været præget af en positiv tendens, godt understøttet af stigende obligationsrenter og solid økonomisk vækst. Men for de danske storbanksaktier har billedet været mere mudret med pil nedad. Især den seneste måned efter aflæggelse af regnskaberne for andet kvartal, har de danske bankaktier udviklet sig negativt. Kun Spar Nord Bank har klaret sig nogenlunde igennem perioden med minus én pct. i afkast.

Økonomisk Ugebrev har tidligere haft fokus på Jyske Banks Q2-regnskab, som på overfladen leverede det, analytikerne havde forventet, men hvor der alligevel var en række bekymrende advarselssignaler om, hvad der kan ligge forude. I en kommentar siger Jyske Banks adm. direktør Anders Dam, at banken nu lægger an til en ny offensiv, efter at have haft fokus på filiallukninger og effektiviseringer. Jyske Bank aktien er den seneste måned dykket hele 18 pct., og ÅTD-afkastet er beskåret til 14 pct.. Absolut i underkanten af de nordiske storbanksaktier. Jyske Bank aktien handles til kun 58 pct. af den indre værdi.

Danske Bank fortsætter med at være en historie for sig: Efter Q2-regnskabet er aktien faldet otte pct., og ÅTD-udviklingen har været en kursstigning på moderate fire pct.. I forhold til gennemsnittet for de nordiske storbanksaktier på 21 pct.. Selvom Danske Bank i Q2-leverede nogenlunde som forventet, er der stor tvivl blandt analytikerne, om bankens ledelse kan

levere på den strategiske målsætning for 2023.

Hertil kommer stor usikkerhed om Danske Banks fremtidige praksis for udbyttebetalinger og aktietilbagekøb. Analytikerne forventer en tredobling af aktieudbyttet i år og næste år. Men der er fortsat stor usikkerhed om hvorvidt Finansilsynet vil godkende aktietilbagekøb, selvom tilbagebetalingspotentialet er op mod 16 mia. kr., som det fremgår af artiklen om bankernes tilbagebetalingspotentiale i denne udgave.

Sydbank og Spar Nord Bank ligger betydeligt mere lunt i svinget, når det handler om analytikernes tro på en langsigtet god lønsomhed. De to jysk-baserede banker handles til henholdsvis 0,92 og 1,06 i forhold til den bogførte egenkapital, og Spar Nord nærmer sig derfor svensk-baserede Handelsbanken, der handles til 1,10 gange indre værdi.

For hele året har Sydbank være en kursmæssig hurtigløber, hvilket langt hen ad vejen kan tilskrives overtagelsen af Alm. Brand Bank, som rummer store synergier. Årets kursstigning på 36 pct. overgås kun af SEB med en kursstigning på 45 pct..

### SEB OG DANSKE

Svenske SEB er en historie for sig: Den svenske storbanksaktier handles til 1,54 gange indre værdi, altså næsten tre gange mere end Danske Bank. Hvis de to storbanksaktier blev handlet til samme indre værdi på børsen, ville Danske Bank i børsværdi være næsten 50 pct. større end SEB. Realiteten er nu, at SEB har en børsværdi på det dobbelte af Danske Bank.

I den bedste halvdel af de otte nordiske storbanksaktier ligger også Swedbank og Den Norske Bank, der handles til henholdsvis 1,22 og 1,26 gange indre værdi. For udviklingen i næste års overskud ser analytikerne moderate stigninger i EPS-resultaterne, med størst fremgang til Den Norske Bank, Handelsbanken og Danske Bank. Fald i overskuddet per aktie forventes i Jyske Bank og Spar Nord Bank.

MWL

### STORE FORSKELLE PÅ VÆRDIANSÆTTELSE AF NORDISKE STORBANKER: DANSKE BANK BILLIGST

|                       | Market Cap | P/Book Value | EPS (e) - 2021-22 Growth. (%) | 1M Price Chg (%) | YTD Price Chg (%) |
|-----------------------|------------|--------------|-------------------------------|------------------|-------------------|
| Danske Bank A/S       | 14.122,26  | 0,56         | 4,80                          | -7,61            | 3,82              |
| Jyske Bank A/S        | 3.043,75   | 0,58         | -9,93                         | -18,24           | 13,68             |
| Sydbank A/S           | 1.712,88   | 0,92         | 1,91                          | -12,35           | 35,68             |
| Spar Nord Bank A/S    | 1.494,78   | 1,06         | -14,96                        | -0,65            | 28,42             |
| Svenska Handelsbanken | 21.804,33  | 1,10         | 5,49                          | -4,71            | 15,30             |
| Swedbank AB           | 21.913,42  | 1,22         | -0,90                         | 0,20             | 17,54             |
| DNB Bank ASA          | 33.415,02  | 1,26         | 6,82                          | -0,56            | 11,57             |
| SEB                   | 30.676,43  | 1,54         | -1,38                         | 4,64             | 45,38             |

Kilde: Infront/ Factset

## LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

### MYNDIGHEDSNYT

#### Finanstilsynet kommer med flere påbud til APC

I en [tilsynsredegørelse](#) hedder det: "APC Forsikringsmæglere får tre påbud af Finanstilsynet. Mæglerselskabet har ikke oplyst private kunder tydeligt om prisen på rådgivning. Desuden har selskabet hverken nedskrevet kundernes behov eller rådgivet ordentligt. Finanstilsynet har undersøgt APC Forsikringsmæglere, som tilbyder private kunder uafhængig rådgivning om individuelle pensionsopsparinger og fripolicer. Finanstilsynet blev kontaktet af en kunde, som påpegede flere forhold, der potentielt kunne være overtrædelser af lovgivningen."

#### Nationalbanken analyserer pensionssektorens alternative investeringer

Nationalbanken [skriver](#) Selskaberne har derfor øget deres alternative investeringer (herefter alternativer) til omkring 500 mia. kr. med henblik på højere afkast og bedre risikospredning i det aktuelle miljø med lave renter. Derudover har selskaberne givet investeringstilsagn om yderligere 250 mia. kr., der hovedsagelig skal investeres i alternativer. Tilsagnene afspejler til dels sektorens plan om grønne investeringer for 500 mia. kr. ved udgangen af dette årti. Nye risici for finansiel stabilitet: Sektorens adgang til likviditet bliver mere begrænset, hvis højt likvide statsobligationer erstattes af illikvide alternativer. Manglende likviditet kan ved markedsstress eller -usikkerhed påvirke selskabernes traditionelle kontracykliske adfærd i en mere procyklisk retning. Det er derfor vigtigt, at selskaberne styrer deres daglige likviditetsbehov. Plads til flere alternative investeringer: Alternativer udgør ikke en stor trussel mod det finansielle system gennem solvens- eller likviditetseffekter – i hvert fald ikke på det nuværende investeringsniveau. Samlet set har sektoren stadig plads til yderligere investeringer i alternativer, da de fleste selskaber ikke er solvens- eller likviditetsbegrænsede."

#### Nationalbankens tale på Finans Danmarks direktørkonference

Nationalbanken har tidligere offentliggjort direktørernes taler i fuldt omfang med den verbale gennemgang af behandlede emner og problemstillinger. Senest er det Per Callesens indlæg på Finans Danmarks direktørkonference. Men hvad sagde han egentlig? Nationalbanken har nu indskrænket sin åbenhed, da der på det seneste kun har været offentliggjort de præsenterede plancher på Nationalbankens hjemmeside. Det forringer informationsværdien dramatisk, og det er næppe godt for den almindelige opfattelse af Nationalbankens transparens og åbenhed, som i forvejen er meget begrænset. På [hjemmesiden](#) oplyses blot: " Nationalbankdirektør Per Callesen holdt den 6. september et oplæg ved Finans Danmarks direktørkonference 2021. I præsentationen beskrives den nuværende situation i dansk økonomi. I præsentationen omtales endvidere erhvervsministerens beslutning om at hæve den kontracykliske kapitalbuffer og ligeledes beskrives negative rentesatser og udfasning af de statslige likviditetsordninger."

#### Regeringen vil beskytte danske patenter og immaterielle rettigheder

I en [meddelelse](#) fra Erhvervsministeriet oplyses, at " Erhvervsministeren vil styrke danske virksomheders konkurrenceevne og værne om de gode idéer. Erhvervsministeren lancerer i dag en national handlingsplan for immaterielle rettigheder med 16 konkrete initiativer, som skal hjælpe virksomheder med at beskytte deres produkter og idéer. Planen skal hjælpe med at fastholde styrkepositioner på blandt andet grøn omstilling og life science."



## AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

### INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

| Titel og link  | Tema                 | Udgiver           | Type    | Udgivet    |
|--|----------------------|-------------------|---------|------------|
| WhatsApp får bøde på 225 millioner euro for brud på databeskyttelsesforordningen (Ny)  | Globale Nyheder      | Njord Law Firm    | Artikel | 13-09-2021 |
| DLA Piper har rådgivet Milton Huse A/S med salget af to større rækkehusprojekter til Niam (Ny)                               | Kapitalmarkeder      | DLA Piper         | Artikel | 13-09-2021 |
| Catella Real Estate og Orange Investment Managers køber parkering-skælder centralt i Odense (Ny)                             | Kapitalmarkeder      | Plesner           | Artikel | 09-09-2021 |
| 2021 Deloitte Global Resilience Report (Ny)  | Strategi             | Deloitte          | Artikel | 09-09-2021 |
| The Delaware Flip (Ny)   | Rådgivning           | Moalem Weitemeyer | Artikel | 09-09-2021 |
| Ny dual-use forordning (Ny)  | EU                   | Kromann Reumert   | Artikel | 09-09-2021 |
| Mazanti-Andersen advises Ascendis Pharma as it closes its USD 460 million public offering of American Depositary Shares (Ny) | Kapitalmarkeder      | Mazanti-Andersen  | Artikel | 08-09-2021 |
| Skybound investerer i 5TH Planet Games A/S (Ny)  | Kapitalmarkeder      | Horten            | Artikel | 08-09-2021 |
| Tre veje til klimahandling (1/09). (Ny)  | ESG                  | EY                | Artikel | 03-09-2021 |
| Deloitte's 2021 Global Blockchain Survey   | Blockchain           | Deloitte          | Artikel | 02/09/2021 |
| European Energy udsteder EUR 300 mio. grønne obligationer og en grøn revolverende kreditfacilitet på EUR 45 mio.             | ESG                  | Plesner           | Artikel | 02/09/2021 |
| The European Commission has submitted a revised Draft of the vertical Block Exemption Legislation and vertical Guidelines    | EU                   | Moalem Weitemeyer | Artikel | 02/09/2021 |
| New Rules Preclude Sub-Threshold Fund Managers and Semi-Professional Investors from Pre-Marketing                            | Finansielle markeder | Mazanti-Andersen  | Artikel | 02/09/2021 |
| Den nye retsafgiftslov og skattesagerne  | Skatter & Afgifter   | Kromann Reumert   | Artikel | 02/09/2021 |
| Illustrativ IFRS-årsrapport for 2021   | Regnskab & Finans    | EY                | Artikel | 01/09/2021 |
| Beskatning af udenlandske chauffører i Danmark   | Skatter & Afgifter   | Njord Law Firm    | Artikel | 01/09/2021 |

#### DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

MAZANTI-  
ANDERSEN



KROMANN  
REUMERT

PLESNER

Deloitte.

NJORD  
LAW FIRM

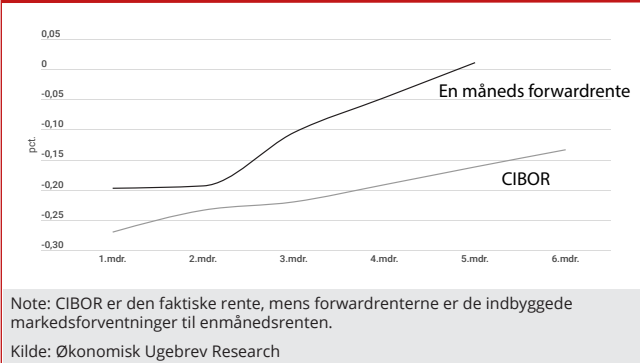


Moalem  
Weitemeyer

HORTEN

# RENTE- OG VALUTA-GRAFIKKER

**GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER**



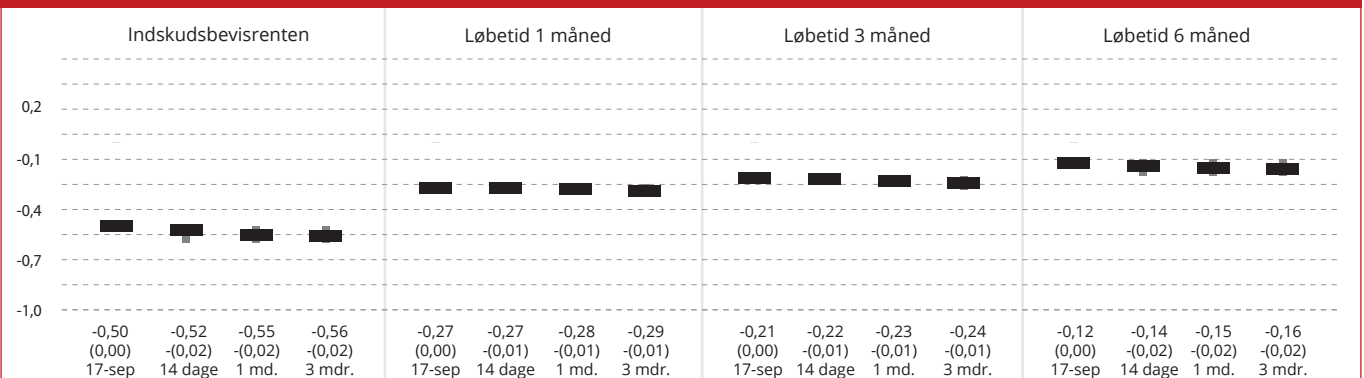
**GRAFIK 3: FRA-SATSER**

| Rentesats i procent |            |            |
|---------------------|------------|------------|
| Start               | 3 mdr. Bid | 3 mdr. Ask |
| Sep-21              | -0,25      | -0,23      |
| Dec-21              | -0,26      | -0,23      |
| mar-22              | -0,26      | -0,23      |
| jun-22              | -0,24      | -0,21      |

Ud for Sep-21 3 mdr. står -0,25. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,25 pct. fra Sep. 21 til Dec. 21. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,23 pct. fra Sep. 21 til Dec. 21.

Kilde: Nykredit

**GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE**



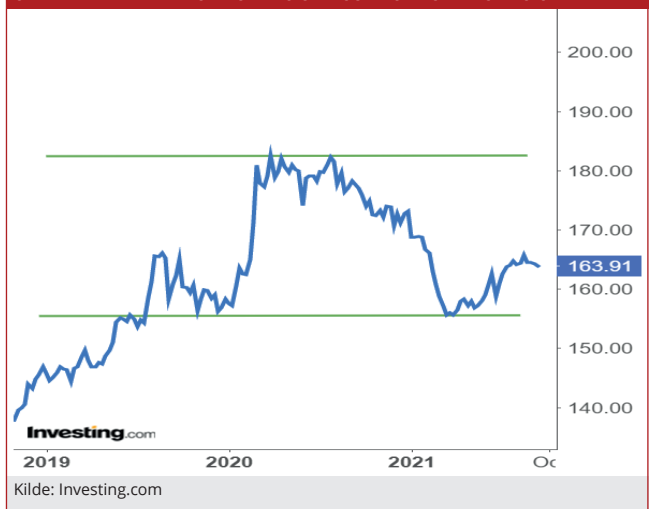
Forklaring: Forventninger til Nationalbankens Indskudsbevis-rente og til renten på interbank pengemarkedet. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

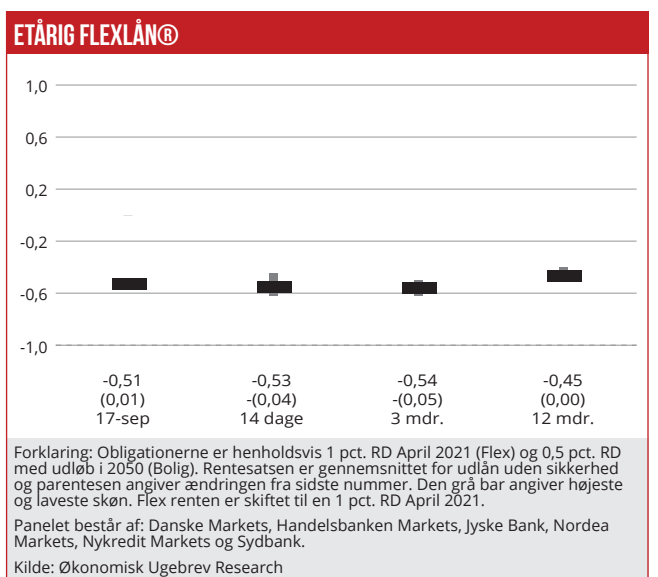
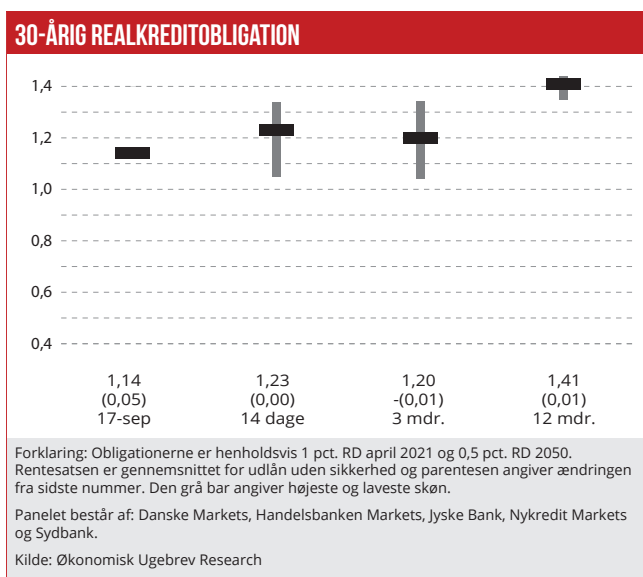
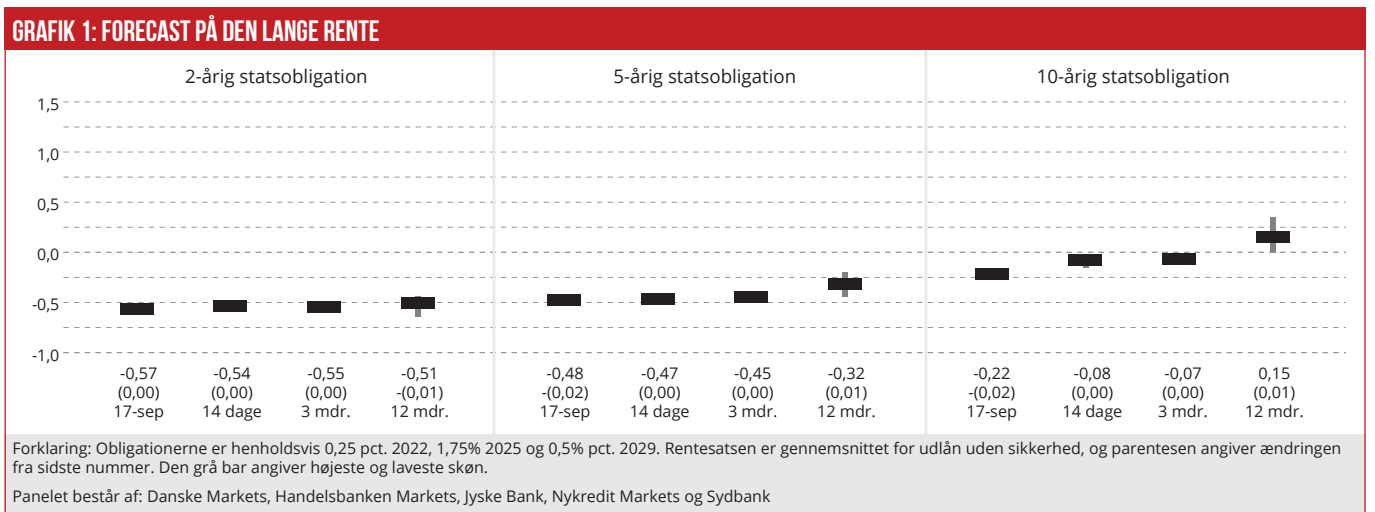
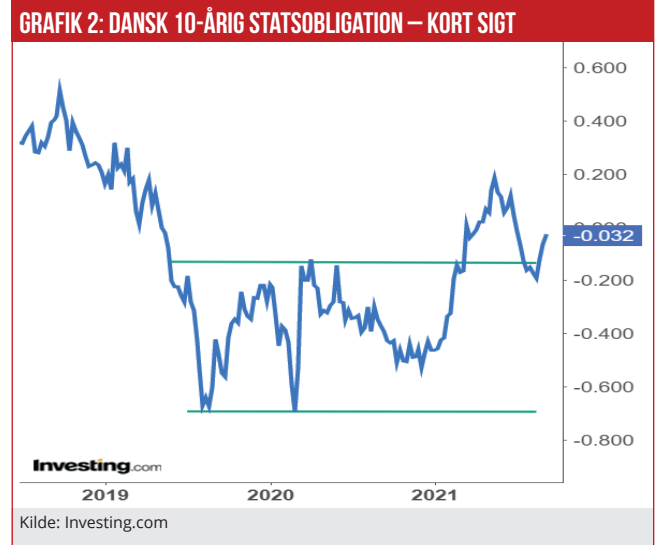
Panelet består af: Danske Markets, Handelsbanken Markets, Jyske Bank, Nykredit Markets og Sydbank

**GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATS OblIGATION - LANGT SIGT**

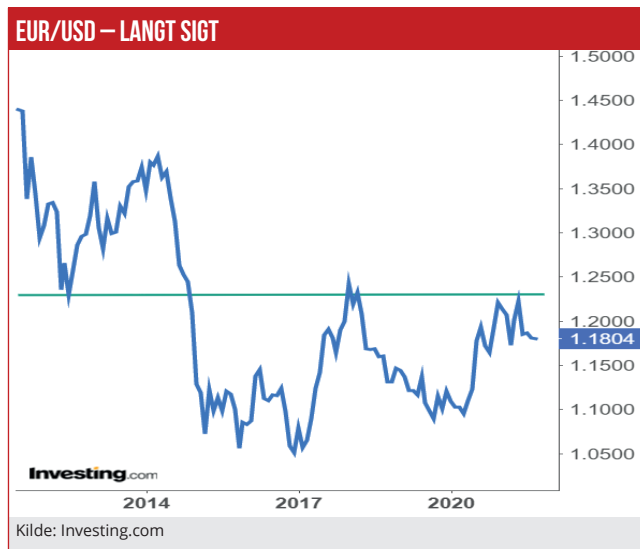
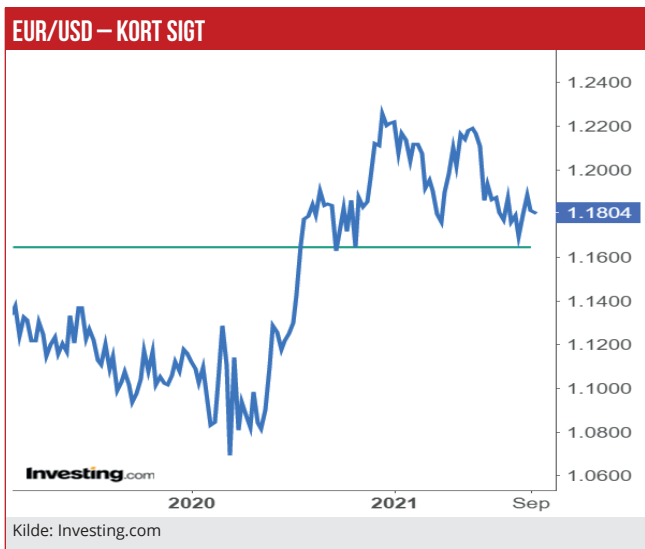


**GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATS OblIGATION - KORT SIGT**









**FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER**

|                |    | Aktuelle kurs | Forventninger til valutakurser om: |                     |                     |              | Pris inkl. 6 mdr. |
|----------------|----|---------------|------------------------------------|---------------------|---------------------|--------------|-------------------|
|                |    | 17-09-2021    | 1 måned                            | 3 måneder           | 6 måneder           | Inkl. termin |                   |
| <b>EUR</b>     |    | 7,44          | 7,44<br>(7,44-7,44)                | 7,44<br>(7,44-7,44) | 7,44<br>(7,44-7,45) | 7,44         |                   |
| <b>GBP</b>     | !  | 8,70          | 8,74<br>(8,72-8,75)                | 8,73<br>(8,5-8,86)  | 8,70<br>(8,36-8,86) | 8,68         |                   |
| <b>SEK</b>     | !  | 0,73          | 0,73<br>(0,73-0,73)                | 0,74<br>(0,73-0,74) | 0,74<br>(0,72-0,75) | 0,73         |                   |
| <b>NOK</b>     | !  | 0,73          | 0,73<br>(0,72-0,73)                | 0,72<br>(0,71-0,74) | 0,73<br>(0,7-0,75)  | 0,73         |                   |
| <b>CHF</b>     | !  | 6,82          | 6,85<br>(6,8-6,89)                 | 6,80<br>(6,7-6,9)   | 6,79<br>(6,71-6,9)  | 6,82         |                   |
| <b>PLN</b>     | !  | 1,63          | 1,64<br>(1,64-1,64)                | 1,66<br>(1,66-1,66) | 1,65<br>(1,63-1,68) | 1,63         |                   |
| <b>USD</b>     | !! | 6,31          | 6,31<br>(6,25-6,36)                | 6,31<br>(6,15-6,5)  | 6,32<br>(6,05-6,6)  | 6,29         |                   |
| <b>JPY</b>     | !  | 5,74          | 5,75<br>(5,7-5,8)                  | 5,72<br>(5,6-5,8)   | 5,72<br>(5,5-5,96)  | 5,73         |                   |
| (X100)         |    |               |                                    |                     |                     |              |                   |
| <b>EUR/USD</b> | !! | 1,18          | 1,18<br>(1,17-1,19)                | 1,18<br>(1,14-1,21) | 1,18<br>(1,13-1,23) | 1,18         |                   |

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:

- Danske Markets
- Handelsbanken Markets
- Jyske Bank
- Nykredit Markets
- Saxo Bank
- Sydbank

Økonomisk Ugebrev giver overblik på udvikling i boligrenterne på to måder: For det første har vi indsamlet forecast på, hvordan banker ser udviklingen i realkreditrenterne, dels den 30 årige realkreditobligation, og dels etårige flexlån. For det andet findes der links i Økonomisk Ugebrevs [analyseoversigt](#) til både korte renter og lange statsrenter. De er ofte styrende for udviklingen i realkreditrenterne.

#### Økonomisk Ugebrevs kalenderoversigt

I Økonomisk Ugebrevs Analyseoversigt har vi etableret en omfattende kalenderbase, som giver direkte adgang til alt fra danske økonomiske nøgletal fra Nationalbanken og Danmarks og vigtige internationale nøgletal, samt regnskaber og konsensus estimater fra analytikerne. Kalenderfunktionen kan findes på dette [link](#).

## KOLOFON

#### Økonomisk Ugebrev Finans/CFO udgives af:

Økonomisk Ugebrev A/S  
Forbindelsesvej 12, 2 tv.,  
2100 København Ø  
CVR-nr.: 31760623

Redaktionens tlf. nr.: 70 23 40 10  
Hjemmeside: [www.ugebrev.dk](http://www.ugebrev.dk)  
Email: [kontakt@ugebrev.dk](mailto:kontakt@ugebrev.dk)

#### Bogholderi

Linda Hardø, [lh@ugebrev.dk](mailto:lh@ugebrev.dk)

#### Abonnement

Helår 6.250 kr. eks. moms  
For køb kontakt Sidsel Bogh  
[sidsel@ugebrev.dk](mailto:sidsel@ugebrev.dk)



#### Ansvh. chefredaktør

Morten W. Langer

#### Adm. direktør

Lars Bo Haber Petersen

#### Redaktion

Ejlif Thomasen  
Peder Bjerge,  
Carsten Vitoft  
Sten Thorup Kristensen  
Lars Abild  
Bruno Japp  
Hugo Gaarden  
Henrik Denta

#### Redigering og layout

Josephine Daniel

#### Grafik og research

Oskar Helles Olsen  
Nicole Cherine de la Sencerie  
El-Dessouky  
Frederik Nyboe Lorenzen  
Rasmus Juhl

#### Annoncesalg

Sidsel Bogh, [sidsel@ugebrev.dk](mailto:sidsel@ugebrev.dk)

ISSN 1903 - 8666