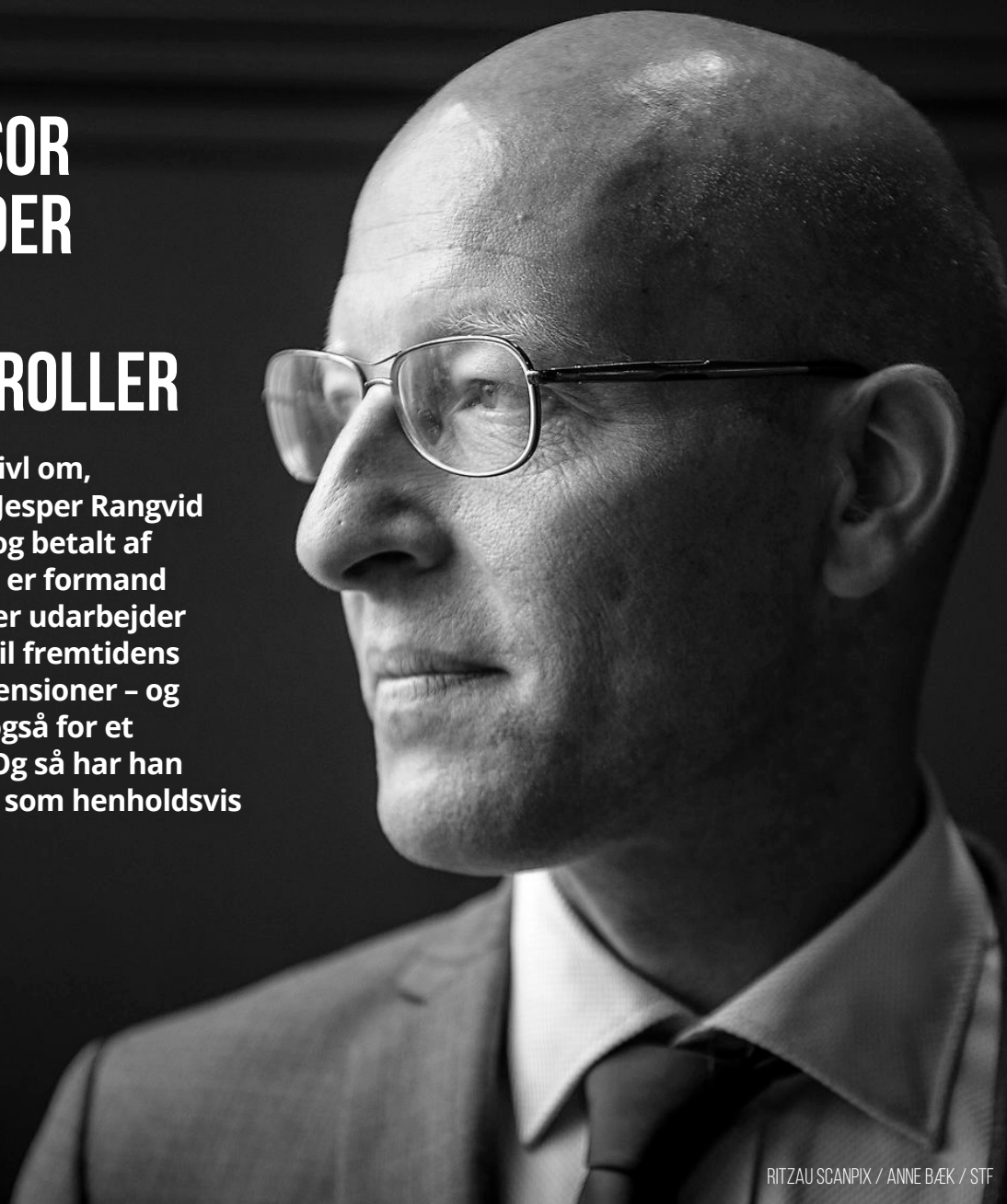




## CBS-PROFESSOR RANGVID MØDER HÅRD KRITIK FOR DOBBELTROLLER

Der rejses nu alvorlig tvivl om, hvorvidt CBS-professor Jesper Rangvid i virkeligheden er købt og betalt af pensionsbranchen: Han er formand for et sagkyndigt råd, der udarbejder uvildige forventninger til fremtidens afkast på danskernes pensioner – og samtidig arbejder han også for et stort pensionselskab. Og så har han forskellige synspunkter som henholdsvis forsker og sagkyndig.



RITZAU SCANPIX / ANNE BÆK / STF

## KONKURRENCERÅD VIL INDFØRE NORSK PENSIONSMODEL I DANMARK

Konkurrencerådet vil nu have politikerne til at indføre en ny, norsk pensionsmodel til at imødekomme problemet med klatpensioner, altså spredte, dyre småpensionskonti. Modellen, der indføres i Norge fra årsskiftet, kan spare danskerne for milliarder i ekstraomkostninger.

## NYHEDSANALYSER

- 03** I Barbara Bertelsens tid
- 04** CBS-professor Rangvid møder hård kritik for dobbeltroller
- 05** Konkurrenceråd vil indføre norsk pensionsmodel i Danmark
- 06** Manglende digitalisering i realkreditsektoren koster dyrt
- 08** Kapitalfonde spiller på flere heste i salgsproces
- 10** Vækstfonden: Svært at investere i gaming-startups
- 11** First North-status: To ud af tre nye selskaber i minus efter IPO
- 13** Aktiemarkedet styres af jubeloptimistiske amatører
- 14** Er markedet overnervøst for ny virusmutant?

## TEMA: REVISIONSSELSKABER 2021, DEL 2

- 16** Mellemløse revisionshuse erobrer SMV-segmentet
- 18** Beierholm ser vækstspring på 50 pct. frem mod 2026

## OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 22** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 23** Aktuelle faglige nyhedsbreve og Insights fra toprådgivere
- 24** Rente- og valuta-grafikker



CARSTEN NØDDEBO, DIREKTØR, REALKREDIT DANMARK

**Svag tradition for it-udvikling i realkreditsektoren koster kunder dyrt:** Realkreditselskaberne bruger it-budgetterne på at vedligeholde meget gamle systemer, i stedet for at udvikle nye og bedre. Carsten Nøddebo, direktør i Realkredit Danmark, erkender, at systemerne er rigeligt håndholdte... **Side 06**

**Kapitalfonde holder muligheder for både virksomhedssalg og IPO åbne:** En børsføring eller et salg til en industriel køber – det er umiddelbart alternativerne, når kapitalfonde skal exitte porteføljevirkomheder. Men af taktiske grunde vælger de nu at spille på begge heste... **Side 08**

**Gaming-startups bobler op i Danmark, men de er svære at investere i:** Virksomheder, der leverer infrastruktur til gaming-industrien, handles til svimlende priser. Der er også mange gode udviklere af selvs spillene, men det er svært for ventureinvestorer at gennemskue hvilke, der bryder igennem... **Side 10**

**Investorer har tabt penge på to tredjedele af First North-selskaberne:** Nye selskaber vælter ind på First North, men det er kun et mindretal af dem, der har givet et positivt afkast til investorerne, viser Økonomisk Ugebrevs status. Værdiansættelsen ved IPO'er synes dog at være blevet mere fair... **Side 11**



## I BARBARA BERTELSENS TID

### MEDIEANMELDELSE

Når der foregår ulovlig hugst af urskov, skyldes det bl.a., at der er kunder til tømmeret. Herunder i Danmark. Det er et emne, der en gang imellem kommer op på regeringens bord, og da Brian Mikkelsen var erhvervsminister for ti år siden, foreslog han en drastisk forøgelse af straffen for den ulovlige import. Den idé blev dog skudt ned af embedsmændene i Justitsministeriets lovkontor, som slog fast, at straffe på ét område skal stå i et rimeligt forhold til, hvad man kan blive dømt til for tilsvarende forbrydelser.

Forløbet her er refereret efter hukommelsen, så det kan være upræcist gengivet. Men det skal også blot illustrere, hvordan fænomenet Barbara Bertelsen er opstået: Hun har handlekraft, men det er der så mange departementschefer, der har. Ifølge interessante portrætter af hende i både [Politiken](#) og [Børsen](#) er det noget andet, der gør hende særligt populær blandt politikere:

Hun lader sig ikke stoppe af de formelle barrierer. Hun mener af et ærligt hjerte, at ministerens vilje skal føres ud i livet, og det har hendes skiftende politiske chefer, uanset partifarve, sjovt nok været enige i. Specielt Søren Pind er meget klar i sit forsvar for Barbara Bertelsen.

Problemet er naturligvis, at de formelle barrierer er der af en grund. Demokratiet indebærer ikke bare, at flertallet bestemmer, men også at mindretallet kan sove trygt om natten. Og det er forstyrrende for nattesøvnen, hvis man kan blive idømt en drakonisk straf for at have importeret en palle forkerte brædder, eller hvis man risikerer, at myndighederne "bryder ind i folks private ejendom og slår deres dyr ihjel," som Hjørrings afsatte borgmester Arne Boelt udtrykte det over for [BT](#) efter kommunevalget i forrige uge.

Men hvor man bestemt kan kritisere Barbara Bertelsen for hendes rolle i mink-sagen, skal man også holde sig klart, at det ikke er hende, der er problemet. Hun er blot en funktion af det egentlige problem – som er politikere, der ikke forstår de begrænsninger, der ligger for dem i et parlamentarisk demokrati.

De elsker at vise handlekraft over for vælgerne. Men de glemmer, at netop handlekraft kun er den bærende dyd i hel- og halvautoritære regimer. I et demokrati er respekten over for den enkelte den uomgængelige værdi –

Læs også tidligere departementschef [Jakob Jensens kronik i Politiken](#). Han kritiserer pressen for at drive hek-

sejagt på embedsmænd generelt, og han har en pointe. F.eks. forekommer det ikke rimeligt, at man hænger en embedsmand ud for at bruge et kontant sprog i en sms, som han troede var privat. Der er ingen af os, der ville stå os godt, hvis alt, hvad vi sagde og skrev, blev offentliggjort.

Men igen – det er heller ikke pressen, der er det grundlæggende problem her. Fællesnævneren skandalesagerne er ministre, der er gået videre end deres beføjelser, eller som har forsømt deres pligter.

Det er muligt, at offentligheden, inklusive medierne, er mere nærtagende med den slags end tidligere, så der skal mindre til, før det bliver en "sag". Men det er svært at bortforklare, at der også må være sket et moralsk skred i det politiske liv. Og det er i det miljø, vi pludselig alle er på fornavn med Statsministeriets departementschef.

### DEN NYE KLASSE

Hvis embedsmænd føler, at deres privatliv ikke bliver respekteret, så er de i båd med hr. og fru Dansker. Også de bliver gennemlyst, men i en anden hensigt – nemlig for at tjekke, om de mon ikke hvidvasker nogle penge. Fokuset på denne mærkelige kriminalitet har fået en pudsig følge [Børsen](#) kunne mandag oplyse, at menige Djøfere det seneste år har fået en lønstigning på 6 pct. Det er dog uklart, om der bare er kommet flere ansatte i de højest lønnede funktioner. Investeringsverdenens spåmænd, porteføljemanagere, tjener den højeste løn men på pladser lige under finder man advokater, risikomanagere og compliance-medarbejdere.

I hvert fald de sidste, der tjener en smuk gennemsnitsløn på 65.250 kr. om måneden, er der kommet mange flere af, netop for at finde sager om hvidvask. [Børsen](#) havde i artikler senere på ugen fat i nogle af dem. [Tirsdag](#) spørger vicedirektør Rikke-Louise Ørum Pedersen fra Finanstilsynet, hvor balancen i indsatsen er, men hun giver ikke noget svar. [Onsdag](#) kalder Nordeas chef for hvidvask-bekæmpelse, Anita Nedergaard, det frustrerende, at banditterne bare kan skifte til en andet bank.

De tre artikler giver tilsammen et indblik i en verden, der er svær at forstå. Men der er en konklusion, læseren selv må træffe: Vi har fået en meget højt lønnet klasse af personer, som kontrollerer vores færden, og som har personlige interesse i, at deres adgang til vores privatliv bliver endnu større.

**Sten Thorup Kristensen**

## CBS-PROFESSOR RANGVID MØDER HÅRD KRITIK FOR DOBBELTROLLER

**Det Sagkyndige Råds formand, Jesper Rangvid, mener, at afkastet på aktier bliver højt i de kommende år, mens forskeren Jesper Rangvid ser en boble på aktiemarkedet. Grotesk, lyder det fra professorkollega.**

### ANALYSE

En af landets mest fremtrædende og indflydelsesrige økonomiprofessorer, Jesper Rangvid fra CBS, der bl.a. står bag Rangvid-rapporten om årsagerne til Finanskrisen og som samtidig er formand for pensionsbranchens helt centrale Sagkyndige Råd, møder nu krads kritik for at have for mange kasketter på i den finansielle sektor – ud over sit arbejde som uafhængig professor og samfundsdebattør.

Årsagen er, at Jesper Rangvid er formand for pensionsbranchens vigtige organ, det Sagkyndige Råd, der via halvårslige [afkastforventninger](#) har helt central indflydelse på, hvor meget danskerne sparer op til pension. Men samtidig sidder han i bestyrelsen i det private pensionsselskab [Grandhood](#), som er ejet af pensionsselskabet Velliv.

### DIREKTE MODSÆTNING

Det svækker ikke bare troværdigheden af udmeldingerne fra det Sagkyndige Råd, men også Jesper Rangvids uafhængighed som en af de ledende debattører om dansk økonomi og pensionsbranchen, lyder kritikken.

”I min optik kan man ikke på samme tid sidde og have ansvaret for pensionsbranchens bud på det fremtidige afkast, som jo er meget væsentligt for folks lyst til at spare op til pension, og så samtidig arbejde direkte for et af de store pensionsselskaber. Det mener jeg simpelthen er i direkte modsætning til hinanden. Det er jo åbenlyst i pensionsselskabernes klare interesse, at Rådet melder de højest mulige afkast ud, som selvfølgelig vil få folk til at spare mere op til pension,” siger mangeårig økonomiprofessor fra CBS Finn Østrup, der nu er gået på pension.

Jesper Rangvid er endog meget positiv i sit syn på aktiemarkedet – i hvert fald når han arbejder for pensionsbranchen i det Sagkyndige Råd. Her lød de seneste forventninger til det fremtidige afkast på aktiemarkedet på næsten [6 pct. årligt](#) i de kommende år.

Men samtidig har CBS-professoren Jesper Rangvid som forsker et helt andet syn på aktiemarkedet. Her frygter han nemlig, at aktiemarkedet står foran et stort crash.

”I [Børsen](#) den 1. oktober i år advarer Jesper Rangvid om, at vi har kurs mod store prisfald på aktier. Ifølge Rangvid ser aktiemarkedet meget, meget dyrt ud. Mit spørgsmål er, hvordan man med det synspunkt samtidig kan stå i spidsen for et udvalg – nemlig Rådet for Afkastforventninger – der forudser, at de globale aktier over de næste fem år vil stige med 5,4 pct. årligt. Det virker jo helt grotesk, at man både kan mene, at aktierne fremover skal stige 5 til 6 pct. hvert eneste år, og man så samtidig mener, at der er opstået en aktieboble. En aktieboble må vel betyde, at aktierne skulle falde i de kommende år og ikke stige. For mig at se er det et godt eksempel på, at man nok har rigeligt med kasketter på her,” siger Finn Østrup.

### TRYG BRANCHEFORENING

Hovedpersonen selv ønsker ikke at kommentere dette misforhold. Heller ikke misforholdet mellem hans aktuelle udmeldinger om den kommende udvikling på aktiemarkedet ønsker han at uddybe. Han vil dog godt sige, at han er vant til at have flere kasketter på.

Om hans bestyrelsespost i pensionssektoren skriver han i en mail til Økonomisk Ugebrev: ”Det fremgår af Rådet for Afkastforventningers kommissorium, at Rådets medlemmer kan være medlemmer af bestyrelser af virksomheder tilknyttet Forsikring & Pension og Finans Danmark. Rådets medlemmer er professionelle og uafhængige – og vant til at balancere mellem forskellige roller. Det gælder også, når jeg udtaler mig til medierne, ligesom mine bibeskæftigelser er i overensstemmelse med CBS’ retningslinjer på området, herunder at de fremgår af min profil på [cbs.dk](#) ud fra CBS-regler om transparens.”

Det er brancheorganisationen F&P, der har oprettet det Sagkyndige Råd. Her er man ikke bekymret for troværdigheden, når Rådets medlemmer har flere kasketter på:

”Formuleringen i kommissoriet er en udmøntning af et armslængdeprincip, som F&P og Finans Danmark er helt trygge ved, og som ikke på noget tidspunkt har givet os anledning til at sætte spørgsmålstejn ved uafhængigheden af rådets arbejde,” lyder det fra underdirektør Jan V. Hansen.

**Carsten Vitoft**

# KONKURRENCERÅD VIL INDFØRE NORSK PENSIONSMODEL I DANMARK

**Landets øverste konkurrencemyndighed vil nu have politikerne til at indføre en ny, norsk pensionsmodel til at imødekomme problemet med klatpensioner. Om godt en måned er problemet fortid i Norge, mens det bare vokser sig større i Danmark. Modellen kan ændre hele konkurrencen og pensionslandskabet herhjemme, skriver fagredaktør Carsten Vitoft.**

## ANALYSE

Mens Danmark nu i snart ti år uden resultat har kæmpet med at få bugt med klatpensioner for op mod 500 mia. kr., er det lykkes fuldstændigt at løse problemet i Norge på under fem år. Det får nu Konkurrencerådet til at kræve handling fra politikere og arbejdsmarkedets parter for at løse problemet, som bare ser ud til at vokse sig større år for år: At mange danskere har spredt deres pensionsopsparing på mange forskellige konti koster milliarder i ekstra omkostninger.

Den norske løsning er gennemført på opfordring fra arbejdsmarkedets parter, og selve løsningen er konstrueret af Finansministeriet i Norge med en rapport i 2019 og godkendt og sat i værk her i 2021. Når dette år er omme, eksisterer der ikke længere klatpensioner i Norge.

## DYRE, SMÅ ORDNINGER

Alle nordmænd får én pensionsordning – kaldet et certifikat – der automatisk samler op på deres pensioner, hver gang de skifter arbejde. Før i tiden fik de en ny pension, hver gang de skiftede arbejde – lige som det stadig sker i Danmark.

”Problemet med mange små ordninger med relativt store gebyrer er stadig uløst på det danske pensionsmarked. Det, mener Konkurrencerådet, er et problem, der koster mange penge for den enkelte. Rådet kunne godt tænke sig, at politikerne kigger på at anvende den norske model i Danmark. Vi kan jo se, at det kan lade sig gøre i Norge. Konkurrencerådet anbefaler, at fremtidige pensionsordninger som udgangspunkt flytter med den ansatte ved jobskifte. Der skal også gøres noget ved de beløb, der allerede er opsparet,” siger Jesper Toelberg Bjerre, der er en af forfatterne til Konkurrencerådets store rapport om pensionsmarkedet fra 2019.

I Danmark anslås det, at der er 2,3 mio. klatpensioner og hvilende pensioner for over 500 mia. kr. De trækker omkostninger, så de typisk bliver mindre og mindre værd.

Klatpensionerne er derimod en guldkalv for pensionsbranchen, der henter omkostninger på disse ordninger.

Underdirektør Remy Edseth fra Finansdepartementet i Norge var forleden inviteret til at tale om den norske model på Konkurrencerådets årskonference. Han fortæller, at der faktisk var overraskende stor opbakning til ændringerne, da arbejdet først kom i gang.

”Vi begyndte at se på det i 2016 efter opdrag fra arbejdsmarkedets parter, og her fem år efter er vi så i gang med det nye system, hvor man får en enkelt pensionskonto, som automatisk følger med, når man skifter arbejde. Det betyder, at der i starten af det nye system flyttes rundt på 60 mia. norske kroner, og det har pensionsbranchen så brugt 2021 til. Vi har oplevet stor støtte til ændringerne både politisk, hos arbejdsmarkedets parter og fra pensionsbranchen,” siger Remy Edseth.

Ud over at der nu sker automatisk sammenlægning af nye og gamle pensioner, indeholder modellen også andre mere eller mindre revolutionerende ting, set med danske øjne.

Eksempelvis er det i Norge arbejdsgiveren, der betaler alle omkostningerne til administration og forvaltning af de ansattes pensioner, hvis de blot vælger at få forvaltet penge på autopilot – det vil sige de ikke selv vil træffe investeringsvalg.

## ARBEJDSGIVEREN SKAL FORHANDLE

Den slags omkostninger har der været store problemer med i Danmark, hvor særligt høje investeringsomkostninger har fået kritik af netop Konkurrencerådet. Men lykkes det ikke arbejdsgiveren i Norge at få forhandlet nogle billige løsninger igennem hos pensionselskabet, skal han altså selv betale regningen. I Danmark er det derimod kunderne, der betaler regningen, mens arbejdsgiveren træffer valgene.

I Finansdepartementet i Norge har målene været at give mere frihed til de ansatte, men også at skabe mere konkurrence i branchen.

”Vi håber, det vil skabe mere effektiv forvaltning af pensionerne, og at det vil få folk til bedre at forstå og få indflydelse på deres egne pensioner, og sidst også skabe mere konkurrence på pensionsmarkedet. Vi kan endnu ikke konkludere på effektiviteten og omkostningerne, eller på interessen hos kunderne. Vi synes dog, det går den rigtige vej, og vi vil se, om ændringerne i fremtiden også kan udbredes til andre dele af pensionsmarkedet,” siger Remy Edseth.

## MANGLENDE DIGITALISERING I REALKREDITSEKTOREN KOSTER DYRT

**Realkreditinstitutterne har forsømt mulighederne for at digitalisere og automatisere processer, og det betyder mere besværlige og langsommelige løsninger for kunderne. Fodslæberiet har kun kunnet lade sig gøre, fordi sektoren er et oligopol, og fordi de etablerede institutter har en særdeles effektiv fundingside, som nye aktører ikke kan matche, lyder kritikken. RD-direktør erkender, at sektoren halter noget bagfter. Fagredaktør Ejlf Thomsen gennemgår sagen.**

### ANALYSE

De danske realkreditinstitutter bliver nu kritiseret for gennem mange år at have forsømt at udvikle nye tidssvarende løsninger til deres kunder og effektivisere med mere digitale processer. Håndteringen af eksempelvis konverteringssager er både langsom og dyr. I sidste ende er det kunden, der betaler.

Sådan lyder vurderingen fra en række eksperter, Økonomisk Ugebrev har talt med.

Over en bred kam arbejder de fleste institutter fortsat med nogle meget gamle mainframe-systemer, og de har i stor grad forsømt at følge med i udviklingen i årtier, når man sammenligner med udviklingen inden for automatisering og digitalisering. Resultatet af den manglende nyudvikling er, at institutterne anvender langt hovedparten af deres it-budget på at vedligeholde meget gamle systemer, og kun en mindre del på nyudvikling.

### GÅR GALT VED KONVERTERINGSBØLGER

For låntagerne står problemerne lysende klart f.eks. i forbindelse med konverteringssager.

”Det propper til, når der er run på. Der er mange manuelle processer, og det betyder, at den enkelte udbyder har rigeligt at gøre med at servicere eksisterende kunder, og derfor kommer der ikke nye kunder til i forbindelse med en konverteringsbølge, og det betyder, at konkurrencen ikke er effektiv,” siger direktør Anders Hartlev fra Lunar Bank, der netop er baseret på en 100 pct. digitaliseret forretningsmodel.

Han har mange års erfaring fra den finansielle sektor, og han peger på, at der i realkreditsektoren er et betydeligt uudnyttet automatiseringspotentiale. ”Reglerne på området er ret klare, og derfor kan man godt automatisere en række processer. En konvertering burde være

ganske simpel, og det, at man ikke kan konvertere et lån automatisk, er et stort problem,” siger Anders Harlev.

Netop det, at de enkelte institutter i forbindelse med konverteringer har nok at gøre med at servicere eksisterende kunder, er en voldsom hæmsko for en effektiv konkurrence. Det betyder samtidig, at kunden betaler langt mere for at få konverteret et lån end nødvendigt.

”Folk er ikke super-prisbevidste, når det kommer til omkostninger ved f.eks. en konvertering,” siger Anders Hartlev.

Det skyldes ikke mindst, at omkostningerne til låneomlægninger bliver lagt ind i de nye lån, og dermed betales over de kommende mange år. Låntagerne skal altså ikke have penge op af lommen. Resultatet er, at både realkreditsektoren og pengeinstitutterne henter en meget stor del af deres indtjening på boligfinansiering, og netop konverteringsbølger er en cash-cow for dem.

Bankeksperter og seniorrådgiver på Aalborg Universitet Lars Krull er enig i at der er et problem i sektoren. ”Realkreditinstitutterne har ikke tradition for at gå forrest, når det gælder innovation. Samtidig ser vi en række eksempler på, at der ikke er en effektiv konkurrence. Hvis der var en effektiv konkurrence på de enkelte produkter, ville vi hele tiden se udbyderne differentiere i forhold til konkurrenterne. Men det sker ikke, og det er tegn på, at konkurrencen ikke virker,” siger Lars Krull.

### BLIVER REDDET AF EFFEKTIV FUNDING

Når det overhovedet kan lade sig gøre, at sektoren på den ene side halter voldsomt bagud på moderne teknologiske løsninger, og alligevel fungerer som en effektiv finansieringskilde for ejendomsjere, er forklaringen alene, at realkreditselskaberne har en særdeles effektiv fundingside. Højt ratede realkreditobligationer med lave effektive obligationsrenter giver i praksis plads til en ineffektiv administration, fordi den samlede pris stadig er ganske lav – også sammenlignet med andre lande.

Mens der ikke kommer nye tiltag i Danmark, peger flere eksperter på, at der i Sverige er langt mere tryk på udvikling af nye effektive digitale og hurtige løsninger på området.

**FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »**

**« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE**

Her er der en tydelig konkurrence mellem udbydere om at levere moderne løsninger. Men deres problem er til gengæld, at de slet ikke kan matche de danske udbydere på fundingsiden, og dermed er det samlede produkt ikke konkurrencedygtigt i forhold til danske udbydere.

**ERKENDER ET PROBLEM**

RD har de seneste år kæmpet med omkostninger, der har overrasket på opsliden, bl.a. som følge af it-omkostninger. Det betyder, at de til trods for udmeldinger om forventede uændrede eller lavere omkostninger har måttet konstatere, at omkostningerne alligevel har været stigende.

Også hos Nykredit har omkostninger de seneste fem

år udgjort en stigende del af indtjeningen. Men generelt er det ganske svært at sammenligne omkostninger i branchen. Bl.a. fordi der er flere eksempler på omlægninger af skæringen mellem realkreditinstitut og den tilknyttede bank. Det gælder f.eks. både hos Jyske Realkredit og Norddea Realkredit.

Uanset dette, så medgiver Carsten Nøddebo direktør i RD, at der er et efterslæb i digitaliseringen på compliance-området: "Nogle af de løsninger, vi har lavet, er forholdsvis håndholdte, og her har vi ambition om at digitalisere dem over de kommende år og at få de gevinster, det kan give," siger Carsten Nøddebo.

# PRØV ØU INVESTOR

Det kan blive din bedste investering.

Du får:

- E-magasinerne ØU Life Science og ØU Formue
- Fuld adgang til alle artikler på [ugebrev.dk](http://ugebrev.dk)
- Adgang til Life Science og Formue portefølje
- Aktietips tilsendt direkte på SMS og mail

**BESTIL HER**



Økonomisk Ugebrev

## KAPITALFONDE SPILLER PÅ FLERE HESTE I SALGSPROCES

I det nuværende gloende marked for køb og salg af virksomheder ønsker stadig flere kapitalfonde at holde alle exit-veje åbne til sidste øjeblik. Ofte opgives planlagte børsnoteringer, fordi fondene hellere vil tage stikket hjem ved et her og nu-salg til en industriel køber. Men ved at spille på flere heste kan sælgerne ofte nå en bedre værdiansættelse. Fagredaktør Carsten Steno beskriver her den nye tendens.

### ANALYSE

Stadigt flere kapitalfonde følger to spor samtidig i deres exitprocesser – M&A og IPO, altså henholdsvis salg til andre kapitalfonde/industrielle købere eller børsnotering. I branchen kaldes det "dual track". Ved at holde begge exit-veje åbne til sidste øjeblik har kapitalfondene bedre muligheder for at sikre deres investorer det bedst mulige afkast.

Udviklingen fremmes af, at processerne omkring børsføring og virksomhedssalg i stadigt højere grad ligner hinanden. Desuden er det blevet lettere for kapitalfonde at komme af med de aktier, de er forpligtet til at beholde i en periode efter børsnoteringen.

### SVINGER FREM OG TILBAGE

I de seneste måneder har vi set, hvordan to af de allerstørste kapitalfondshandler med danskejede virksomheder har svinget frem og tilbage mellem børsnoteringer og videresalg til en industriel køber eller en ny kapitalfond. Det gælder Axcels salg af Steelseries (it-udstyr til gamere) til GN Audio for hele 8 mia. kr. – den næststørste handel i fondens historie. Steelseries var egentlig planlagt at skulle børsføres, men pludselig blev virksomheden solgt til GN.

Tilsvarende med iværksætteren Rene Rechtmann, der gik efter en børsnotering af sit tre år gamle børne-video-films-firma Homburg, men endte at sælge til kapitalfonden Blackstone og to Disney-direktører for den nette sum af 19 mia. kr. For tiden forbereder kapitalfonden Francisco Partners en børsføring af det succesfulde danske softwaresekskab EG, som man overtog fra Axcel i 2019. Men processen kan også ende i et direkte salg.

Tidligere har vi set, hvordan den amerikanske kapitalfond Lone Star i 2020 sigtede mod at børsføre byggemarkedskæden Stark, men endte med at sælge til den britiske

kapitalfond CVC. Vi har også set, hvordan svenske EQT sigtede mod at sælge Huscompagniet i en virksomhedshandel, men endte med at sende typehuskoncernen på børsen.

Vi har også oplevet, hvordan kapitalfonde har børsført virksomheder, som kort tid efter igen er blevet afnoteret og videresolgt til en ny kapitalfond. Det gælder f.eks. Nets, der var på børsen i 18 måneder, og tidligere Falck, der kun var børsnoteret i fire måneder, indtil en ny kapitalfond tog over. I dag ejes Falck af Lundbeck-fonden og Kirk Kapital

Ifølge Christian Hansen, managing director i Danske Banks Corporate Finance, er der én overordnet god forklaring på, at kapitalfonde gerne forfølger to spor i deres salgsprocesser, og det er optionalitet – det vil sige hand-

### FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

#### Kapitalfondsaktivitet i oktober og november 21

Den svenske kapitalfond **Triton** opkøber Padel Club Denmark. Selskabet bygger baner til padel – en ny og vildt voksende sportsgren.

**Axcel** sælger Steelseries til GN Store Nord for 8 mia. kr. Handelen er Axcels næstbedste i nyere tid. I 2019, da Axcel købte virksomheden, blev den værdisat til ca. 2 mia. kr. Selskabet producerer it-udstyr til gamere.

Den hollandske kapitalfond **Standard Investment** har købt virksomheden Plast 1 i Hørsholm af stifteren Finn Holmstrøm. Angiveligt for et trecifret millionbeløb.

Kapitalfonden **Blue Equity**, der investerer i mellemstore industrivirksomheder, har lukket sin tredje fond på 750 mio. kr.

**Maj Invest Equity** har for et ukendt millionbeløb købt N´age, en dansk kæde af kosmetiske klinikker.

Rene Rechtmann, dansk iværksætter, har solgt selskabet Moonbug Entertainment, der laver videoindhold til Børsen, til kapitalfonden **Blackstone** og to tidligere Disney-partnere for ikke mindre end 19 mia. kr.

Selskabet **VKR Holding**, der ejer vinduesproducenten Velux Gruppen, har stiftet en kapitalfond med en formue på 1 mia. kr. til investeringer i bygge-tech.

Kilder: Dagbladet Børsen, JP, Aktive Ejere, PR-meddelelser.



« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

lefrihed så længe som muligt. "Hvis en børsnotering er en option, så ønsker man ikke at udelukke denne mulighed," siger han. Han peger desuden på to andre forhold, der gør sig gældende:

- Når man kører en børsnotering og en salgsproces samtidigt, kan mange af processens elementer anvendes i begge spor, og ofte er rådgiverne de samme. Dog skal selskabet naturligvis have ressourcer til at gennemføre en sådan proces; både en børsnotering og en salgsproces er i sig selv omfattende.

- Historisk har der været en opfattelse af, at en exit via en børsnotering og efterfølgende aktiesalg tog længere tid end en enkeltstående M&A-proces, hvorfor det kunne blive enten eller. Men sådan er det ikke nødvendigvis længere. Ved en børsnotering beholder kapitalfonden som regel en vis aktieandel for at gøre børsnoteringen mere troværdig. De resterende andele kan herefter typisk afvikles indenfor et 6-12 måneder. Eksempelvis kom den norske kapitalfond FSN ud af Netcompany knap 8 måneder efter børsnoteringen i 2018. Omvendt, på M&A-processer har myndighedsgodkendelser ofte resulteret i længere processer.

Turbulensen på aktiemarkedet er ikke uden betydning, når exit-strategien skal eksekveres. Kapitalfonde forventes typisk at levere et afkast til investorerne på 25

pct. Derfor kan det for tiden være fristende for en kapitalfond at "tage stikket" hjem i form af en M&A i turbulente tider, selvom en M&A-prisen er lavere end prissætningen ved en IPO. Differencen kan så investeres i andre aktiver, der forventes at give et større afkast hurtigt.

Robert Spliid, ekstern lektor ved CBS og forfatter til en bog om kapitalfonde, peger på, at børsnotering som hovedregel vil give en højere pris end et salg til en kapitalfond eller en industriel køber, simpelthen fordi der er flere investorer til at dele risikoen, når en virksomhed børsnoteres. "I det omfang kapitalfonde kører en to-sporret exitproces, vil børsnoteringen derfor som hovedregel være hovedsporet," siger han.

Samtidig er det velkendt, at værdiansættelser på aktiemarkedet på næsten alle forskellige målemetoder for tiden er historisk høj. Det gør det ekstra attraktivt at gå efter en børsnotering. Men det giver også en stærk presbold på eventuelle interesserede industrielle købere, som på den måde næsten tvinges til at betale mere end de lige havde regnet med.

Som det fremgår af en analyse i fredagens udgave af Økonomisk Ugebrev Ledelse har der de seneste år været en historisk stor opkøbsbølge, drevet af de store virksomheder i dansk erhvervsliv. Det giver sælgerne historisk gode kort på hånden til at hjemtage nogle gode salgspriser.

# HVAD KAN MAN FÅ FOR 1 KR?

I Økonomisk Ugebrev FORMUE får du lige nu følgende i en måned for 1 kr:

- analyser af børsnoterede selskaber
- aktuelle aktieanbefalinger
- markedsanalyser

**BESTIL HER**

Tilbuddet gælder ikke, hvis man har haft abonnement på Økonomisk Ugebrev FORMUE indenfor de seneste 3 måneder



**Økonomisk Ugebrev Formue**

AktieUgebrevet - nyhedsbrev om danske aktier

## VÆKSTFONDEN: SVÆRT AT INVESTERE I GAMING-STARTUPS

Selv om det danske marked for gaming har en stor underskov af producenter af spil, er det for en investor svært at navigere i dette. I Vækstfonden holder man sig fortrinsvis til investeringer i startups, der leverer infrastruktur til spilproducenterne. Fagredaktør Peder Bjerger fortæller historien.

### ANALYSE

Joachim Ante, David Helgason og Nicholas Francis blev alle tre milliardærer, da deres firma Unity Technologies gik på børsen i USA. Alle tre fik pladser på Økonomisk Ugebrevs liste over landets absolut rigeste.

Eksemplet illustrerer mulighederne for voldsom vækst inden for et startup-segment, der trods dette ikke fylder voldsomt meget på det danske venturemarked. Sammen med e-sport er gaming-startups nok ikke sjældne, men dog heller ikke ofte forekommende. Ofte er de mest interessante virksomheder i dette segment netop ikke producenter af spil, men virksomheder som Unity, der leverer infrastruktur til producenterne.

Senest har Vækstfonden i september f.eks. investeret 6 mio. kr. i den danske startup Multiscription, der udvikler den digitale infrastruktur, der gør det muligt at spille spil over mobiletelefoner.

”Virksomheden har vi fulgt et stykke tid, siden de begyndte at arbejde med at udvikle en abonnementsmodel til mobilspil, som de har lanceret under navnet Unleashed,” siger Erik Balck Sørensen, managing partner i Vækstfonden med ansvar for direkte investeringer.

Vækstfonden har investeret halvdelen af beløbet, mens resten er kommet fra svenske og finske virksomheder.

I og med det danske hjemmemarked er forholdsvist lille, har mange af de store succeser blandt danske startups ligget inden for B2B-markedet i stedet for at henvende sig til konsummermarkedet. Selv om det også er tilfældet med Multiscription, vil Erik Balck Sørensen ikke udelukke, at Vækstfonden ville investere i gaming-startups, som udvikler spil til forbrugerne.

”Vi ser også på den type virksomheder, men det er mega-svært at vurdere den type investeringer, fordi de hviler på rendyrkede kreative produkter. Det er meget vanskeligt at afgøre hvilken titel, som bliver en succes. Hvis vi kan se, at netop den og den virksomhed bliver den nye Subway Sufers eller IO Interactive (står bag de kendte Hitman-spil, red.), er vi bestemt interesserede. Men det ser vi løbende på,” understreger Erik Balck Sørensen.

Mens man kunne fristes til at tro, at computerspil til de forskellige platforme foregår langt fra Danmark, har det danske marked en stor underskov af spilproducenter, bl.a. på grund af de to knudepunkter i Viborg og Grenå, påpeger Erik Balck Sørensen.

Alligevel har det danske marked qua sin størrelse en naturlig grænse for, hvor mange talenter der er for virksomhederne at rekruttere. I en konsekvens af dette må disse virksomheder enten flytte til udlandet eller hente de nødvendige udenlandske kompetencer. Større danske virksomheder inden for gaming-industrien er ofte endt med at flytte hele eller dele af deres aktiviteter til udlandet.

Erik Balck Sørensen peger på, at der dog er en række nye danske producenter på vej ud på markedet med nye spiltitler. Samtidig er der flere forskellige bestræbelser, både med Egmont og udenlandske koncerner, der går efter at konsolidere markedet.

### DE 10 SENESTE VENTURE-INVESTERINGER I DANSKE START-UPS FREM TIL 20. OKT. 2021

Måned	Start-up	Branche	Investering i kr.	Antal fonde	Udvikling
Oktober	Gamerpay	Fintech	14.000.000	2, herunder Skyfall Ventures	Seed
Oktober	Easy live sales	SaaS/Platform Software	40.000.000	Nordic Makers	Early-stage
September	Corti	AI	170.000.000	3, herunder Byfounders	Growth
September	LastObject	CleanTech	18.000.000	Vækstfonden	Seed
September	5th Planet Games	Gaming	66.000.000	Skybound	Early-stage
September	Multiscription	Gaming	6.000.000	2, herunder Vækstfonden	Seed
September	Klimat	CleanTech	5.400.000	2, herunder Rockstart	Pre-seed
September	Responsibly	SaaS/Enterprise solutions	13.000.000	2, herunder Flash Ventures	Seed
September	Multiscription	Gaming	6.000.000	2, herunder Vækstfonden	Seed
August	Ventriject	HealthTech	12.000.000	2, herunder Vækstfonden	Seed

Kilde: Vækstfonden

## FIRST NORTH-STATUS: TO UD AF TRE NYE SELSKABER I MINUS EFTER IPO

Økonomisk Ugebrevs statusopgørelse over performance for de seneste 29 noterede selskaber på First North er nedtrykkende. Store dele af landkortet er rødt: 19 af selskaberne har givet de nye aktionærer blodrøde afkast i forhold IPO-kursen. Kun 6 selskaber har givet rigtigt gode afkast. Men flere af succeserne har de seneste måneder vist en negativ tendens. **Chef-redaktør Morten W. Langer gennemgår resultaterne.**

### ANALYSE

Opgørelsen viser, at der er meget langt mellem snapsene på First North. Hovedparten af selskaberne, der har været på børsen i længere tid, har ikke leveret på de udmeldte forventninger til fremtiden. Flere af de seks selskaber, som aktuelt ligger til flotte plusafkast, har desuden de seneste måneder viser en sivende tendens på aktiekursen.

Eksempelvis er Konsolidator dykket 27 pct. de seneste tre måneder. Selskabet har en børsværdi på 226 mio. kr.,

og det kom ud af tredje kvartal med en omsætning på 8,6 mio. kr. for årets første ni måneder. Cash flow fra driften i de tre kvartaler var minus 14,2 mio. kr. Hvis det ikke havde været for gældsoptagelse på 24 mio. kr., havde kassen været tom. Økonomisk Ugebrev har tidligere beskrevet det særlige lånearrangement, som er meget dyrt for Konsolidator, og som er optaget på junk bond-lignende vilkår hos Formue Nord.

En anden med store minusser på det seneste er Penneo, med et tremåneders kursfald på 37 pct. Som det fremgår af tabeloversigten er det samlede afkast siden IPO'en stadig solidt på 151 pct. Selskabet oplyste for nylig om en mindre nedjustering af årets forventede ARR, men fastholdt forventningen om et minus på 15-20 mio. kr. i ebitda, efter et ebitda-minus i første halvår på 5,4 mio. kr.

I første halvår var der et cash burn på 16 mio. kr., og ved halvåret var der 15,7 mio. kr. tilbage i kassen. Selskabet forventer et ebitda-minus på 10-15 mio. kr. i andet

**FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »**

### STØRSTEDELEN AF FIRST NORTH SELSKABER I MINUS SIDEN ÅRSSKIFTET

Selskab (mio. kr.)	Sektor	MV, mio. kr	3M kurs(%)	12M kurs (%)	Børsværdi/salg	Aktuel kurs	IPO-kurs	Ændring., pct.
Agillic	Software	250,1	-5	36	5	25	38	-34
Alefarm Brewing	Brewers	59,0	-5	N/A	9	4	5	-16
Astralis Group	Recreational Services	234,3	-9	43	5	4	9	-51
Audientes	Durable Household	134,8	-4	16	N/A	16	8	97
BRAIN+	Medical Equipment	N/A	N/A	N/A	N/A	4	6	-35
Conferize	Mobile Tele	14,0	-14	2	312	0	0	-44
Copyright Agent	Business Support	83,4	-19	N/A	15	5	8	-33
DonkeyRepublic Holding	Software	135,8	-23	N/A	6	9	16	-44
Danish Aerospace Co.	Industrial Machinery	60,1	-7	10	3	6	6	-7
Dataproces Group	Computer Services	163,2	-24	N/A	11	6	5	12
Decideact	Software	84,9	-15	N/A	N/A	10	8	18
Analyzer	Software	21,8	-12	4	1	6	25	-77
Fom Technologies	Industrial Machinery	299,9	4	47	44	42	9	384
Green Hydrogen Systems	Industrial Machinery	2.982,2	-13	N/A	317	36	40	-9
Happy Helper	Software	31,1	-20	7	4	4	16	-75
Hypefactors	Computer Services	54,1	-7	10	13	6	8	-29
Jobindex	Employment Agencies	1.607,6	11	202	6	1760	550	220
Konsolidator	Software	229,8	-27	62	31	15	9	72
Mdundo.com	Internet	58,8	-16	11	26	6	10	-40
Monsenso	Health Care Providers	24,2	-70	16	3	2	5	-58
Movinn	N/A	162,0	N/A	N/A	N/A	9	11	-15
NORD.investments	Asset Managers	120,9	-19	N/A	62	6	11	-46
Nexcom	Software	46,2	-42	N/A	6	5	12	-62
Odico	Robot tech.	121,8	-26	27	12	7	9	-15
Penneo	Software	717,3	-37	189	20	28	11	151
Scandinavian Med. Solutions	N/A	138,7	N/A	N/A	19	5	5	-1
Spenn Technology	Investment Services	930,5	N/A	14	N/A	0	8	-95
Valuer Holding	Software	89,0	-8	N/A	38	3	13	-75
ViroGates	Medical Equipment	395,1	-36	74	74	130	91	42
Wirtek	Software	147,5	6	22	5	19	44	-56

Kilde: infront

Note: Kursdata opdateret 23/11 2021

**« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE**

halvår, hvorved kassen alt andet lige kan være tæt på tom ved årsskiftet. I det netop fremlagte Q3-regnskab er der tilført 10 mio. kr. i ny kapital ved en kapitalforhøjelse, og arbejdskapitalen er forbedret med 6 mio. kr. Så cash-positionen blev faktisk forbedret.

”Vi er en SaaS-virksomhed, hvor det koster at få nye kunder, men hvor vi får pengene mange gange igen de efterfølgende år. Investorerne skal derfor være langsigtede. Likviditetsberedskabet er præcis, hvor vi forventede, at det skal være. Vi har som et af få selskaber overleveret i forhold til det vi lovede ved IPO'en. Kapitalrejsningen på op mod 100 mio. kr. er et positivt tilvalg. De penge skal bruges til for alvor at gear op for væksten. Samtidig er vi på vej på hovedbørsen for at tiltrække flere nationale og internationale institutionelle investorer. Jeg er meget positiv, når jeg kigger ind i de kommende år. Vi bevæger os ind på nye områder og markeder, og få kunder forlader os.,” siger adm. direktør Christian Stendevad fra Penneo.

Dykket i aktiekursen kan altså skyldes en forventning om en kommende kapitalforhøjelse til rabatkurs, men også et aktieudsalg fra storaktionær og tidligere bestyrelsesmedlem Michael Moesgaard Andersen kan være en forklaring.

**UBETALTE REGNINGER I FOM**

Et selskab som FOM Technologies har klaret sig overraskende godt på børsmarkedet. Selskabets aktiekurs er siden noteringen steget 384 pct., og selskabet har en børsværdi på 288 mio. kr. Selskabet kom ud af Q3 med en lille opjustering af omsætningen, men der oplyses ikke noget om likviditetssituationen, som synes at være usikker.

Efter halvåret var der i FOM 3,8 mio. kr. tilbage i kassen, efter et likviditetsdræn på 5 mio. kr. i første halvår. Det forklares ikke i regnskabet for halvåret, hvordan forskellen mellem det oplyste ebitda på minus 1,1 mio. kr. og cash flow fra driften på minus 5 mio. kr. opstår. Om forskellen siger CEO Michael Stadi, at den skyldes udestående betalinger fra nogle store amerikanske kunder, mest universiteter og forskningsinstitutioner, for varer, der allerede er leveret. Så betaling af de 3,7 mio. kr. skulle alt andet lige forbedre cash-positionen i det igangværende kvartal. Over de seneste måneder har to storaktionæ-

rer meddelt, at de har nedbragt deres ejerandele, dels Ulstrup Invest, og dels A-F Holding.

Som det fremgår af afkasttabellen, ser det ud til, at minusserne er accelereret de seneste tre måneder. Af de 30 undersøgte selskaber har der kun være positive afkast i tre selskaber, nemlig ud over FOM Technologies med plus 13 pct. det mere modne Jobindex, der har opjusteret flere gange over året, og Wirtek med plus 6 pct., hvor selskabet dog siden IPO'en er gået 56 pct. ned.

Umiddelbart kan der være flere forklaringer på de betydelige kursfald over en bred kam blandt First North-selskaberne: For det første har der de seneste måneder været en stigende opfattelse af, at de generelle aktiemarkeder får svært ved at kravle højere op.

For det andet har værdiansættelserne på mange First North-selskaber været oppe i skyerne, trods manglende indtjening og i flere tilfælde en værdiansættelse på 30-50 gange den aktuelle omsætning.

**MERE FAIR PRISSÆTNING**

For det tredje har der været en stribe nedjusteringer hen over 2021 fra First North-selskaberne, hvilket i mange tilfælde afspejler, at de udmeldte forventninger og prognoserne ved de seneste års IPO'er simpelthen har været for optimistiske. Vi har dog set flere nye First North-IPO'er de seneste måneder, hvor værdiansættelserne ved børsføringen har været langt mere fair end for blot to-tre år siden.

Fleere af de største minusser på oversigten tilfalder Conferize, som nu er omdøbt til Spenn Technology. Efter en enorm udvidelse af antal aktier er selskabets børsværdi 894 mio. kr., hvilket Økonomisk Ugebrev tidligere har vurderet til at være 5-10 gange mere end fair value. Den skæve værdiansættelse skyldes antageligt en misforståelse hos mange private investorer, der tror, at en aktiepris på 40 øre er billig. Aktieprisen skal som bekendt sammenholdes med den underliggende egenkapital og indtjening per aktie.

Også Valuer har siden IPO'en været udsat for en voldsomt kursfald på 75 pct. Økonomisk Ugebrev har i en stribe artikler beskrevet selskabet usikre forretningsmodel og ledelsens evne til at skabe en lønsom forretning ud af den.

## AKTIEMARKEDET STYRES AF JUBELOPTIMISTISKE AMATØRER

**De seneste to måneders stigninger på de vestlige aktiemarkeder har været noget af det mest absurde og groteske i årtier. Advarslerne om, at aktiemarkederne skal sættes markant ned, er nu så øredøvende, at ingen tilsyneladende hverken ser eller hører dem, skriver chefredaktør Morgen W. Langer.**

### ANALYSE

Jeg skal ikke bruge meget krudt på at gentage advarslerne:

En fortsat stigende inflation på 5-6 pct. i USA og på vej op, optakten til en eskalerende energikrise, centralbanker der varsler højere korte renter, tegn på en makroøkonomisk opbremsning og stigende indkøbspriser i erhvervslivet og højere forbrugerpriser. Og oveni det hele: En mega politikfejl fra den amerikanske centralbank i kraft af manglende renteactions lur under overfladen. Ja, de mest basale naturlove bliver i disse måneder ikke overholdt.

Det har været stort set umuligt at finde meningsfulde og indsigtfulde analyser fra danske og udenlandske aktiestrategier og cheføkonomer med gode forklaringer på de absurde forhold. Men fredag aften faldt jeg over Saxo Banks Steen Jacobsen, der i en podcast talte om sit syn på aktiemarkedet.

### DROPPER NOTEREDE AKTIER

Hans indgangsbudskab er, at han er dybt bekymret – grænsende til søvnløs – omkring udviklingen på aktiemarkedet. Ikke mindst fordi alle de "smarte" erfarne investeringsfolk, han kender globalt, indtil videre har droppet aktiemarkedet for i stedet at fokusere på at handle kryptovalutaer og private equity, altså unoterede selskaber. Han påpeger, at de indtil videre har droppet de børsnoterede aktier, fordi det er blevet et for vanskeligt og uforudsigeligt marked.

Handel i kryptovalutaer baseret på tekniske signaler og investering i private equity ud fra fundamentale vurderinger ses at kunne ske med markant lavere risici.

Hans forklaring på denne udvikling er, at de erfarne investorer, der har ageret i aktiemarkedet baseret på et makroplay, altså fundamentale faktorer, simpelthen har givet op. Der er ingen logik i aktiemarkedet længere.

"Jeg er ukomfortabel med markedet, den måde, det handler på, og nu kommer vi ind i den del af sæsonen, hvor der ikke er likviditet i markedet", siger Steen Jacobsen.

Han påpeger også modsætninger mellem ønsket om at omstille til grønne energiformer og det faktum, at bl.a. Europa er på vej mod en energikrise på grund af knaphed på energi. I det hele taget ser han, at vi er på vej mod en periode med meget stor volatilitet på grund af ineffektive energisystemer og ineffektive politiske beslutningsprocesser.

Det faktum, at den amerikanske realrente er negativ med 4-5 pct., gør hele debatten om den fremtidige inflation ekstremt relevant. Den amerikanske centralbank tror stadig på en kortvarig transitorisk høj inflation, mens mere og mere tyder på, at den højere inflation vil fortsætte flere år endnu. Erkender centralbanken dette, er der lagt op til betydeligt hurtigere renteforhøjelser.

Steen Jacobsen ser, at vinteren kan blive afgørende for markedsudviklingen, bl.a. fordi koldere vejr kan give energipriserne et yderligere løft og udhule forbrugernes købekraft, og det samme kan ske med de generelle prisstigninger, der følger i kølvandet på den stigende inflation.

"Vi kan hurtigt komme i en situation, hvor centralbanken erkender, at den er kommet langt bagefter på kurven", siger Steen Jacobsen. Markedets aktuelle bet er altså meget risikofyldt.

### TEKNISKE SIGNALER VISER SVAGHED

Vi har de seneste handelsdage set en begyndende svagheit på det europæiske og amerikanske aktiemarked. Men det er endnu ikke noget alvorligt. Den styrende tyske DAX Future lukkede fredag aften i bunden af den to måneders trendkanal, som har ført markederne markant opad. Samtidig fik vi en teknisk test af loftet i den trendkanal, som startede tilbage i februar.

Teknisk taler billedet for en korrektion ned herfra. Men med markedets uforudsigelighed kan alt ske.

Selvom den forgangne uge var neutral på de internationale aktiemarkeder, var der rigtigt mange røde afkasttal på det danske aktiemarked. Af de ca. 110 danske børsnoterede selskaber, der er handlet i denne uge, var der kun plusser i hvert tredje selskab. Undertonen var altså ret negativ. Hovedparten af vinderne blandt de større selskaber var indenfor health care og finansielle aktier, herunder banker og forsikring, der igen løftes frem af stigende obligationsrenter.

*Analysen er offentliggjort første gang i ØU Formue lørdag den 20. november 2021.*

## ER MARKEDET OVERNERVØST FOR NY VIRUSMUTANT?

**Hvis man skal være lidt kynisk, kan fremkomsten af en ny flerstrengt virusmutant let betyde, at de aktuelle dynamikker på finansmarkederne ændres markant. Centralbanker og regeringen vil nemlig igen være parate til at holde hånden under samfundsøkonomien, hvis der kommer en ny virusspredning, hvor de aktuelle vacciner måske ikke er så modstandsdygtige, skriver chefredaktør Morten W. Langer i denne analyse.**

### ANALYSE

Et scenarie med en ny flerstrengt virusmutant er naturligvis forfærdeligt, og det er også alt for tidligt at konkludere noget som helst omkring konsekvenser og spredning. Faktum er dog, at de finansielle markeder har regeret meget negativt på udsigten til en eventuel ny viruskrise.

Og det er da heller ikke overraskende, at det er de mest virus-følsomme selskaber, som er blevet sat ned i fredagens handel, mens andre selskaber har holdt stand, fordi de kan blive begunstiget af nye smittebølger. Bl.a. SAS blev fredag sat hele 10 pct. ned, mens eksempelvis Bavarian og Virogates leverede solide plusser.

### RENTESTIGNING MÅSKE UDSAT

I første omgang har markedet reageret på én ting, nemlig usikkerhed. Forstærket usikkerhed får altid investorerne til at beregne sig en ekstra risikopræmie. Til gengæld fik obligationsrenterne et hug ned, og guldpriserne steg helt som forventet.

Også bankaktierne blev i fredagens handel sendt markant ned, antageligt fordi der i markedet nu ses mindre sandsynlighed for, at centralbankerne vil sætte de korte renter op lige foreløbig – og endda måske fortsætte de store obligationsopkøb.

Faktum er, at der foreløbig ikke er særlig stor viden om, hvad der ligger forude omkring den nye virusstreng, B.1.1.529, som angiveligt skulle indeholde op til 30 forskellige mutationer i spike-proteinet. Forskere har udtalt, at det er et ekstremt meget større antal mutationer end vi tidligere har set, og at det kan give anledning til tvivl om, hvorvidt en ny smitte kan inddæmme, og om de nuværende vacciner er virkningsfulde.

Ifølge forskere er der risiko for, at det store antal mutationer, kan give hårdere angreb på menneskers immunsy-

stem end tidligere set. Risikoen er, at det bliver vanskeligere for immunsystemet at kæmpe tilbage. Kritikere af de aktuelle vacciner siger, at der nu er ved at opstå præcis det risikobillede, de forudså, idet ineffektive vacciner kan give grobund for nye mutationer.

Senest (fredag kl. 15) er det oplyst [i den løbende live-opdatering fra Sky News](#), at der er fundet to smittetilfælde af den nye variant i Belgien. De skulle angiveligt være kommet fra Ægypten den 11. november, mens de først viste symptomer den 22. november. Indtil videre ses fire tilfælde i Botswana, alle var vaccineret, og seks tilfælde i Sydafrika, plus en rejsende fra Sydafrika til Hongkong.

Ifølge [aktuelle oplysninger fra det sydafrikanske forskningsinstitut CERI](#) " (seems) this new variant, B.1.1.529 to spread very quick! In less than 2 weeks now dominates all infections following a devastating Delta wave in South Africa (Blue new variant, now at 75% of last genomes and soon to reach 100%)." Disse oplysninger er ikke bekræftet af myndighederne.

### ER SENDT I LABORATORIET

Det kan imidlertid trække ud med mere sikre oplysninger om den nye virusstreng. Fra medicinalfirmaet BioNTech lyder det, at man forventer at have analyseret den nye streng i løbet af to uger: "The firm says this will help determine whether its vaccine would have to be reworked. In a statement, a spokesman said: "We understand the concern of experts and have immediately initiated investigations on variant B.1.1.529. We expect more data from the laboratory tests in two weeks at the latest. These data will provide more information about whether B.1.1.529 could be an escape variant that may require an adjustment of our vaccine if the variant spreads globally."

Ifølge Berlingske er "Seruminstituttet aktuelt ikke bekymret for varianten, fortæller overlæge Anders Fomsgaard. Vi ved for lidt om den til at vide, om den giver problemer med spredning eller for vacciner. Det er for tidligt, siger han."

Det minder lidt om sidste forår, hvor de danske sundhedsmyndigheder fortsatte med at lukke norditalienske flyturister, ankommet til Kastrup Lufthavn, ud i de københavnske gader, mens smitten buldrede løs i Norditalien og efterfølgende i Danmark.

## MELLEMSTORE REVISIONSHUSE EROBRER SMV-SEGMENTET

**Tema om revisionsfirmaer, del 2: Beierholm er målt på antal nye revisionskunder det mest fremgangsrigt revisionshus i Danmark. Deloitte har netto mistet flest kunder, nemlig 560, viser en opgørelse. Chefredaktør Morten W. Langer gennemgår her resultaterne i opgørelsen over markedsandele samt mistede og kaprede revisionskunder.**

### TEMA

Flere af de store revisionsfirmaer ser ud til at dreje deres strategi over mod rådgivning på bekostning af revision. Som det fremgik af første del af Økonomisk Ugebrevs årlige revisoranalyse, som blev bragt i den seneste udgave, ser flere af de store revisionshuse nu så meget pres på revisionshonorarerne hos store revisionskunder, at de heller vil yde rådgivning, hvor lønsomheden på opgaveløsningen ofte er bedre.

En anden tendens synes at være, at de store revisionshuse i mindre grad går efter de mindste revisionskunder, som bl.a. kræver lokal geografisk tilstedeværelse. Som det fremgår af interviewet med Beierholms adm. direktør i denne udgave, har firmaet overtaget en lokal afdeling fra PwC, hvor overtagelsen også omfatter partnere og revisorer.

### PARTNER HOLDER PÅ KUNDERNE

Opgørelsen fra Bisbase viser, at Beierholm og BDO vokse markant på antal revisionskunder, mens KPMG havde et lille plus på 60 ekstra revisionskunder. Både EY, PwC og Deloitte tabte netto revisionskunder.

Ifølge opgørelsen er Partner Revision bedst til at fastholde nuværende revisionskunder, med Martinsen som

næstbedste. Derefter kommer Beierholm og BDO. Sværest ved at fastholde kunder har Grant Thornton, Deloitte, PwC og EY, og for de store huse afspejler det antageligt, at de i stigende grad går efter større revisionskunder.

Fordelt på regnskabsklasser er det fortsat PwC, Deloitte og EY, der er helt dominerende på de allerstørste regnskabsklasse D-selskaber, typisk børsnoterede selskaber. I de mellemstore selskaber i regnskabsklasse C er PwC også størst med en markedsandel på 23 pct, mod Deloitte og EY omkring 20 pct.

Regnskabsklasse C omfatter både mellemstore selskaber med en omsætning på mellem 89 og 313 mio. kr. og store selskaber med en omsætning på over 313 mio. kr. Bisbases data omfatter ikke en opdeling på de to undergrupperinger.

Men tendensen er helt klart den, at Beierholm, BDO, Partner Revision og Martinsen vokser mest i denne gruppe. Mens det samlede antal virksomhedskunder i gruppe C har været stigende, har både PwC og Deloitte fået færre kunder i denne klasse det seneste år. EY ligger med en lille, absolut fremgang.

Deloitte har det seneste år mistet flest revisionskunder, nemlig 560, ifølge Bisbase. For Deloitte er den største kundetilgang kommet fra nyetablerede selskaber og selskaber, som ikke tidligere har haft revisorbistand.

Deloitte har nappet Øresundsbro-konsortiet fra PwC, Dansk Vækstkapital er overtaget fra PwC, og Ferrosan er overtaget fra KPMG. North Media har Deloitte mistet til PwC, Odin Equity Partners er mistet til Beierholm, en stribe Falck-selskaber er overtaget af PwC, Gasa Gruppen og Hillerød Forsyning er mistet til PwC.

**FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »**

### KUNDEBEVÆGELSER FOR DE 10 STØRSTE REVISIONSFIRMAER

Selskab (mio. kr.)	Fastholdte kunder	Nye Kunder	Mistede kunder	Nettobevægelse	Fastholdelsesrate	Opsigelsesrate pct.
Beierholm	20.275	1.889	1.250	639	0,94	6
BDO	15.907	1.306	976	330	0,94	6
PwC	14.269	1.186	1.445	-259	0,91	9
Deloitte	13.943	955	1.518	-563	0,90	10
EY*	10.521	933	1.037	-104	0,91	9
Martinsen	5.223	476	293	183	0,95	6
Grant Thornton	4.417	589	565	24	0,89	11
Partner Revision	3.802	486	163	323	0,96	4
Redmark	3.617	181	273	-92	0,93	7
Brandt	2.650	459	205	254	0,93	7

Kilde: Bisbase

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

Til gengæld har PwC det seneste år mistet næstflest revisionskunder, nemlig 260. Bag tallet gemmer sig, at revisionshuset har fået 1186 nye kunder, men har mistet 1445 kunder. Flest nye kunder har PwC fået fra Deloitte og derefter EY. De fleste mistede kunder er gået til Deloitte, BDO og Beierholm.

Ifølge opgørelsen fra Bisbase har PwC bl.a. mistet den kommunale forsyningskoncern Aalborg Energi Holding med underliggende datterselskaber til Deloitte. PwC har også mistet revisorkasketten hos en stribe hoteller i Zleep-kæden samt hos Xerox, Tican Fresh Meat (til Deloitte) og Sonova Danmark (til EY).

PwC har derimod som nye kunder fået Vordingborg Energi Holding plus datterselskaber fra EY, børsnoterede Veloxis, Uhrenholdt Sefood (fra Deloitte), Tønder Forsyning (fra EY), Tresu (fra Deloitte) og Spies (fra EY).

Af de tre store revisionshuse har EY mistet færrest revisionskunder, nemlig 100. EY har mistet langt flest kunder til Partner Revision, og det skyldes især, at revisionsfirmaet har overtaget EY's kontor i Ringkøbing. Det skete sidste efterår.

Tidligere har Partner Revision overtaget PwC's kontorer i Ringkøbing og Skjern. PwC har det seneste år således afgivet 118 revisionskunder til firmaet. Og der er altså på den måde ved at opstå lokale halvstore revisionskontorer, som har den fornødne styrke til at leve op til nutidens aktuelle krav.

**KUNDER FORDELT PÅ STØRRELSE EFTER REGNSKABSKLASSE**

Revisor	Regnskabskl. C			Regnskabsklasse D		
	Antal	Andel, pct.	Ændr., pct.	2020	2019	
Beierholm	689	622	10,8	10,5	2	3
BDO	471	451	4,4	7,1	1	2
PwC	1.533	1.552	-1,2	23,3	55	53
Deloitte	1.345	1.355	-0,7	20,4	32	29
EY*	1.285	1.263	1,7	19,5	34	33
Martinsen	103	94	9,6	1,6	0	0
Grant Thornton	164	159	3,1	2,5	1	1
Partner Revision	113	101	11,9	1,7	0	0
Redmark	77	74	4,1	1,2	0	0
Brandt	61	66	-7,6	0,9	0	0

Kilde: Bisbase og egne beregninger

Note: Andel indbefatter kun de 10 største virksomheder

**DE TI STØRSTE REVISIONSHUSE: GEOGRAFISKE STYRKEPOSITIONER**

Revisor	Nordjylland	Midtjylland	Syddanmark	Hovedstaden	Sjælland
EY	900	3.260	4.167	3.383	515
PwC	734	4.365	3.602	6.340	1.571
Beierholm	4.418	5.780	2.454	6.896	4.214
KPMG	151	-	-	-	-
Deloitte	1.198	3.808	5.055	5.387	504
BDO	5.102	4.710	5.126	2.800	693
Grant Thornton	-	-	-	4.270	816
Martinsen	-	2.317	2.693	-	-
Redmark	1.820	-	-	-	-
Inforevision	-	-	-	2.616	307

Kilde: Bisbase

# HVAD KAN MAN FÅ FOR 1 KR?

I Økonomisk Ugebrev FORMUE får du lige nu følgende i en måned for 1 kr:

- analyser af børsnoterede selskaber
- aktuelle aktieanbefalinger
- markedsanalyser

**BESTIL HER**

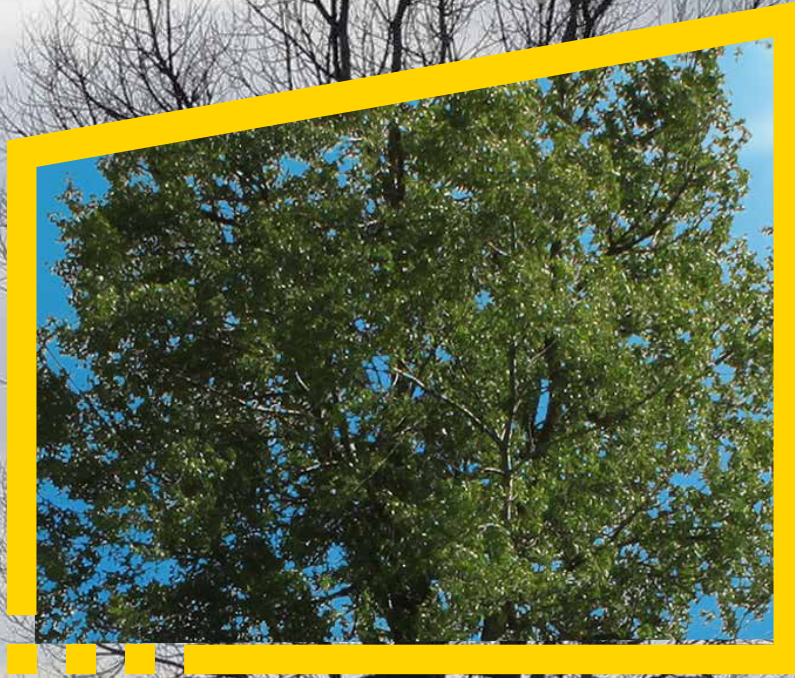
*Tilbuddet gælder ikke, hvis man har haft abonnement på Økonomisk Ugebrev FORMUE indenfor de seneste 3 måneder*



**Økonomisk Ugebrev Formue**

AktieUgebrevet - nyhedsbrev om danske aktier





## Hvordan skal bæredygtighed skabe vækst for jeres virksomhed?

Bæredygtighed påvirker alt, hvad en virksomhed gør, og hvordan den måler og rapporterer. Hos EY hjælper vi virksomheder i alle brancher med at tiltrække kapital og få adgang til de nødvendige muligheder for at accelerere forandringer, så I kan skabe bæredygtig værdi for jeres virksomhed, medarbejdere og samfundet.

[ey.com/dk](https://ey.com/dk)

■ ■ ■  
The better the question.  
The better the answer.  
The better the world works.

  
Building a better  
working world

## BEIERHOLM SER VÆKSTSPRING PÅ 50 PCT. FREM MOD 2026

Beierholm er på papiret det mest fremgangsrigeste revisionsfirma, når man ser på udviklingen i antal revisionskunder. Ifølge analysebasen Bisbase har Beierholm det seneste år hentet 640 nye kunder netto, næsten det dobbelte af BDO. Læs interview med adm. direktør Søren V. Pedersen, der fortæller om revisionsfirmaets ekspansionsstrategi.

### TEMA

ØU: I er det revisionsfirma, som har haft størst kundefremgang det seneste år.

Hvad er hovedforklaringerne på denne fremgang?

SVP: "En del af fremdriften skyldes opkøb af andre revisionsfirmaer, bl.a. har vi overtaget en afdeling fra PwC. Men hele den tilkøbte fremgang kan du endnu ikke se i tallene, fordi der ofte først sker registrering i CVR ved den førstkommande generalforsamling. Så hele fremgangen er ikke organisk vækst. Men der er ingen tvivl om, at vi har fremgang. Opgørelserne af samlet antal revisionskunder viser jo også, at vi er landets største revisionsfirma med ca. 23.800 kunder, og det er betydeligt flere end nummer to, nemlig BDO."

I har tidligere år udmeldt, at I har en klar vækststrategi med et ønske om at blive markant større?

"Vi har fortsat et ønske om at indlemme andre mindre mellemstore revisionsfirmaer, hvilket også har været en del af vores vækst de seneste år. Vi går typisk efter de 40-50 stør-

ste revisionsfirmaer, altså dem, der i forvejen har noget volumen. Vi får løbende henvendelser fra revisionsfirmaer, som vil snakke med os om en sammenlægning. Men vi er også selv opsøgende og henvender os til nogle af de firmaer, vi gerne vil overtage. Jeg er ret sikker på, at vi også de kommende år kommer til at vokse i kraft overtagelser. Vi har over de seneste fem år årligt overtaget revisionsfirmaer med en omsætning på ca. 75 mio. kr., og det er også billedet i år."

Hvad er din opfattelse af, hvad der driver denne udvikling med mindre og mellemstore revisionsfirmaer, der ønsker at komme ind i en større enhed?

"En række forskellige forhold gør, at de mindre og mellemstore revisionsfirmaer har fordele ved at komme ind i en større enhed. Det bliver stadig mere krævende at holde styr på compliance, revisionsprocesser og dokumentation, samt kvalitetskontroller. Også udviklingen af nye digitale værktøjer, der kan understøtte og effektivisere revisionsprocessen, gør os interessante for de mindre revisionsfirmaer. Hertil kommer, at vi har mulighed for at udvikle rådgivningsydelser, som de mindre firmaer har svært ved."

"Herudover er det vores oplevelse, at vi qua vores størrelse har lettere ved at arbejde med HR-relaterede forhold, som rekruttering, employer branding og at skabe en

**FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »**

### DE STØRSTE REVISIONSFIRMAER: SÅ MANGE KUNDER HAR DE, OG SÅ STORE ER KUNDERNE DEL 1

Revisor	Revisorer			Kunder			Markedsandel, pct.		Udarbejdelse*, 2021, dage	Kunders tot. aktiver	
	2021	2020	Ændr., pct.	2021	2020	Ændr., pct.	2021	2020		2021	2020
Beierholm	198	178	11,2	23.768	22.585	5,2	9,8	9,6	136	473	416
BDO	182	153	19,0	18.498	17.578	5,2	7,6	7,5	131	420	399
PwC	243	225	8,0	16.630	16.456	1,1	6,9	7	140	4.890	5.158
Deloitte	220	203	8,4	16.085	16.209	-0,8	6,6	6,9	135	5.303	6.849
EY*	193	160	20,6	12.232	12.300	-0,6	5,1	5,2	137	4.060	2.095
Martinsen	42	36	16,7	6.118	5.791	5,6	2,5	2,5	137	88	75
Grant Thornton	45	34	32,4	5.313	5.243	1,3	2,2	2,2	144	144	123
Partner Revision	36	23	56,5	4.543	4.083	11,3	1,9	1,7	129	84	71
Redmark	37	39	-5,1	4.018	4.072	-1,3	1,7	1,7	136	76	74
Brandt	38	35	8,6	3.297	2.994	10,1	1,4	1,3	133	54	50
Info:Revision	20	21	-4,8	3.000	2.684	11,8	1,2	1,1	139	59	50
Baker Tilly DK	21	18	16,7	2.905	2.480	17,1	1,2	1	140	40	33
Christensen Kjærulff	29	21	38,1	2.533	2.513	0,8	1	1,1	140	83	66
Roesgaard & Partn.	16	8	100,0	2.420	2.329	3,9	1	1	115	48	43
Dansk Revision	24	17	41,2	2.149	2.160	-0,5	<1	0,9	132	37	35
KPMG	35	28	25,0	1.639	1.522	7,7	<1	0,6	155	417	412
Revision Limfjord	13		-	1.625		-	<1		141	22	
Aaen & co	13		-	1.596		-	<1		132	25	
Kovsted & Skovgård	16	5	220,0	1.462	1.132	29,2	<1	0,5	129	13	9
Sønderjyllands Revi.	12	12	0,0	1.380	1.324	4,2	<1	0,6	125	24	21

Kilde: Bisbase

Note: \* Ikke udgivet regnskab for 20/21, Markedsandel i pct. Udarbejdelse: Antal dage pr. udarbejdet regnskab.

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

spændende arbejdsplads, end det typisk er tilfældet i de mindre og mellemstore virksomheder.”

*Vi har set, at store dele af arbejdsmarkedet er præget af vanskeligheder med at hyre specialister. Der er det vel også en fordel for jer, at I typisk ikke kun overtager revisionskunder fra andre firmaer, men også deres partnere og revisorer?*

”Det er helt oplagt. Det er aktuelt meget vanskeligt at få nye erfarne folk, som vi faktisk har behov for. Så væksten begrænses mere af at vi har svært ved at skaffe personale, og i mindre grad af, at vi har svært ved at skaffe nye kunder. Så ved overtagelser er det lige så vigtigt at få revisorer og partnere med, som det er at få nye kunder. Heldigvis formår vi for det meste ved overtagelser også at overtage revisorerne, og det var også tilfældet med den afdeling, vi overtog fra PwC. Det samme er tilfældet med de tre kontorer, vi har overtaget i Køge.”

**DE STORE TÆNKER NORDISK**

Det forhold, at I overtager lokale revisionskontorer fra de allerstørste revisionshuse, hvad ser du det som et udtryk for?

”Vi ser en klar tendens mod, at de største revisionsfirmaer i stigende grad koncentrerer sig om de største virksomheder, altså PEI-virksomheder, og de største ikke-PEI virksomheder. Samtidig ser vi også, at de fokuserer mere og mere på revision og rådgivning på tværs af de nordiske landegrænser. Trafikken med, at vi overtager lokale kontorer fra de største, er vi ikke uvant med. Og vi forventer derfor også, at denne trafik vil fortsætte.”

*Ud fra et konkurrencemæssigt synspunkt er det vel attraktivt for jer, at I kan få den spilleplade, som omfatter de mindre og mellemstore SMV-virksomheder, mere for jer selv?*

”Det kan man godt sige. Vi er jo til stede mange steder i Danmark, og der er vores konkurrenter typisk ikke Big Four. Det er oftere BDO og lokale/regionale revisionsfirmaer. Vores kunder lægger typisk meget vægt på lokal tilstedeværelse.”

*I vores analyse af Big Four ser vi en tendens til, at de store firmaer strategisk går mere og mere efter rådgivningsydelse, på bekostning af revision, hvor priserne er noget pressede. Hvordan ser det ud i jeres segment?*

”Bl.a. ser vi også, at mange SMV-virksomheder, ligesom os, har svært ved at rekruttere folk til økonomifunktionen, og det har givet os et betydeligt løft i det, vi kalder outsour-

cing, altså at vi leverer bogholderi og regnskabsfunktion til kunderne. I dag har vi ca. to tredjedele af vores omsætning fra revision og regnskab, mens den resterende del af omsætningen kommer fra outsourcing og rådgivning, herunder skatterådgivning. Vi er jo ikke begrænset i at yde rådgivning til vores revisionskunder, som revisor er i forhold til PIE-kunder, af hensyn til eventuelle interessekonflikter. I vores strategi forventer vi derfor i 2026, at halvdelen af vores omsætning kommer fra rådgivning og outsourcing, og den anden halvdel fra revision og regnskab. Vi forventer fortsat solid vækst, og vores målsætning er at omsætte for 1,8 mia. kr. i 2026 (mod 1,15 mia. kr. i 2020. red).”

*Det virker ikke som om, at I har ambitioner om at kapre nye kunder i PIE-segmentet og de allerstørste ikke-PIE virksomheder?*

”Vi har ikke nogen stor fokus på at få flere PIE-kunder i vores kundebase. Vi har dog visse kunder i dette segment og modtager også løbende nye henvendelser. Vores hovedfokus er dog, at vi vil være markedsleder i SMV-segmentet omkring de mindre og mellemstore.”

MWL

**DE STØRSTE REVISIONSFIRMAER: DEL 2**

Revisor	Kunder gns. aktiver		Kunder pr. revisor		Aktiver pr. revisor
	mio. kr.		2021	2020	mia. kr.
	2021	2020	2021	2020	2021
Beierholm	20	18	120	127	2,4
BDO	23	23	102	115	2,3
PwC	294	314	68	73	20,1
Deloitte	330	423	73	80	24,1
EY*	332	170	63	77	21,0
Martinsen	14	13	146	161	2,1
Grant Thornton	27	24	118	154	3,2
Partner Revision	19	17	126	178	2,3
Redmark	19	18	109	104	2,1
Brandt	16	17	87	86	1,4
Info:Revision	20	19	150	128	3,0
Baker Tilly DK	14	13	138	138	1,9
Christensen Kjærulff	33	26	87	120	2,9
Roesgaard & Partn.	20	19	151	291	3,0
Dansk Revision	17	16	90	127	1,6
KPMG	255	271	47	54	11,9
Revision Limfjord	14		125		1,7
Aaen & co	15		123		1,9
Kovsted & Skovgård	9	8	91	226	0,8
Sønderjyllands Revi.	17	16	115	110	2,0

Kilde: Bisbase  
Note: \* Ikke udgivet regnskab for 20/21

## LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

### MYNDIGHEDSNYT

#### Finanstilsynet: Compliance- og risikoansvarlige fylder for lidt i

**Jyske Bank.** Efter [et tilsynsbesøg](#) i juni har banken fået påbudt "at sikre, at den complianceansvarlige og den risikoansvarlige har tilstrækkelig gennemslagskraft og indflydelse, og at der er tilstrækkelig klarhed over arbejdsdeling og dokumentation af processer af betydning for den complianceansvarlige og den risikoansvarlige. Påbuddet afspejler, at \* Bankens proces for produktgodkendelser ikke sikrede tilstrækkelig inddragelse af den complianceansvarlige og den risikoansvarlige. \* I modsætning til sammenlignelige institutter havde compliancefunktionen reduceret omfanget af complianceundersøgelser efter en nednormering. \* Den risikoansvarliges arbejde med krediteftersyn var reduceret. \* Der var ikke en dokumenteret arbejdsdeling mellem compliancefunktionen og risikostyringsfunktionen eller mellem koncernens risikoansvarlige og den risikoansvarlige i Jyske Realkredit. Herudover konstaterede Finanstilsynet følgende: \* Den complianceansvarlige blev generelt ikke inddraget i væsentlige beslutninger. \* Den complianceansvarlige havde kun dialog med bestyrelsens medlemmer på bestyrelsesmøderne. \* Risikostyringsfunktionen havde væsentlig mindre systematik i sin udarbejdelse af og opfølgning på anbefalinger til organisationen, end bankens compliancefunktion og interne revision havde. \* Risikostyringsfunktionen anvendte ikke årshjul og flerårsplaner."

**EU udvider regelsæt om betalinger til at omfatte kryptovaluta.** EU-kommissionen har fremsat et forslag til ændring af pengeoverførselsforordningen, fremgår det af [et samlenotat](#) om et kommende rådsmøde mellem finansministrene: "Forslaget udvider det nuværende anvendelsesområde for pengeoverførselsforordningen til også at omfatte kryptoaktivtjenester ved overførsler af kryptoaktiver. (...) Forslaget er en del af Kommissionens hvidvaskpakke, hvis formål overordnet er at styrke EU's regler til forebyggelse og bekæmpelse af hvidvask og terrorfinansiering, øge reglernes klarhed samt at sikre overensstemmelse med internationale standarder og anden EU-lovgivning."

**Statsrevisorerne kommer med blid kritik af hjælpepakker.** Efter [en beretning](#) fra Rigsrevisionen om Erhvervsministeriets administration af coronatidens hjælpepakker har Statsrevisorerne mest ros – men også kritik: "Statsre-

visorerne finder dog, at Erhvervsministeriets indsats for at minimere risikoen for fejludbetalinger og svig med de 3 største kompensationsordninger ikke har været helt tilfredsstillende. Kontrollen med ordningerne er i høj grad baseret på en efterkontrol, som endnu ikke er gennemført, og som er udskudt flere gange. Efterkontrollen er i nogle tilfælde planlagt for ufuldstændigt, og der er ikke i tilstrækkelig grad fulgt op på henvendelser fra Hvidvasksekretariatet. Statsrevisorerne konstaterer, at udskydelsen af efterkontrollen – ikke mindst efterkontrollen af de særligt risikable sager – indebærer risiko for, at nogle virksomheder kan have modtaget uberettiget kompensation, som det ikke vil være muligt at få tilbagebetalt."

#### Trods hjælpepakkens udløb er virksomheder stadig meget likvide.

Siden maj sidste år har man set et usædvanligt mønster – virksomhederne har haft større indskud end lån i bankerne. Det skyldes især at virksomheder har polstret deres likviditet med moms- og a-skattelån. Tendensen står uforandret, [skriver Nationalbanken](#), selv om der nu er lukket for disse lånemuligheder: "Danske erhvervskunder havde ved udgangen af oktober indskud for 467 mia. kr. i bankerne. Samtidig havde de bankgæld for 435 mia. kr. Indskuddet oversteg altså gælden med 32 mia. kr. Dermed fortsætter den tendens, som vi har set siden maj 2020, hvor indskuddet første gang oversteg gælden. (...) Flere forhold under pandemien har forventeligt medvirket til udviklingen: For det første kan virksomhederne have valgt at polstre sig i en tid med mere økonomisk usikkerhed. For det andet kan virksomhederne have været tilbageholdende med at investere, og dermed har de ikke haft et lånebehov. For det tredje kan likviditetsvirkningen fra de udskudte skatte- og momsbetalinger, som var en del af regeringens hjælpepakker, have bidraget til at øge virksomhedernes indskud i bankerne midlertidigt. Flere elementer i hjælpepakkerne er stadig aktive og kan derved fortsat medvirke til et øget indskud og mindsket lånebehov. For eksempel blev fristen for tilbagebetaling af momslån, som tillod virksomhederne at udskyde deres momsbetalinger, udskudt til 1. april 2022 for små og mellemstore virksomheder. Ligeledes skal en del af A-skattelånene først tilbagebetales i 2022 og 2023."

STK

## AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

### INSIGHTS FRA TOPRÅDGIVERE

Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Deloitte Female Academy empowers female leaders of the future (Ny)	Ledelse	Deloitte	Artikel	23/11/2021
NJORD bistår med salget af Plandisc til Visma (Ny)	Kapitalmarkeder	Njord Law Firm	Artikel	23/11/2021
Regeringsudspil om unfair konkurrence fra tech-giganter (Ny)	Rådgivning	Horten	Artikel	22/11/2021
Nye eu-retningslinjer om markedsføring af aif'er og ucits (Ny)	Finansielle markeder	DLA Piper	Artikel	22/11/2021
Webinar om Greenwashing (01.12) (Ny)	ESG	Plesner	Webinar	19/11/2021
Lovforslag om ansattes forevisning af coronapas og test er nu fremsat (Ny)	Covid-19	Kromann Reumert	Artikel	19/11/2021
Markante erhvervsfolk udpeger Danmarks bedste vækstskabere (Ny)	Markedsføring	EY	Artikel	18/11/2021
Udeblivelse fra samtale om mulighedserklæring kan berettige tilbageholdelse af løn og bortvisning, hvis arbejdsgiver har advaret medarbejderen om konsekvensen af udeblivelse (Ny)	Erhvervs- & Ansættelsesret	Mazanti-Andersen	Artikel	18/11/2021
UK introduces a new Regime for screening of Foreign Investment (08.11) (Ny)	Finansielle markeder	Moalem Weitemeyer	Artikel	17/11/2021
Be ready for the impact revolution	Ledelse	Deloitte	Artikel	17/11/2021
Nye retningslinjer for grænseoverskridende distribution af investeringsfonde	Finansielle markeder	Njord Law Firm	Artikel	17/11/2021
Danske kometer trodser Corona: Rekordmange virksomheder i vækst	Covid-19	EY	Artikel	16/11/2021
Mazanti-Andersen advises Evaxion Biotech as it closes its USD 28 million public offering of American Depositary Shares	Kapitalmarkeder	Mazanti-Andersen	Artikel	16/11/2021
Nikolaj's ambitions are fuelled by flexibility	Ledelse	Deloitte	Artikel	16/11/2021
Maj Invest Equity bliver ny majoritetsejer i N'AGE ApS	Kapitalmarkeder	Horten	Artikel	16/11/2021
Politisk aftale giver kommuner og regioner mulighed for at finansiere ladeinfrastruktur	Politik	DLA Piper	Artikel	16/11/2021
Nye tærskelværdier for udbudspligtige kontrakter	Udbud	Plesner	Artikel	16/11/2021

### DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

MAZANTI-  
ANDERSEN



KROMANN  
REUMERT

PLESNER

Deloitte.

NJORD  
LAW FIRM

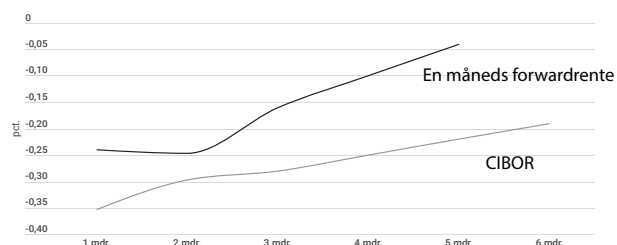


Moalem  
Weitemeyer

HORTEN

# RENTE- OG VALUTA-GRAFIKKER

**GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER**



Note: CIBOR er den faktiske rente, mens forwardrenterne er de indbyggede markedsfremtninger til en månedsrenten.

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

**GRAFIK 3: FRA-SATSER**

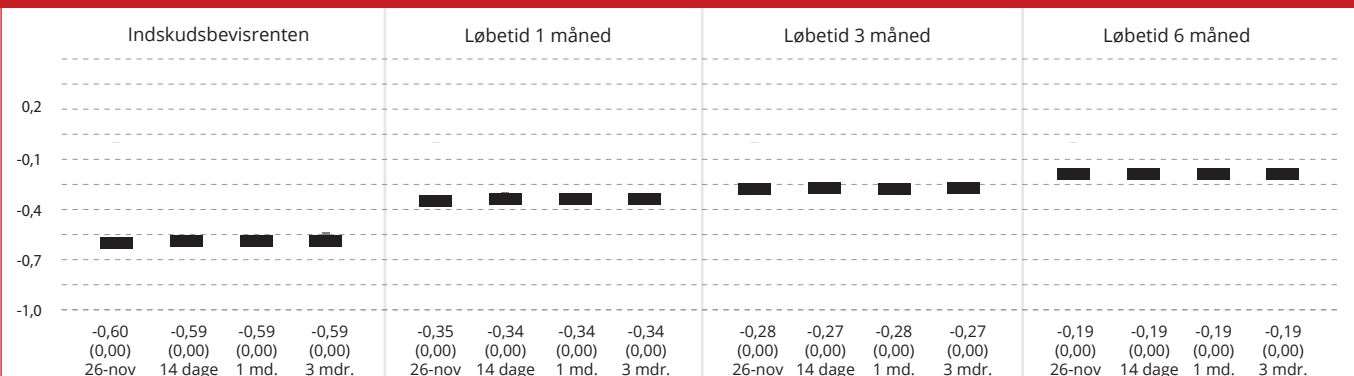
**Rentesats i procent**

Start	3 mdr. Bid	3 mdr. Ask
Nov-21	-0,30	-0,28
Feb-21	-0,29	-0,27
Maj-22	-0,25	-0,23
Aug-22	-0,21	-0,19

Ud for Nov-21 3 mdr. står -0,3. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,3 pct. fra Nov. 21 til Feb. 21. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,28 pct. fra Nov. 21 til Feb. 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 STATSOBLIGATION - LANGT SIGT**

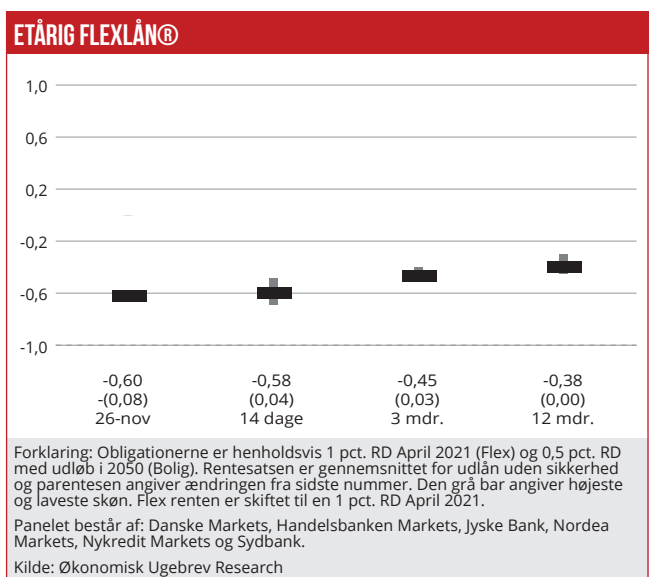
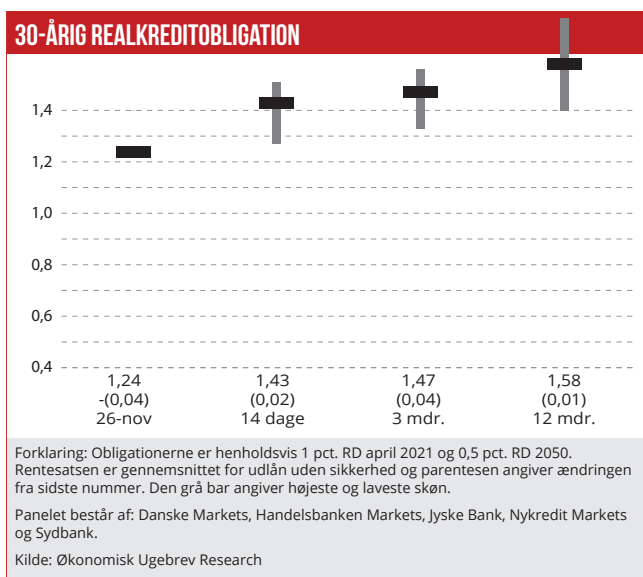
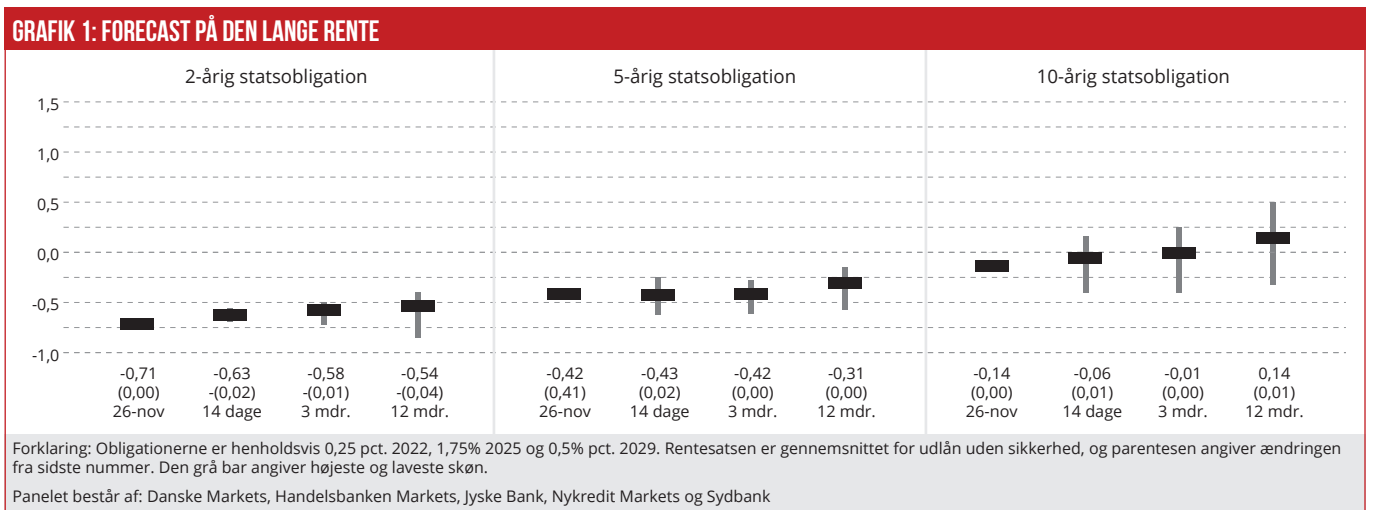
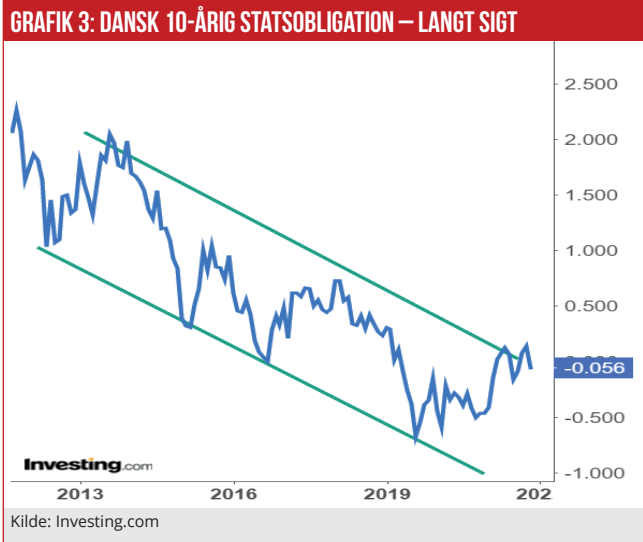


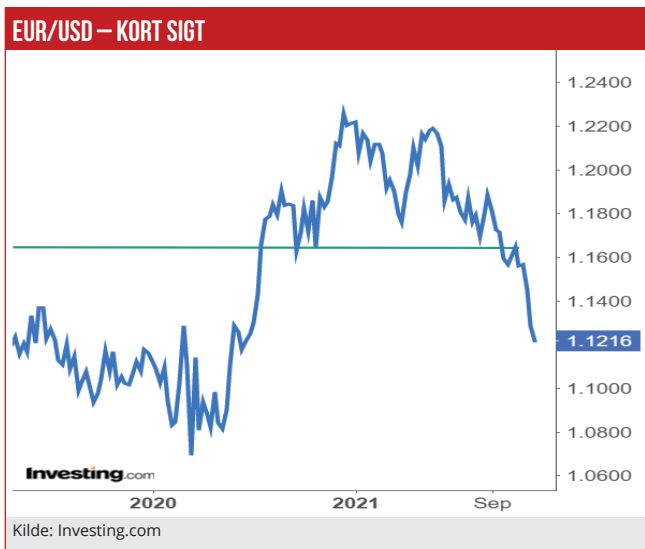
Kilde: Investing.com

**GRAFIK 4: AMERIKANSK 10-ÅRIG STATSOBLIGATION - KORT SIGT**



Kilde: Investing.com





**FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER**

	Aktuelle kurs	Forventninger til valutakurser om:				Pris inkl. 6 mdr. Inkl. termin
		26-11-2021	1 måned	3 måneder	6 måneder	
<b>EUR</b>	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	
			(7,44-7,44)	(7,44-7,44)	(7,44-7,45)	
<b>GBP</b>	8,78	8,79	8,79	8,80	8,75	
		(8,75-8,82)	(8,75-8,91)	(8,75-8,86)		
<b>SEK</b> !	0,73	0,74	0,75	0,74	0,72	
		(0,74-0,74)	(0,74-0,76)	(0,72-0,77)		
<b>NOK</b> !	0,73	0,74	0,74	0,74	0,72	
		(0,74-0,75)	(0,72-0,76)	(0,72-0,76)		
<b>CHF</b>	7,12	7,07	6,97	7,01	7,13	
		(7,03-7,1)	(6,95-7)	(6,9-7,13)		
<b>PLN</b>	1,58	1,61	1,60	1,59	1,58	
		(1,61-1,61)	(1,6-1,6)	(1,58-1,6)		
<b>USD</b> !	6,60	6,59	6,58	6,57	6,57	
		(6,52-6,65)	(6,47-6,76)	(6,31-6,77)		
<b>JPY</b> !!	5,79	5,77	5,79	5,81	5,77	
(X100)		(5,7-5,8)	(5,6-5,9)	(5,5-6)		
<b>EUR/USD</b> !	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	
		(1,12-1,14)	(1,1-1,15)	(1,1-1,18)		

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 Bøgh  
[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  
Clause Strue Frederiksen

#### Redigering og layout

Josephine Daniel

#### Grafik og research

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

#### Annoncesalg

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

ISSN 1903 - 8666