



MAERSK OIL BLEV SOLGT, EFTER ILLUSIONERNE BRISTEDE

Troen på de særlige kompetencer i Maersk Oil blev rystet af nederlag i Qatar og efter kampen om Dongs oliedivision. Derfor var det ikke svært for Total at komme ind ad døren. Det store franske olieselskab henvendte sig selv med et forslag om at købe Maersk Oil. [Side 5](#)

MT HØJGAARDS TORBEN BIILMANN STÅR MED SKANDALE I PRESTIGEBYGGERI

Ejendomsprojektet Strandpromenaden med 42 luksuslejligheder direkte til Øresund har for MT Højgaard udviklet sig til et mareridt. Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger står selskabet til et tab på op mod 200 mio. kr. Byggeriet er halvandet år forsinket og det trækker op til retssager.



NYHEDSANALYSER

- 03** MT Højgaard står med ny skandale i prestigebyggeri
- 05** Maersk Oil blev solgt da illusionerne bristede
- 06** Ekspert: Bank og realkredit bør skilles ad
- 07** Forsikringsdirektør stripet for 12 bestyrelsesposter
- 08** Rentefald bremser op for store virksomheder

TEMA: DANMARKS BEDSTE KAPITALFOND

- 11** Bedste kapitalfond i nyere tid: LD Equity 1
- 12** LD Equity II med seks succesfulde exits

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 13** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 14** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 15** Ugens stærkeste og svageste erhvervsdækning
- 16** Den globale økonomi viser meget mudrede signaler
- 17** Enden af Donald Trumps præsidentskab er begyndt

MARKEDSOVERVÅGNING

- 18** Fokus på både Fed og ECB
- 19** Lange renter ud af intervallet i efteråret
- 20** Markant NOK-stigning de seneste to måneder
- 21** Finans og boligkalender



Forsikringsdirektør stripet for 12 bestyrelsesposter: Jens Erik Christensen (billede) har mistet tolv bestyrelsesposter på forårets generalforsamlinger, måske på grund af medejerskab i skandaleramte Husejernes Forsikring... **Side 07**

Bedste kapitalfond i nyere tid: LD Equity 1: Bedste kapitalfonde 2017: De 13 større rent dansk baserede kapitalfonde præsterede sidste år et samlet overskud på knap 2,5 mia. kr., mod én mia. kr. året før... **Side 11**

Ekspert: Bank og realkredit bør skilles ad: Konkurrencerådets forslag er kun første skridt på vej mod at sikre en reel effektiv konkurrence i realkredit. Positivt at adgang for nye realkreditudbydere lettes.... **Side 06**

Begyndelsen på enden for Trump som præsident: Trump har været en katastrofe for USA's globale lederskab og anseelse. Men hans manglende evne til at gennemføre ret meget bekræfter USA som en retsstat... **Side 17**



MT HØJGAARD STÅR MED SKANDALE I PRESTIGEBYGGERI

Ejerlejlighedsprojektet Strandpromenaden med 42 luksuslejligheder direkte ud til Svanemøllebugten har for MT Højgaard udviklet sig til et mareridt. Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger står selskabet til et tab på op mod 200 mio. kr. - mere end hele projektsummen. Ledelsen vil hverken be- eller afkræfte tabets størrelse, men oplyser, at projektet "har medført et underskud". Det oplyses også, at det forventede underskud er bogført i overensstemmelse med regnskabslovgivningen og udgiftsført fuldt ud, så snart det blev konstateret. Men sagen er langt fra slut, fordi parterne er uenige om hvorvidt projektet formelt er afleveret, i dag ca. halvandet år efter fristen. Intet er oplyst i årsregnskaber eller børsmeddelelser.

ANALYSE

Projektet Strandpromenaden blev i årsrapporten for 2014 flashet første gang, som en af **MT Højgaards** store erobringer i 2014. Selskabet har ikke med et eneste ord i de efterfølgende årsrapporter omtalt projektet, der har en samlet projektsum på ca. 170 mio. kr., svarende til en gennemsnitlig byggepris på godt 4 mio. kr. pr. lejlighed eller 23.000 kr. pr. kvadratmeter for de 7000 etagekvadratmeter. Nu risikerer den gennemsnitlige byggepris at ende på noget nær det dobbelte, erfarer Økonomisk Ugebrev.

FORSINKELSE

Da lokalplanen var på plads ved aftalens indgåelse i efteråret 2014, var den forventede aflevering af projektet sat til udgangen af 2015 for den første del af projektet, med aflevering af de sidste lejligheder primo marts 2016. Som det fremgår af [denne billedserie](#) fra byggeriet var anlægget ikke færdigt i marts 2017. På MT Højgaard hjemmesiden nævnes projektet kun to gange, nemlig ved [byggestart oktober 2014](#) og ved [rejsegildet](#) et år senere.

Ifølge Økonomisk Ugebrevs oplysninger står MT Højgaard til et samlet tab på op mod 200 mio. kr., hvor op mod to tredjedele af underskuddet skyldes ekstrem ringe byggestyring med talrige sygemeldinger på grund af stress blandt de ansatte, en håndfuld udskiftninger af den lokale byggeledelse, systematiske konstruktionsfejl, og op mod 40 fuldtidsansatte alene til papirarbejde og styring i den tilhørende containerby.

Oven i kommer en alt for lav budpris fra starten, idet MT Højgaard tilbage i 2013 og 2014 havde brug for imagemæssig medvind efter et samlet underskud på 800 mio. kr. over en firårsperiode, samt et omsætningsfald på 30 procent side 2012.

Efter det oplyste er selve kvaliteten af lejlighederne i orden, men der har været store udfordringer med altaner og med udbedring af mange fejl og mangler, som endnu ikke er på plads. Deltagere i projektet, Økonomisk Ugebrev har talt med, fortæller om en rystende ringe byggeledelse, hvor ingeniørfirmaet er blevet fyret, og der har været flere forskellige byggeledelser på totalentreprisen.

Fleere af de professionelt implicerede undrer sig over, at landets største entreprenørfirma ikke har haft mere styr på projektet, der i størrelse hører til i småtingsafdelingen. Men det erkendes også, at det har været et vanskeligt og omfattende byggeri. Af de i alt 42 lejligheder har der været [30 forskellige lejlighedstyper](#).

Hertil kommer, at fire af lejlighederne ligger i en moderniseret 1100 kvadratmeter stor klassicistisk villa, der er tegnet af arkitekt **Valdemar Sander** og opført i 1919. Villaen er restaureret, og dens tre etager er indrettet til i alt fire boliger i størrelser fra 176 til 355 kvadratmeter. I tilknytning til villaen ligger en havestue og en stor garagebygning, der er bygget sammen med hovedhuset, skriver fagmediet [byggeplads.dk](#).

FORMEL AFLEVERING?

Fredag i denne uge kom der en syn- og skønsrapport, som MT Højgaard selv havde bestilt, som gik entreprenørselskabet imod. Konklusionen var blandt andet, at hele projektet skal afleveres samlet, og dermed er der endnu ikke sket formel aflevering. MT Højgaard oplyser ellers til Økonomisk Ugebrev, at der er sket aflevering af projektet. Der kan således være lagt op til en tvivl og muligvis en efterfølgende retssag om spørgsmålet.

Efter det oplyste mener MT Højgaard, at der var formel afleveringsforretning for ganske nylig, mens bygherren, det århusianske byggefirma **Bricks**, langt fra en enig i den vurdering. "Selvom vi er langt over den aftalte afleveringsfrist, mener vi ikke, at der er sket en endelig, formel af-

FORTSÆTTES PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

leveringsforretning. I forhold til kontrakten er der fortsat mange udeståender. Det fik vi bekræftet fredag med en ny syns- og skønsrapport, som er udført på bestilling af MT Højgaard,” siger direktør for Bricks, **Martin Busk**, der ikke ønsker at kommentere uenighederne yderligere.

Under alle omstændigheder er der løbet ugentlige dagbøder på regningen i mindst ét år, altså 52 uger på op mod en halv million kr. pr. uge. Altså alene 26 mio. kr. på den konto. Der er eksempler på, at MT Højgaard har indsat **Ikea**-lignende køkkener for at kunne melde enkelte lejligheder færdige, fordi de ”rigtige” køkkener fra **Boffi** ikke har været bestilt i tide.

MT Højgaard omsatte sidste år for 6,7 mia. kr. med et driftsresultat på 73 mio. kr. Egenkapitalen var ved årets udgang 964 mio. kr. I årsrapporten oplyses hverken om nedskrivninger eller hensættelser på Strandpromenaden. I det netop aflagte regnskab for andet kvartal 2017 oplyses, at der er 112 mio. kr. hensat til forpligtelser. Men det oplyses ikke, om der er hensat til tabet på Strandpromenaden.

Både direktionen og bestyrelsen for MT Højgaard oplyser til Økonomisk Ugebrev, at de løbende tab er blevet bogført efter reglerne, og at man ikke oplyser om den slags enkelte projekttab til fondsbørsen, med mindre de ændrer på årets udmeldte forventninger til resultatet.

DIREKTØREN TOG AFFÆRE

Med en forventet skønnet avance på 5 procent af byggesummen, svarer det til ca. 10 mio. kr. i overskud. Det er imidlertid spist op mange gange af overskridelser på byggebudgetter og efterfølgende dagbøder. At der længe har været lagt op til en tvist, er der flere indikationer på: Ejerlejlighedskøbere undrer sig således over, at adm. direktør **Torben Biilmann** har været i personlig kontakt med flere købere og beboere på stedet, angiveligt for at glatte ud på de alvorlige problemer, man er stødt ind i.

Økonomisk Ugebrev har besøgt Strandpromenaden, hvor der stadig er en stribe lejligheder, der ikke er helt færdige. MT Højgaard har fortsat 6-8 containerskurvogne stående, og der er synlig bemanning på stedet.

Økonomisk Ugebrev har spurgt **Søren Bjerre-Nielsen**, formand for MT Højgaard og **Højgaard Holding**, tidligere koncerndirektør i **Danisco** og tillige formand

for **Nationalbanken** og formand for **VKR Holding**, om han har været fuldt ud orienteret om problemerne på Strandpromenaden. Vi har modtaget følgende svar: ”Bestyrelsen modtager løbende informationer om udviklingen i MTH GROUPS igangværende projekter og drøfter disse i forbindelse med bestyrelsens møder, ligesom bestyrelsen løbende på anden måde følger op på igangværende projekter i MTH GROUP.”

BEKYMREDE ANALYTIKERE

Analytikere, Økonomisk Ugebrev har talt med, anser det for at være meget alvorligt, hvis MT Højgaard – og dermed de børsnoterede ejere Højgaard Holding og Monberg & Thorsen – har fejlet problemerne ind under gulvtæppet og ikke bogført de nødvendige hensættelser eller egentlige tab i regnskaberne, som der nu er uenighed om.

MT Højgaard afviser som nævnt over for Økonomisk Ugebrev, at man har undladt at anføre tab i regnskaberne. Regnskabet er aflagt i overensstemmelse med både loven og egne regnskabsprincipper, fremhæves det. Se også linket nedenfor.

At analytikerne ikke ser tingenes tilstand som lyserøde, fremgår af kursudviklingen på de to børsnoterede aktier de seneste år. Siden slutningen af 2015 er aktiekursen for Højgaard Holding mere end halveret. Men selskabets børsværdi synes stadig urealistisk høj, idet Højgaards 52 procent andel af entreprenørselskabet MT Højgaards egenkapital svarer til 466 mio. kr., mens børsværdien af Højgaard Holding er 874 mio. kr.

Altså næsten det dobbelte af indre værdi, hvilket synes gavmildt for et selskab, der stort set ikke tjener penge. Billedet forstærkes ikke mindst af, at knap halvdelen af MT Højgaards egenkapital består af bogførte immaterielle aktiver og udskudt skatteaktiver, altså relativt luftige værdier.

[Læs her](#) Økonomisk Ugebrevs spørgsmål til bestyrelsesformand Søren Bjerre-Nielsen og adm. direktør Torben Biilmann, og deres fulde svar.

MWL

MAERSK OIL BLEV SOLGT, DA ILLUSIONERNE BRISTEDE

Troen på de særlige kompetencer i Maersk Oil er rystet af nederlag i Qatar og i kampen om Dongs olie-division, skriver fagredaktør Morten A. Sørensen i denne kommentar.

ANALYSE

Det var ikke svært for **Total** at komme ind ad døren. Det store franske olieselskab henvendte sig selv med et forslag om at købe **Maersk Oil**, der ellers stod til at blive børsnoteret.

”Vi kom proaktivt til dem for at fortælle, at der måske var en alternativ plan: Det kunne være værd at overveje at få Total-aktier i stedet for at gennemføre en børsnotering. Vi overbeviste dem om, at vort forslag kunne eksekveres effektivt, sammenlignet med at gennemføre en IPO i det nuværende marked,” forklarede Totals topchef **Patrick Pouyanné** i den forgangne uge over for aktieanalytikere.

KONTROL OVER BUDDET

Han kom i direkte forhandlinger med Mærsk-imperiets topfolk, og selv om der ifølge Total-chefen vist ”var en konkurrent et sted,” var der ingen organiseret udbudsproces. Det betød, ”at vi ikke behøvede at hæve vor pris for højt. Vi havde kontrol over vort tilbud, selvom der selvfølgelig var diskussioner,” forklarer han.

Mærsk-folkene blev altså glade for Totals ide. Med salget til Total får Mærsk-imperiet, ved A.P. Møller Holding, en post på 3,76 procent (der fredag havde en værdi af 31 mia. kr.) og en bestyrelsespost i Total. Dermed bliver det danske holdingselskab en af de største langsigtede og mest indflydelsesrige enkeltejere i det store Total, frem for at blive hovedaktionær i et langt mindre Maersk Oil.

Holding-selskabet vil altså fortsat være stærkt eksponeret mod olie. Efter to afgørende nederlag til Maersk Oil siden sommeren 2016 var det oplagt, at Mærsk-imperiets strategiske placering i branchen grundlæggende skulle være anderledes.

Det første nederlag kom i juni 2016. Maersk Oil tabte en udbudsrunde om den fortsatte drift af det store Al Shaheen-oliefelt i Qatar. Feltet var gennem mange år opbygget og drevet af Maersk, og det havde tilført Maersk Oil en stor årlig omsætning, som selskabet nu, overraskende, ville miste til netop Total.

I maj 2017 kom så meddelelsen om, at **Dong Energy** sæl-

ger sin olie- og gasdivision til den britiske kemigigant **Ineos**. Det skete, selvom Maersk Oil ifølge danske medier havde kredset interesseret om Dongs oliedivision i mange måneder.

Nederlagene var tankevækkende. I begge tilfælde tabte Maersk til store, vertikalt integrerede olie- og petrokemiske virksomheder. Takket være deres størrelse og struktur fremstår disse giganter som mere effektive forretninger, der simpelthen var i stand til at regne bedre tilbud ud til udbydere af Qatar- og Dong-aktiverne. Det var de i stand til, selv om Maersk kendte disse aktiver, geografi, geologi, skatteregimer og de lokale regeringer ind og ud, og i øvrigt anser sig for specialist i den type offshore-felter, der var udbudt.

Total kunne føje felterne i Qatar ind i en global organisation, der åbenbart kan matche Maersk Oils kompetencer og købmandskab.

Ineos kunne føje Dongs aktiver ind i en voksende portefølje af Nordsø-felter, der især skal sikre leverancen af olie og gas til Ineos kemiske og petrokemiske anlæg. Et af disse anlæg ligger sammen med et Ineos-olieraffinaderi direkte ud til Nordsøen.

PENGE I STØRRELSE

Nu forklarer Total også købet af Maersk Oil med, at Maersk-felterne i Nordsøen kan drives i sammenhæng med Total-felter i nærheden, og i alt skal overtagelsen give synergier på 400 mio. dollar om året. Også Chissonga-feltet ud for Angola, som Maersk har sat på standby, vil der ifølge Patrick Pouyanné nu være større perspektiver i, fordi det kan drives sammen med et Total-felt ved siden af.

Størrelse og vertikal integration giver Total og Ineos styrke og særlige muligheder, når en business case skal kalkuleres. Maersk Oil har derimod i de seneste par år måttet konstatere, at virksomhedens størrelse sætter grænser for ekspansionspotentialer, og at Maersk Oils angiveligt særlige kompetencer nok er respektable, men at de i dag ikke er så særlige endda.

Derfor stod døren åben, og derfor ser en lille andel i et stort integreret selskab mere interessant ud for A.P. Møller Holding end en stor andel i et mindre olieselskab.

Læs også i fredagens udgave af Økonomisk Ugebrev Ledelse kommentar skrevet af direktør Erik Alhøj fra Engagement International med overskriften ”Oliesalg: Mærsk glemte klimaperspektivet.”

MOS

EKSPERT: BANK OG REALKREDIT BØR SKILLES AD

Konkurrencerådets rapport om realkreditsektoren indeholder en sønderlemmende kritik af mangel på reel konkurrence. De 16 forslag til forbedringer bliver modtaget positivt. Men eksperter vurderer, at det kun er første skridt på vej mod at sikre en reel effektiv konkurrence. Reel konkurrence vil dog kræve adskillelse af banker og realkredit, lyder vurderingen.

ANALYSE

Endelig slår **Konkurrencerådet** det fast, som de fleste har vidst i mange år: Konkurrencen mellem realkreditinstitutterne er elendig. Rapporten er det første reelle anslag mod en manglende konkurrence, og rådets 16 forslag til ændringer bliver generelt positivt modtaget af næste alle, bortset fra sektorens egen brancheorganisation.

"Endelig er der dukket noget godt op, og så er det afgørende, at politikerne også rent faktisk sørger for at gennemføre de tiltag, der bliver foreslået," siger **Niels Rytter** fra **Konkurrencerådgivning.dk**. Niels Rytter har mere end 25 års erfaring som kontorchef i **Konkurrencestyrelsen**.

POLITISK MOD

"Forslagene er gode, selvom det ikke er tilstrækkeligt. Vi har i mange år set **Finanstilsynet** og politikerne holde hånden over branchen. Resultatet er, at de (institutterne, red.) har kunnet hente overnormale afkast, fordi konkurrencen er sat ud af kraft. Med de aktuelle forslag kommer vi et pænt stykke hen mod en reel konkurrence. Men det forudsætter, at politikerne rent faktisk har mod til at gennemføre de forslag, der ligger," siger Niels Rytter.

Han peger på, at hvis det sker, er der taget et første skridt hen mod reel konkurrence. "På længere sigt vil det blive helt afgørende for, om vi for alvor får konkurrence på området, at man får skilt bankerne fra realkredit, både ejermæssigt og organisatorisk, så de ikke får sammenfaldende interesser," siger Niels Rytter.

Fra uafhængige rådgivere på realkreditområdet får Konkurrencerådets anbefalinger også en tommelfinger opad. "Der er forslag med, som vi som uafhængige realkreditrådgivere har kæmpet for i årevis," siger partner **Søren Ejlertsen** fra **Realråd**.

Blandt de 16 konkrete forslag i rapporten peger han specielt på to forslag af mere teknisk karakter, som kan

få stor betydning i praksis. "For det første er det særdeles positivt, at Konkurrencerådet nu fastslår, at det er låntager, der har råderetten over de udstedte obligationer. Det betyder, at låntager selv eller med hjælp fra rådgiver kan sælge papirerne, og dermed kan styre uden om de høje kursskæringer og opnå bedre priser," siger Søren Ejlertsen.

I praksis betyder det, at kunden nu kan sælge i markedet til den bedst opnåelige pris i stedet for at være tvunget til at sælge til udstederens tilknyttede banks egenbeholdning til den kurs, de selv bestemmer. "Der kan være tale om ganske betydelige beløb i besparelse for kunden alene ved denne ændring," siger Søren Ejlertsen. Besparelsen kan ved omlægning af et lån på f.eks. 2,5 mio. kr. meget vel blive mere end 10.000 kr.

Et andet væsentligt punkt er, at der bliver foreslået, at forbrugeren skal kunne give elektronisk fuldmagt til, at en virksomhed kan indhente offentligt registrerede oplysninger og oplysninger via **e-nettet**. "Det betyder, at vi som rådgivere kan hente alle de nødvendige oplysninger til økonomivurdering og alle oplysninger om det gamle lån, herunder oplysninger om restgæld, og det kan vi gøre elektronisk," siger Søren Ejlertsen.

ADGANG FOR NYE SPILLERE

Rådgiver **René Poulsen** fra **Realråd** er også positiv. "Mange kunder går i stå, fordi de skal samle en stor mængde papirer for at få gennemført et skifte af udbyder. Her er der nu lagt op til, at rådgiver med en fuldmagt i 24 timer kan klare det hele, og det kan betyde en stor lettelse," siger René Poulsen.

Rapporten fra Konkurrencerådet beskæftiger sig også i et enkelt forslag med adgangsmuligheden for nye realkreditaktører. "Det er både vigtigt og positivt, at de i arbejdet også har fokus på adgangsforholdene for nye aktører. Som det er nu, betyder kapitalkrav til nye aktører, at vi skal stille med næsten tre gange så meget kapital som gamle aktører, fordi vi ikke kan fremvise en tabshistorik. Det finder vi helt urimeligt," siger bestyrelsesformand **Wagn Erik Nørgaard** fra Foreningen **Boligejernes Realkredit**.

Boligejernes Realkredit arbejder på at etablere en ny realkreditudbyder og forventer at være klar med de første lån primo 2020. "Det er meget vigtigt at få fjernet disse barrierer, og det lægger rapporten op til," siger Wagn Erik Nørgaard.

[Læs her om de øvrige forslag i rapporten.](#)

Ejlif Thomasen

FORSIKRINGSDIREKTØR STRIPPET FOR 12 BESTYRELSESPOSTER

Jens Erik Christensen har været gennem et sandt blodbad på forårets generalforsamlinger, hvor han har mistet 12 bestyrelsesposter – heraf otte formandsposter. Forklaringen kan være hans ejerskab i konkursramte Husejernes Forsikring. Forude venter måske også erstatningssager.

ANALYSE

Tidligere formand for **Forsikring & Pension**, direktør i **Codan** samt medlem af bestyrelsen i **SAS**, **Jens Erik Christensen**, ligner en færdig mand i dansk erhvervsliv. Hans erhvervseventyr som ejer og bestyrelsesformand i det hedengangne **Husejernes Forsikring** synes at have indhentet ham. På forårets generalforsamlinger har han mistet stort set alle sine tillidsposter i dansk erhvervsliv. Måske mest opsigtsvækkende posterne som bestyrelsesformand i tre af pensionselskabet **Skandias** danske afdelinger, hvor han stoppede i maj.

EGET ØNSKE

”Skandia Danmark er inde i en positiv udvikling, og vores fokus som ejere er alene at sikre ro omkring bestyrelsesarbejdet. Vi mener, selskabernes nye bestyrelser er yderst kompetente, og vi ser frem til, at den positive udvikling af Skandias aktiviteter i Danmark kan fortsætte,” lyder det i en mail fra Skandias svenske presseafdeling.

Ifølge Skandia er afskeden sket efter eget ønske, men direktøren var blevet advaret om nogle af de reaktioner, der kunne komme oven på hans uheldige engagement i Husejernes Forsikring. I månederne forinden var det nemlig gået stærkt med svingdøren i bestyrelseslokalerne, viser en gennemgang af virksomhedsregistret.

21. februar mistede han posten som bestyrelsesformand i **Founders**, dernæst 26. april sine to bestyrelsesposter i **Andersen & Martini**-selskaberne og samme dag to andre bestyrelsesposter i **Alpha Insurance**. Men her skulle det ikke stoppe, da han senere på forsommeren også mistede tre yderligere poster som formand i bestyrelserne for selskaberne **TIP Insurance**, **Mediaxes** og **Behandlingsvejen**.

Ugebladet har forgæves forsøgt at få Jens Erik Christensen i tale omkring baggrunden. Trods det brutale forår venter der formentlig et endnu værre efterår for ham.

Garantifonden har netop sat gang i den advokatundersøgelse, der skal placere ansvaret for, at det kunne gå så galt

i Husejernes Forsikring, hvor Jens Erik Christensen så sent som i maj 2016 på tv forsikrede danskerne om, at selskabet var robust. Seks måneder senere kom konkursen.

I kommissoriet til undersøgelsen hedder det bl.a.: ”Såfremt advokatredøgørelsen afdækker kritisable forhold, kan det bl.a. få konsekvenser for fit and proper-godkendelsen i forhold til bestyrelsesposter og øvrige ledende poster i finansielle virksomheder.” Og videre: ”Ud over disse initiativer kan kunder i **Gable Insurance**, der lider skade som følge af konkursen, anlægge sag mod advokat eller anden rådgiver. **Forbrugerombudsmanden** har desuden mulighed for at anlægge gruppesøgsmål på vegne af kunderne efter reglerne i retsplejeloven, såfremt der er tale om ensartede krav.”

Som tidligere bestyrelsesformand og ejer er det tænkeligt, at Jens Erik Christensen også kan blive en del af sådanne erstatningskrav. Og lige nu bekræfter **Finanstilsynet**, at det er ved at undersøge, om hans virksomhed har overtrådt forbrugerbeskyttelsesregler.

FIT AND PROPER?

Helt alene står finansmanden dog ikke. Direkte adspurgt om konkursen i Husejernes Forsikring spiller en rolle i bestyrelsesudskifterne, lyder det fra adm. direktør **Peter Hansen** hos Andersen og Martini:

”De to ting har intet med hinanden at gøre. Vi er i gang med en fornyelse af bestyrelsen, og Jens Erik var den ældste, der veg pladsen for en meget kompetent bilmand. Jeg anser fortsat Jens Erik Christensen som en meget kompetent og ærlig hædersmand, som jeg stoler 100 procent på.”

I Alpha Insurance oplyser bestyrelsesformand **Bo Lundqvist**, at Jens Erik Christensen selv ikke stillede op til bestyrelsen. Det samme som hos Skandia, der dog kan være vanskeligt at forstå, hvis ikke der er en relation til engagementet i Husejernes Forsikring. Ud af Skandia røg nemlig samtidig hans tidligere medejer i Husejernes Forsikring **Jette Jakobsen**.

En bestyrelsespost har han dog stadig tilbage i **Vestjysk Bank**. Her siger bestyrelsesformand **Vagn Thorsager**: ”Reglerne for at sidde i en bankbestyrelse er, at man skal godkendes Fit and Proper, og hvis nogen af en eller anden grund ikke længere har den godkendelse, så er de ikke længere i bestyrelsen. Dags dato er alle godkendte.”

Carsten Vitoft

RENTEFALD BREMSER OP FOR STORE VIRKSOMHEDER

Bedste Finansfunktion 2017: Store danske virksomheder betalte i 2016 omtrent lige så meget i rente i forhold til gælden som i 2015. Dermed er en langvarig tendens med betydelige fald i renteudgiften bremsset op.

ANALYSE

De store virksomheder kan være ved at se slutningen på en epoke, hvor det bare blev stadig billigere for dem at låne penge. Rentesatsen har over de seneste år stabiliseret sig lige over 3,5 procent – med 3,51 procent i 2016 mod 3,57 procent året før.

Kendte virksomheder som **Cowi, Lundbeck, MT Højgaard, Novozymes, Chr. Hansen, Egmont, KMD, Danish Agro** og **ISS** kommer ekstra godt ud i en ranking af, hvor meget virksomhedernes renteomkostninger er faldet i forhold til gælden i 2016. Set over to år indtager dog **Pandora** ubestridt førstepladsen.

PANDORA LÅNER TIL AKTIE-TILBAGEKØB

Det er det billede, der tegner sig i en gennemgang af renteudgifterne for store danske virksomheder sat i forhold til den rentebærende gæld, taget som et gennemsnit over året. Økonomisk Ugebrev har udregnet rente / gældsforholdet for 50 af Danmarks 100 største ikke-finansielle virksomheder, der har offentliggjort gæld og rentebetalinger på en måde, der gør udregningen mulig over flere år.

Netop det stadige arbejde med gælden og rentebetalingerne er en central opgave for virksomhedernes CFO'er og finansfunktioner. Når renteomkostningerne falder i forhold til gælden, er det til dels udtryk for udviklingen i den almindelige markedsrente, men også for CFO'ernes evne til at styre, forhandle og identificere billige lånemuligheder. Det er den langsigtede tendens i renteomkostningen og gælden, der er vigtigst.

HMN Naturgas betaler den laveste rente blandt de 50, og den er nedbragt yderligere i de seneste år. Kreditværdigheden understøttes af stabile indtægter fra et monopol og af en for virksomheder usædvanlig Aaa-rating hos **Moody's**.

I Økonomisk Ugebrevs opgørelse er det dog, målt over to år, Pandora, der kan opvise den største nedgang i rentebetalinger i forhold til gælden. Pandoras renteomkostning er faldet til 0,8 procent af årets gennemsnitlige rentebærende gæld mod 13,6 procent i 2014. Det skyldes, at Pandora har fulgt en ganske særlig aktionærvenlig linje, der har æn-

dret afgørende på virksomhedens gældsstruktur.

Alene i 2015 øgede Pandora sin rentebærende gæld med 2,6 mia. kr., og pengene gik til opkøb af egne aktier for 3,9 mia. kr. i løbet af året. Pandoras renteudgift i forhold til gælden faldt i takt med denne proces meget betydeligt, fordi gælden blev øget fra forskellige meget små, men højt forrentede, gældsposter til en stor gældspost.

Det er således karakteristisk, at netop i virksomheder med meget lille rentebærende gæld ses store udsving i renteomkostningen: Den lille gæld kan være mere tilfældigt sammensat, end stor gæld som regel er.

Pandoras meget konsekvente udnyttelse af sin gode kreditværdighed til at øge gælden for at udbetale flere penge til aktionærerne er dog ikke typisk. Normalt bliver renteomkostningerne nedbragt i takt med forbedring af kreditværdigheden, ved omlægning til ny bankgæld eller til obligationslån. En virksomhed som Lundbeck har over de seneste år nedbragt sin rentebærende gæld og forbedret pengestrømmen. Det bidrager til at øge kreditværdigheden og bringer også lånerenten ned.

OMSTILLING DRIVER RENTEN OP

En række store, kendte virksomheder har øget deres renteomkostninger i forhold til den rentebærende gæld i 2016. Det gælder **Danfoss, A.P. Møller-Mærsk, FLSmidth** og **Schouw & Co**. Det kan der være forskellige forklaringer på. Men typisk kan renteomkostningerne være høje i år, hvor virksomheder har været igennem omstruktureringer, opkøb eller store investeringer. Den slags initiativer bliver ofte i første omgang finansieret med dyrere kortfristet gæld, f.eks. kassekredit, som så senere bliver omlagt til lavere forrentet langsigtet bankgæld eller virksomhedsobligationer.

29 af de 50 virksomheder, der her er undersøgt, har nedbragt deres rentebærende gæld fra 2015 til 2016, og i alt er disse 50 virksomheders gæld faldet til 334 mia. kr. ultimo 2016 fra 356 mia. kr. et år tidligere. Det er sket, selv om det i 2016 generelt ikke er lykkedes for de store virksomheder at få nedbragt deres arbejdskapital, og dermed behovet for rentebærende gæld, i forhold til omsætningen.

Den vigende gæld kan ses som et udtryk for effektiviseringer, men også som et resultat af den fokusering med deraf følgende frasalg, som mange store virksomheder har arbejdet med i de seneste år. **Morten A. Sørensen**

BILLIGERE LÅN: ÆNDRING I RENTEOMKOSTNING I FORHOLD TIL RENTEBÆRENDE GÆLD

Selskab	Total rentebærende gæld		Rentebetalinger		Rentebetalinger / gnst rentebærende gæld 2015 og 2016			Nominel 14' - 16'	Ændring, gnst. årlig vækst, 14' - 16'
	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2014		
Pandora	3.011	2.607	23	10	0,82%	0,76%	13,56%	-12,74%	-60,77%
Cowi	283	302	6	13	2,05%	5,48%	13,29%	-11,24%	-46,36%
H. Lundbeck	1.873	3.761	307	478	10,90%	13,48%	17,02%	-6,12%	-13,81%
LM Wind Power	1.405	1.347	279	172	20,26%	14,91%	24,19%	-3,93%	-5,74%
Euro Cater	2.162	1.563	75	92	4,03%	5,52%	7,87%	-3,84%	-20,01%
MT Højgaard	235	225	4	6	1,74%	2,86%	5,51%	-3,78%	-31,94%
Egmont	1.277	1.256	43	57	3,37%	4,48%	6,56%	-3,20%	-19,96%
TDC	24.186	27.598	782	1.517	3,02%	4,58%	5,07%	-2,05%	-15,86%
Rambøll Gruppen	435	856	28	18	4,34%	2,18%	6,22%	-1,88%	-11,30%
Per Aarsleff	511	632	6	8	1,05%	1,33%	2,69%	-1,64%	-26,95%
KMD	609	238	20	15	4,65%	5,54%	6,11%	-1,45%	-8,67%
Danish Agro	6.071	5.793	197	210	3,32%	4,29%	4,75%	-1,43%	-11,28%
ISS	15.338	15.678	406	461	2,62%	2,89%	3,97%	-1,35%	-12,94%
DFDS	3.009	2.952	67	87	2,25%	2,82%	3,54%	-1,29%	-14,03%
Novozymes	1.927	1.332	31	31	1,90%	1,88%	3,04%	-1,14%	-14,50%
DLG	6.316	7.035	307	382	4,60%	5,27%	5,73%	-1,14%	-7,09%
LEGO	219	376	6	11	2,02%	3,00%	3,07%	-1,06%	-13,09%
Sanistål	790	1.257	26	42	2,58%	3,21%	3,63%	-1,05%	-10,78%
Arla Foods	16.564	20.820	446	560	2,39%	2,67%	3,19%	-0,80%	-9,23%
Falck	7.159	7.117	217	224	3,04%	3,22%	3,77%	-0,73%	-6,92%
Royal Unibrew	998	1.517	28	51	2,21%	2,85%	2,87%	-0,66%	-8,29%
Ecco	925	781	23	31	2,75%	3,31%	3,38%	-0,63%	-6,61%
Chr. Hansen	4.964	4.209	67	59	1,46%	1,54%	2,04%	-0,58%	-10,61%
HMN Naturgas	574	1.054	3	5	0,33%	0,43%	0,88%	-0,55%	-27,81%
Vestas Wind Systems	3.687	3.694	193	142	5,24%	3,45%	5,76%	-0,53%	-3,14%
DONG Energy	24.183	36.401	1.434	1.874	4,73%	5,17%	5,24%	-0,51%	-3,36%
Carlsberg	30.204	36.028	1.037	1.273	3,13%	3,33%	3,62%	-0,49%	-4,71%
Energinet.dk	26.882	23.122	364	333	1,46%	1,48%	1,92%	-0,46%	-8,78%
GN Store Nord	3.582	2.344	59	57	1,99%	2,79%	2,45%	-0,46%	-6,67%
Royal Greenland	1.779	1.580	43	32	2,58%	2,24%	3,02%	-0,45%	-5,18%
Danish Crown	11.260	12.671	279	339	2,33%	2,54%	2,71%	-0,38%	-4,86%
Energi Danmark	844	656	10	11	1,33%	1,91%	1,70%	-0,37%	-7,83%
Aalborg Portland	922	1.493	28	38	2,29%	2,45%	2,64%	-0,34%	-4,56%
Post Danmark	395	404	3	5	0,75%	0,70%	1,07%	-0,31%	-11,00%
Coop Danmark	1.600	2.641	61	94	2,88%	3,48%	3,16%	-0,28%	-3,08%
Haldor Topsøe	1.851	2.104	56	56	2,83%	2,77%	3,05%	-0,22%	-2,48%
Schouw & Co.	723	987	36	41	4,21%	3,80%	4,32%	-0,11%	-0,85%
Scandinavian Tobacco Group	2.731	3.338	81	79	2,67%	2,50%	2,59%	0,08%	1,05%
Dansk Supermarked	12.489	13.198	218	154	1,70%	1,27%	1,58%	0,12%	2,38%
Coloplast	222	100	5	5	3,11%	5,21%	2,96%	0,15%	1,66%
DSV	10.083	4.622	406	324	5,52%	5,94%	5,33%	0,19%	1,19%
Bygma Gruppen	535	573	28	23	5,06%	3,77%	4,81%	0,25%	1,68%
Solar	386	490	35	42	7,99%	7,84%	7,68%	0,31%	1,34%
FLSmidth	3.950	4.878	110	98	2,49%	1,88%	2,15%	0,34%	5,09%
Lemvig-Müller	370	552	3	5	0,65%	0,81%	0,13%	0,52%	69,01%
Rockwool International	32	1.345	40	63	5,83%	3,93%	5,26%	0,58%	3,53%
A.P. Møller - Mærsk	78.008	76.742	3.809	2.792	4,92%	3,94%	4,32%	0,61%	4,47%
Danfoss	10.246	10.076	293	297	2,88%	2,67%	2,23%	0,66%	9,01%
William Demant	5.507	5.130	59	9	1,11%	0,21%	0,36%	0,75%	45,80%
OK	446	124	12	12	4,21%	5,52%	3,40%	0,81%	7,43%
Total	333.756	355.597	12.098	12.736	3,51%	3,57%	4,07%	-0,56%	-0,56%

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og årsrapporter fra ikke-finansielle selskaber

HVIS DU TROR AT LEDELSE HAR BETYDNING FOR RESULTATER...

Handlekraft
Lederudvikling
Bryd siloerne ned
Disruption

Kulturprojekt
Forandringsledelse
Fusion og reorganisering
Eksekvere strategi



Mail ths@heinp.dk for sparring

Hein & Partnere er specialiseret i udviklingen af organisation og ledelse.

Man kan ikke rykke en organisation uden at rykke lederne.

Og man kan ikke udvikle ledere uden et strategisk-organisatorisk perspektiv.

Det er vores niche, hvor vi forener management consulting og erhvervspsykologi.

Og så er vi kun erfarne folk.

Tjek os på www.heinp.dk

- og hent en gratis e-bog



BEDSTE KAPITALFOND I NYERE TID: LD EQUITY 1

Bedste kapitalfonde 2017: De 13 større rent dansk baserede kapitalfonde præsterede sidste år et samlet overskud på knap 2,5 mia. kr. mod 1 mia. kr. året før. Axcel 4 med et overskud på 666 mio. kr. og LD Equity 2 med et overskud på 790 mio. kr. trak det store læs

BEDSTE KAPITALFONDE

Danske private equity har de seneste år været inde i en meget gunstig periode, hvor det har været muligt at vise ejerne, altså institutionelle investorer, at vi også i lille Danmark kan drive kapitalfonde.

Økonomisk Ugebrevs årlige analyse af resultaterne i de enkelte kapitalfondes enkeltfonde viser generelt en stærk udvikling, som dog ikke mindst trækkes frem af urealiserede værdireguleringer i kølvandet på højere værdiansættelser på porteføljevirksohmheder.

Af det samlede overskud i de 13 undersøgte fonde kom 1,7 mia. kr. af det samlede overskud på 2,47 mia. kr. fra regnskabsmæssige værdireguleringer. Næsten hele det flotte overskud i **LD Equity 2** var værdireguleringer, hele overskuddet i **Erhvervsinvest II** kom fra værdireguleringer, og over halvdelen af overskuddet i **Axcel 4** kom fra værdireguleringer.

Økonomisk Ugebrev har beregnet det akkumulerede resultat i de enkelte fonde, baseret på et regnestykke hvor de oprindelige kapitalindsud minus udbyttebetalinger til investorerne er sammenholdt med den aktuelle egenkapital. Det akkumulerende resultat er det bedste billede af succes eller fiasko for hver enkelt fond, som kan gives ud fra officielle data.

I regnestykket tages altså ikke højde for, hvornår indbetalinger og udbetalinger er foretaget. Regnskabsdata giver ikke grundlag for at beregne en IRR, altså et gennemsnitligt investeringsafkast, som kun få fonde oplyser i de offentlige regnskaber. Beregningen af de akkumulerede overskud er foretaget af økonomisk Ugebrevs researchafdeling, og data har været sendt til datatjek hos de enkelte kapitalfonde.

Uden at tage højde for størrelsen på det oprindelige indskud fra investorerne, kan det konkluderes, at **LD Equity 1** hører til i gruppen af de allermest succesfulde danskbaserede enkeltfonde i nyere tid. Det akkumulerede overskud for investorerne løber op i 2,2 mia. kr. Fonden er i dag en afviklingsfond med aktiver for kun 95 mio. kr., mod 344 mio. kr. forrige år.

Også Axcel 4 hører med i gruppen af de absolutte

topperformere med et akkumuleret overskud på over 1,1 mia. kr. Den nyere Axcelfond er altså startet meget stærkt, og den har fortsat investeringsaktiver for 2,8 mia. kr., mod 2,3 mia. kr. forrige år.

Herefter følger Erhvervsinvest II med et akkumuleret resultat på 726 mio. kr., og investeringsaktiver for 883 mio. kr., og **LD Equity II** med et akkumuleret overskud på 676 mio. kr. for 626 mio. kr. Efter de fire fonde følger en bred gruppe af mere moderate performere, målt på denne måde og altså uden at tage hensyn til tidshorisont og startindsud. **Capidea Kapital** og **Industri Udvikling II** har akkumulerede overskud på knap 400 mio. kr. Og i bunden af listen ligger **Industriudvikling 4** og **LD Equity 3**, som antageligt "rammes" af, at de er nyere fonde.

De bagvedliggende managementselskaber, hvor kapitalfondenes investeringsfolk hæver deres løn, bogførte administrationsomkostninger i de egentlige fonde på 128 mio. kr., mod 178 mio. kr. i 2015. I 2014 var administrationsomkostningen 155 mio. kr. Og over tre år altså næsten en halv milliard kroner i administration og især honorar til investeringsfolkene, som skal sikre værdiskabelsen i de opkøbte porteføljeselskaber.

Bemærkelsesværdigt er der i Axcel 4 hævet langt større administrationsomkostninger end i de øvrige fonde. Hele 77 mio. kr. over to år er der hentet i managementhonorar, svarende til knap 3 procent af de samlede investeringer. Flere andre fonde ligger dog også på en administrationsomkostning på 1-2 procent årligt af investeringsformuen.

MWL

TOP 5 KAPITALFONDE: VÆRDIKORREKTURER

Selskab	Årets resultat		Værdikorrektur		Egenkapital	
	Mio. kr	Ændr.	2016	Ændr.	2016	Ændr.
LD Equity 2 K/S	790	226%	769	301%	639	-31%
Axcel IV K/S	666	684%	346	130%	2371	3%
Erhvervsinvest II K/S	251	121%	255	113%	883	42%
Capidea Kapital K/S	115	67%	158	136%	286	-9%
Erhvervsinvest III K/S	98	130%	110	100%	701	84%

Kilde: Selskabernes årsrapporter

TOP 5 KAPITALFONDE: ÅRETS RESULTAT

Selskab	Årets resultat		Værdikorrektur		Egenkapital	
	Mio. kr	Ændr.	2016	Ændr.	2016	Ændr.
LD Equity 2 K/S	790	226%	769	301%	639	-31%
Axcel IV K/S	666	684%	346	130%	2371	3%
Erhvervsinvest II K/S	251	121%	255	113%	883	42%
Maj Invest Equity 4 K/S	164	48%	98	-18%	1034	25%
CataCap I K/S	156	219%	-2	-	819	64%

Kilde: Selskabernes årsrapporter

LD EQUITY 2 MED SEKS SUCCEFULDE EXITS

Af alle danskbaserede kapitalfonde præsterede LD Equity 2 det største overskud sidste år, på hele 790 mio. kr. Det kommer oven på en årrække, hvor der også har været flotte overskud.

BEDSTE KAPITALFONDE

Fonden blev etableret i 2005, og investeringsperioden udløb i 2010, hvorefter opgaven har været at cashe ind på de porteføljeselskaber, der er blevet investeret i. Ved udgangen af året havde fonden to porteføljeselskaber tilbage.

I regnskabet oplyses det, at der blev solgt seks porteføljeselskaber sidste år. Selskabet **SFK Leblanc group**, som arbejder med højteknologisk slagteriudstyr, blev solgt til kapitalfonden **Axcel**. Og **Interbuild**, med de tre selskaber **Lilleheden**, **Palsgaard** og **Plus**, blev solgt til industrielle købere.

Den realiserede gevinst ved salg af porteføljeselskaberne var hele 593 mio. kr., mod nul i 2015. Hertil kom urealiserede værdireguleringer på 175 mio. kr., mod 192 mio. kr. året før. De to resterende selskaber i porteføljen er **Vernal**, med aktivitet inden for industrielle tekstiler, og **Unwire**, der udvikler og sælger software til mobiletelefoner.

Det relativt nye **Axcel IV** hentede et overskud på hele 666 mio. kr., hvoraf godt halvdelen var værdireguleringer. Axcel IV blev rejst i 2010 som et 485 mio. euro standard private equity-kommanditselskab med fokus på det danske og svenske mid-marked. Fonden er på 3,6 mia. kr. og har investeret i 11 virksomheder. Fonden er stadig aktiv opkøbende med tre nye investeringer sidste år, nemlig **Lessor Group**, **Frontmtec** og **Danmarks Skibskredit-**

fond. Sidstnævnte er et af de for en kapitalfond sjældne opkøb i den finansielle sektor.

Fonden afhændede to virksomheder, nemlig **Netel**, som blev solgt til kapitalfonden **IK Investment Partners**, og **Nordic Waterproofing**, som blev børsnoteret i Sverige. Frasalgene gav fonden det hidtil bedste resultat, og for særligt Axcel var det en fjer i hatten at hente en flot gevinst, som ikke var baseret på **Pandora**-eventyret. Fonden er dog ikke i hus endnu, da investeringsaktiverne ved udgangen af 2016 var oppe på 2,8 mia. kr. Og exitperioden nu for alvor er ved at indfinde sig.

Den tredjebedste fond sidste år var **Erhvervsinvest II** med et overskud på 251 mio. kr. Fonde, som investerer i mindre og mellemstore danske virksomheder, har investeringsaktiver for knap 900 mio. kr. Årets overskud på 251 mio. kr. bestod alene af værdiopskrivninger på eksisterende kapitalandele, efter opskrivninger forrige år på 119 mio. kr.

Forudsætningerne bag værdiopskrivningerne oplyses præcist i regnskabet: De er baseret på en værdiansættelse ud fra EV (entreprise value)/ EBITDA (driftsresultat før afskrivninger) på 7,34 i forhold til en faktor 6,00 året før. Det svarer til en værdiansættelse, der er ca. 20 procent højere ved et uændret EBITDA-resultat. I porteføljen er fire selskaber, blandt andet **Pro Design** med et overskud sidste år på 23 mio. kr., **Tresu** med et overskud på 31 mio. kr. og **Damolin Investment** med et overskud på 25 mio. kr.

MWL

DANSKE KAPITALFONDENS PERFORMANCE 2016

Selskab	Akkumuleret resultat		Administrationsomk.		Bruttoindtægter		Værdireguleringer		Årets resultat		Investeringer		Egenkapital	
	Mio. kr	2016	2016	Ændr.	2016	Ændr.	2016	Ændr.	2016	Ændr.	2016	Ændr.	2016	Ændr.
LD Equity 1 K/S	2205	3	-34%	-25	-143%	-53	-252%	-27	-151%	95	-63%	100	-67%	
Axcel IV K/S	1146	25	-53%	706	361%	346	130%	666	684%	2830	23%	2371	3%	
Erhvervsinvest II K/S	726	4	-42%	255	113%	255	113%	251	121%	883	42%	883	42%	
LD Equity 2 K/S	676	7	-61%	799	198%	769	301%	790	226%	626	-32%	639	-31%	
Capidea Kapital K/S	394	4	-23%	119	59%	158	136%	115	67%	266	-9%	286	-9%	
Industri Udvikling II K/S	383	1	16%	54	-5%	51	-3%	48	-6%	298	-3%	278	-16%	
Maj Invest Equity 4 K/S	278	19	3%	188	44%	98	-18%	164	47%	1030	24%	1034	25%	
CataCap I K/S	166	19	7%	175	162%	-2	-	156	219%	811	61%	819	64%	
Industri Udvikling III K/S	148	6	8%	17	-72%	16	-72%	11	-79%	345	-2%	316	-8%	
Erhvervsinvest III K/S	121	12	0%	110	100%	110	100%	98	130%	701	84%	701	84%	
Capidea Kapital II K/S	107	12	0%	94	44%	-4	-106%	81	53%	536	21%	336	-24%	
SE Blue Equity I K/S	73	11	-15%	79	119%	79	119%	71	208%	405	4%	405	8%	
LD Equity 3 K/S	36	3	-49%	42	-21%	-104	-5%	34	-15%	157	-40%	157	-40%	
Industri Udvikling IV K/S	13	3	65%	16	700%	13	1017%	13	4267%	157	62%	163	63%	

Kilde: Selskabernes årsrapporter

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSER OG RAPPORTER

MYNDIGHEDSNYT

Danmark kiksede lovgivning om

Solvens II og Omnibus II: Forsikrings-

og pensionselskaber, der har svært ved at finde rundt i EU's forsikrings- og pensionsdirektiver behøver ikke skamme sig: Den danske stat har også mere end svært ved det. Den danske implementering kom for sent, og nu har kommissionen påpeget, at den stadig ikke er tilstrækkelig. Erhvervsministeriet erkender miseren i [et notat](#): "Den forsinkede gennemførelse skyldes, at den danske fortolkning af visse bestemmelser og derfor også vurderingen af behovet for gennemførelse beklageligvis har været fejlagtig ved den første gennemførelse af de relevante direktiver. En af årsagerne hertil har blandt andet været reglernes kompleksitet og detaljeringsgrad samt omfanget af regler, som skulle implementeres på kort tid. (...) Regeringen har fundet, at der ikke er blevet givet meddelelse om 9 bestemmelser, som er gennemført i dansk ret, at 7 bestemmelser er delvist gennemført i dansk ret, og at 26 bestemmelser ikke er gennemført i dansk ret."

Konkurrencestyrelsen vil aktivere forbrugere: I mange tilfælde sælger virksomheder på en måde, der er nem for forbrugeren, men som samtidig får denne til at glemme at forholde sig til markedet og sit eget behov for ydelserne. Denne passive forbrugeradfærd vil Konkurrence- og Forbrugerstyrelsen gøre noget ved, fremgår det af en ny [analyse](#): "Eksemplerne på mulige løsningsmodeller omfatter bl.a., at man i forbindelse med automatiserede transaktioner kan indføre en pligt til, at forbrugeren skal godkende en automatisk overførsel, inden den finder sted, eller at forbrugeren tilbagevendende får en oversigt over sit aktuelle forbrug på en aftale. I forbindelse med komplekse og vejledningsbaserede transaktioner er en mulig løsningsmodel, at man mindsker kompleksiteten i informationsmængden ved at gøre det obligatorisk at fremhæve få specifikke nøgletal for det pågældende produkt. Hvis informationerne er velvalgte og præsenteres rigtigt, kan forbrugeren få lettere ved at sammenligne tilbud."

Nye skatteindberetninger om små og mellemstore

virksomheder: Lønmodtagere er vant til, at størstedelen af deres skatteoplysninger bliver indberettet automatisk

af bl.a. arbejdsgivere og banker. Den retning vil regeringen også gå i over for små og mellemstore virksomheder, fremgår det af [et nyt udspil](#): "I de fleste tilfælde (af forkerte oplysninger, red.) er der tale om fejl og ikke bevidst svindel. Derfor er målet på sigt at udvide brugen af tredjepartsindberetninger og andre automatiserede løsninger over for denne gruppe, så omfanget af fejl mindskes. Derudover skal virksomhederne vejledes endnu bedre, ligesom en række typer af kontrol kan styrkes." 240 ud af 400 mio. kroner, der i denne omgang afsættes til en bedre skatteligning, bliver brugt over for mindre og mellemstore virksomheder.

Ulovlig indkomst er skattepligtig, selv om den er be-

talt tilbage: Hvis man er bedrager, bliver opdaget og skal betale beløbet tilbage til offeret – skal man så stadig beskattes af sin "indtægt"? Ja, har Lyngby Byret, [ifølge FSR](#) afgjort: "Byretten fandt dog, at det ikke var dokumenteret, at udlodningerne i det omfang, som skatteyderen havde anført, stammede fra det beløb, som selskabet uberettiget modtog som følge af skatteyderens strafbare handlinger. Det var endvidere ikke dokumenteret, at skatteyderen ved modtagelsen af udlodningerne begik en formueforbrydelse, der kunne begrunde, at han ikke i medfør af ligningslovens § 16 A var skattepligtig af disse udlodninger. Det forhold, at skatteyderen var dømt for at have begået bedrageri overfor de to omhandlende selskaber til fordel for sine egne selskaber kunne ikke i sig selv føre til en anden vurdering."

Nyt institut for finansiel forskning:

Danish Finance Institute (DFI) er navnet på et nyt institut, der i sidste uge blev åbnet på CBS, [oplyser FinansDanmark](#): "Initiativet er det første af sin art i Danmark og har til formål at skabe grundlag for et finansielt forskningsmiljø i verdensklasse. Det skal tiltrække de dygtigste udenlandske forskere i finansiering og udklække kandidater på højeste niveau til de danske virksomheder, både i og uden for den finansielle sektor. Bag initiativet står Finans Danmark i samarbejde med forskere fra Copenhagen Business School, Syddansk Universitet, Aarhus Universitet og Københavns Universitet."

STK

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS					
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet	
POST-BREXIT MARITIME DISPUTE RESOLUTION (ny)	Brexit	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	aug-17	
Ferielovsudvalgets forslag til ny ferielov (ny)	Lovgivning	Plesner	Artikel	aug-17	
Ny ferielov på vej (ny)	Lovgivning	Kammeradvokaten	Nyhedsbrev	aug-17	
Afskaffelse af forskudsmomsordningen (ny)	Skat & afgifter	Beierholm	Artikel	aug-17	
Udkast til reviderede anbefalinger for god Selskabsledelse	Selskabsledelse	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	aug-17	
Hvor placeres et tab ved afvikling af valutalån med stop loss-aftale?	Valutalån	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	aug-17	
Hvad er potentialet for direkte lån som alternativ finansieringskilde?	Finansiering	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	aug-17	
EU and Japan agree on principles for a free trade agreement	Handel	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	aug-17	
Deleøkonomi – nu også på kontoret	Fast ejendom	Sadolin & Albæk	Nyhedsbrev	aug-17	
Forslag til afgørelse: Lovligt at forbyde salg via online markedspladser	Internethandel	Plesner	Artikel	jul-17	
EU sår tvivl om britisk UPC-afdeling	Patent	Plesner	Artikel	jul-17	
Ny Hvidvaskningslov er trådt i kraft	Hvidvask	Moalem Weitemeyer Bendtsen	Nyhedsbrev	aug-17	
Status på regeringens lovprogram i ansættelses- og arbejdsretligt perspektiv	Ansættelses- og arbejdsret	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jul-17	
Husk at opdatere jeres ansættelseskontrakter efter den nye markedsføringslov	Ansættelses- og arbejdsret	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jul-17	
Forbrugere kan ikke fortryde halvt	Internethandel	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jul-17	
Opdateret vejledning om registrering af reelle ejere - indirekte ejerskab	M&A	Gorrissen Federspiel	Nyhedsbrev	jul-17	
Høring over ændringer til konkurrenceloven	Konkurrence	Plesner	Artikel	jul-17	
Udkast til lovforslag til "databeskyttelsesloven"	Databeskyttelse	Plesner	Artikel	jul-17	
Nye retningslinjer for prismarkedsføring	Markedsføringsret	Kromann Reumert	Nyhedsbrev	jul-17	

DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

PLESNER

BEIERHOLM
VI SKABER BALANCE

BECH-BRUUN

KROMANN
REUMERT

Gorrissen Federspiel

Kammeradvokaten
Advokatfirmaet Poul SchmithMoalem Weitemeyer Bendtsen
Advokatpartnerselskab

Sadolin | ALBÆK

UGENS STÆRKESTE OG SVAGESTE ERHVERVSDÆKNING

MEDIEANMELDELSE

Gik det i fisk? Når vi i medierne lugter ministerblod, bliver vi jævnligt så ivrige, at vi glemmer at fortælle om sagens substans. Da er det, at eksterne eksperter som kommentatorer kommer til deres ret. Sagen om Fødevareministeriets håndtering af "kvotekonger" er et godt eksempel på det. Rigsrevisionen har skarpt kritiseret ministeriet for ikke at undgå, at fiskekvoterne blev koncentreret på få hænder, som loven siger, at ministeriet skal. Men, som professor emeritus Jørgen Grønnegaard Christensen forklarede i Weekendavisen forrige fredag: Loven siger intet om, hvor stor eller lille koncentrationen må være. Situationen, da den blev vedtaget, var, at man kunne se, at der var behov for en professionalisering, men samtidig kunne politikerne ikke bære over deres hjerter at trække stikket for et fiskerierhverv, der til alle tider har været baseret på familievirksomheder. Og så overlod man aben til ministeriet. Den opgave har ministeriet så altså ifølge Rigsrevisionen klarer dårligt. Men for både fædrelandet og erhvervet kan det såmænd være udmærket, som det er blevet, anfører en anden professor emeritus, nemlig Ole P. Kristensen, i [Børsen](#). Fiskekutterne, og al romantik omkring dem, er væk, men til gengæld er der et både økonomisk og ressourcemæssigt bæredygtigt erhverv med en masse regulære arbejdspladser, der oven i købet i henseende til arbejdsmiljø og sikkerhed er betydeligt bedre end tidligere.

Manglende perspektiv i skattelettelser: Når en regering planlægger "reformer", er det skik at offentliggøre dem i små bidder – de første afleveret til udvalgte journalister, der er glade for at få en solo-historie, derefter nogle pressemeddelelser om andre elementer, og til sidst helheden. På den måde undgår man, at journalisterne ser det store billede. Sådan har det også været med den "skattereform", regeringen forbereder. Glade nyheder om lavere brotakst på Storebælt, lavere aktieskat og skattefri privat brug af arbejdstelefoner er i skrivende stund sluppet ud, og en afskaffelse af licensen kommer vist også. Alt sammen noget, mange vil blive glade for – men sammenlagt også stort set uden perspektiv. Ingen strukturelle problemer med skattesystemet bliver løst. Det havde f.eks. været velgørende, om man gik i gang med at har-

monisere skattesatserne på forskellige kilder af indkomst, så man fjernede store incitamentet til at omgå skatteloven, og dermed også kunne spare noget administration og kontrol.

Elkongernes udskejelser: Finans.dk skal have anerkendelse for kampagnejournalistikken mod "el-kongernes" udskejelser. I denne uge kunne erhvervsmediet [konstatere](#), at direktører i landets "forbrugerejede" elselskaber scorer tårnhøje lønninger på kundernes regning, selv om [selskaberne forsøger at sløre udviklingen](#). Erhvervsmedier kan ikke mindst spille en rolle, når det gælder kontrol af virksomheder, som ikke er udsat for synderlig konkurrence eller er under opsyn af kritiske aktionærer. Erhvervsfolk er ikke glade for at være kritiske over for andre erhvervsfolk. Derfor er det tankevækkende, at Finans.dk også har fået Søren Bjerre Nielsen, formand for Nationalbanken og bestyrelsesmedlem i flere virksomheder, på banen med [kritik](#). Han mener, at forbrugere skal tøjle selskaberne. Det skal man næppe regne med, at forbrugere reelt kan eller gider. Realistisk set skal der en mere effektiv form for corporate governance til. Vi læser gerne mere på Finans.dk

Spekulationer om Mærsk: Medierne fór ud med alskens vinkler på ugens store nyhed om, at Mærsk-gruppen vil sælge Maersk Oil til franske Total mod bl.a. at få aktier i Total. Det er en vigtig affære for det danske samfund og for landets største virksomhed. Mærsk-imperiet er blevet meget mere åbent, men her har man været sparsom med oplysninger. Danske medier måtte ty til [Totals pressemeddelelse](#) og analytikerkonference for at få flere detaljer, herunder at A.P. Møller Holding får tilbudt en bestyrelsespost i Total. Det virker som om, der er en plan for, hvordan A.P. Møller Holding (der kontrollerer det børsnoterede A.P. Møller-Mærsk, som er sælgeren af Maersk Oil) direkte kan blive en betydende aktionær i Total. Men hvilken? Jo, mere hemmelighedsfuld, man virker, des flere spekulationer udløser man.

STK/MOS

DEN GLOBALE ØKONOMI VISER MEGET MUDREDE SIGNALER

Økonomisk Ugebrev Konjunkturbarometer for den globale økonomi viser en mindre svækkelse i forhold til seneste opdatering. Billedet er dog meget mudret. På den ene side er obligationsrenterne vigende. På den anden side er råvarepriserne på vej op.

GLOBAL KONJUNKTUR

Økonomisk Ugebrev Konjunkturbarometer for den globale økonomi peger fortsat i retning af solskin. Men spørgsmålet er, om der ude i horisonten gemmer sig mørke skyer, som vi endnu ikke kan se. Over den seneste måned har de europæiske og amerikanske obligationsrenter været vigende, og det sker, selvom både den europæiske og den amerikanske centralbank har varslet fremtidige aftrapninger af de pengepolitiske stimulanser.

Samtidig synes det økonomiske klima at pege mod fortsat pæn vækst i både Europa, USA og til dels Kina. Eksempelvis Citigroups Economic Surprise indeks for USA's økonomi har på det seneste vist en meget positiv udvikling, efter en lang forudgående periode med svage økonomiske nøgletal. Også Atlanta Feds GDPnow-indikator, som er baseret på hårde data, viser solid BNP-vækst i tredje kvartal på 3,8 procent.

For europæisk økonomi er billedet fortsat positivt, viser de seneste PMI-målinger af erhvervstilliden fra Markit. For tysk økonomi ventes nu over 2 procent vækst i år. Vurderingen fra Markit lyder sådan: "The flash PMI rose to 55.7 in August, from July's final reading of 54.7, indicating that underlying economic growth remains strong following a slight correction at the start of the third quarter. Moreover, output growth strengthened in both the ma-

nufacturing and service sectors. Notably, manufacturing new export orders increased at the fastest rate since May 2010. "The latest PMI data follow the official preliminary estimate of GDP expansion in the second quarter of 0.6% qr/qr and an upward revision for the first quarter to 0.7% qr/qr. Moreover, full-year growth in 2016 was also revised up to 1.9% in calendaradjusted terms."

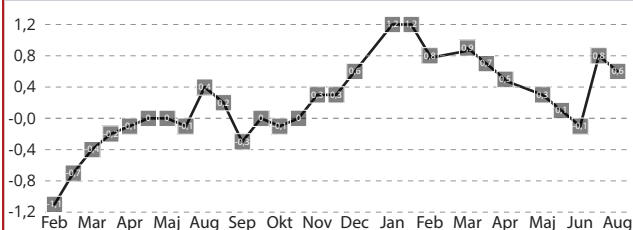
Også de seneste data fra de tyske indkøbschefer i IFO bekræfter det positive billede: "The ifo Business Climate Index edged downwards from 116.0 points last month to 115.9 points in August. But sentiment among German businesses remains very strong."

Vigtige ledende indikatorer er også udviklingen i råvarepriser til industriel forarbejdning. Netop CRB Raw Industrial og metalråvarepriser har den seneste halvanden måned været i kraftig stigning, og det indikerer ofte, at der er øget efterspørgsel i erhvervslivet efter råvarer til produktionen. Prisstigningerne kan dog også være drevet af spekulation i en forventning om stigende råvarepriser.

MWL

UDVIKLING I GLOBALT KONJUNKTURBAROMETER

Score for samlet konjunkturbarometer



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

GLOBAL KONJUNKTUR BAROMETER: DE VIGTIGSTE INTERNATIONALE KONJUNKTURINDIKATORER

	Seneste	Forrige	Data for	Score	Ændring	Tendens	Kilde
S&P 500 aktieindeks	2440	2470	aug	0	-1	ned	
ISM Fremstilling, Nye ordrer	60,4	63,5	juli	1	0	ned	ISM
Conference board LEI, Ledende indikator	128,3	127,9	juli	2	0	op	CONFERENCE BOARD
Conference board, Forbrugertillid Forvent.	103,3	99,6	juli	1	0	op	CONFERENCE BOARD
CRB Raw Industrial, råvarepriser	515	507	aug	1	1	op	CRBTRADER
OECD LEI, for Euroland	100,4	100,4	juni	0	0	uænd.	OECD
IFO-forventninger, Erhvervstillid	107,9	107,3	juli	1	-1	uænd.	IFO.DE
Oliepriser (Crude)	47,7	49	aug	0	0	uænd.	
PMI Kina	51,1	50,4	juli	1	0	op	markit.com
Shanghai Container Shipping index	821	897	aug	-1	-1	ned	en.sse.net.cn
SAMLET KONJUNKTURBAROMETER				0,6	-0,2		

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research og AktieUgebrevet

ENDEN AF DONALD TRUMPS PRÆSIDENTSKAB ER BEGYNDT

Donald Trump har på den ene side været en katastrofe for USA's globale lederskab og anseelse, men på den anden side har hans manglende evne til rent faktisk at gennemføre sin politik bekræftet, at USA trods alt stadig er en retsstat med klare forfatningsmæssige begrænsninger på præsidentens ageren. Nu peger flere forhold på, at Donald Trumps dage som normalt fungerende amerikansk præsident er ved at være talte, skriver Jacob Kirkegård fra The Peterson Institute for International Economics i denne makrokommentar.

MAKROKOMMENTAR

For det første bliver Trumps manglende evne til at agere præsidentielt i en krise, og vilje til at udtrykke sin støtte til den yderste amerikanske højrefløj, et stadigt større politisk problem, selv blandt republikanske kernevælgere. Trumps famlende håndtering af dødelige nynazistiske protester mod fjernelsen af en sydstatsstatue i Charlottesvillie for nylig er blot det seneste eksempel på denne adfærd, som gradvist underminerer hans position blandt republikanere.

For det andet er det efter ObamaCare-fiaskoen klart, at Donald Trump ikke er i stand til at mobilisere sit parti eller resten af den amerikanske befolkning bag sine politiske mærkesager. Han er simpelthen for upopulær og mangler medie-disciplin. De stærkt ideologisk splittede republikanere i Kongressen kan ikke regne med den nødvendige politiske hjælp fra det Hvide Hus, i forsøgene på rent faktisk at samle flertal for større lovinitiativer. Det er derfor ikke længere åbenlyst, at republikanere i Kongressen er bedre tjent med en svag republikaner end en demokrat i det Hvide Hus. De har jo ikke længere nogen syndebuk at skyde skylden på.

For det tredje er Donald Trump nu i stigende grad i direkte politisk konflikt med de republikanske ledere i Kongressen, og specielt lederen i Senatet Mitch McConnell. At Trump er røget uklar med McConnell er usædvanligt, idet sidstnævnte er en rabiater republikaner, som ikke veg fra at bryde den amerikanske forfatning for at nægte Obama muligheden for at få sin sidste højesteretsdommer godkendt af Senatet, og som konsekvent ønsker at vedtage nye love i Senatet med kun republikanske stemmer. Og det er også på lidt længere sigt meget farligt for Trump, hvis Kongressens ledere i hans eget parti bliver politiske

modstandere. Rigsretssager i USA er nemlig næsten udelukkende en politisk proces, og det er ikke længere helt usandsynligt, at republikanerne i Kongressen kunne finde det politisk opportunt at skille sig af med en upopulær præsident. Og specielt hvis undersøgelsesdommeren Robert Mueller rent faktisk finder noget på Trump.

For det fjerde er USA i de kommende uger på vej ind i en politisk malstrøm af basale regeringsanliggender, så som at Kongressen skal vedtage et nyt budget (altså finanslov) for den føderale regering for det kommende år, og i den forbindelse hæve gældsloftet. Hvis ikke der bliver fundet et flertal for disse ting, vil det medføre en midlertidig lukning af den føderale regering, i yderste konsekvens en amerikansk statsbankerot. Sidstnævnte kommer dog ikke til at ske, da Washington trods alt ikke er så uansvarlig, men den kommende politiske proces kan nemt blive endog meget beskidt og udstille republikanernes interne splittelse, samt ikke mindst Donald Trumps manglende evne til eller interesse i rent faktisk at gøre sit politiske arbejde som præsident. September og oktober kan derfor nemt blive endnu værre for Donald Trump end sommerperioden.

Og **for det femte** synes det mere og mere klart, at Donald Trump og republikanerne ikke vil kunne blive enige om en skattereform af makroøkonomisk relevant størrelse. Demokraterne vil givet ikke være med, budgethøgene vil næppe heller acceptere langt større underskud, og lobbyisterne bliver altid bedst betalt for at forsvare særinteressernes skattefradrag. Og hvis en republikansk kongres og en republikansk præsident ikke engang kan blive enige om at sænke skatterne, er der givet mange republikanske kernevælgere, som vil spørge sig selv, hvad Donald Trump og partiet rent faktisk står for? En manglende skattereform er i hvert fald ikke noget, som får dem til stemmeurnerne i 2018.

Alt i alt bliver det stadig sværere at se, hvordan Donald Trump kan undgå enten at tabe midtvejsvalget i 2018, eller at blive stillet for en rigsret af demokraterne i Repræsentanternes Hus, og måske endog dømt af et republikansk senatsflertal. Eller blive tvunget ud af republikanerne inden midtvejsvalget i et forsøg på undgå et stort valgnederlag til næste år. Eller blot at Trump bliver klar over, hvor store økonomiske omkostninger et fejlslagent præsidentskab har for hans private virksomheder, og han derfor selv vælger at gå.

MWL

FOKUS PÅ BÅDE FED OG ECB

Der er i den kommende periode ekstra fokus på udmeldingerne fra både den europæiske og den amerikanske centralbank. Det drejer sig om deres håndtering af de store obligationsopkøb.

KORT RENTE

Der er som bekendt et ganske stort tidsmæssigt "lag" mellem den amerikanske og den europæiske centralbank, men begge centralbanker står umiddelbart over for store beslutninger.

For Feds vedkommende er der i øjeblikket meget fokus på, hvilke udmeldinger der vil komme om reduktion af centralbankens balance på 4500 mia. USD. Her går spekulationerne på, om den amerikanske centralbank vil sætte gang i en reduktion allerede fra begyndelsen af fjerde kvartal, det vil sige så snart vi kommer ind i oktober. Det er en af mulighederne, mens det også er muligt, at man venter til efter nytår.

Undervejs kommer der en fase med fokus på det amerikanske gældsloft. Chefanalytiker Johnny Bo Jakobsen fra Nordea peger på, at der i år er ekstra spænding i forbin-

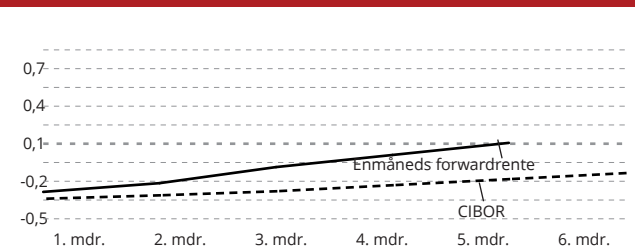
delse med diskussioner af gældsloftet. Det er et faktum, at gældsloftet er nødt til at blive forhøjet. Men det, der ifølge Johnny Bo Jakobsen gør det ekstra anspændt i år, er, at præsident Trump kræver, at der i en forhøjelse af gældsloftet skal være plads til finansiering af den meget omtalt mur mellem USA og Mexico. Sker det ikke, truer han med at lukke hele den offentlige administration ned.

Johnny Bo Jakobsen peger på, at der i praksis er en ganske kort periode til at få løst alle de udfordringer, der er omkring en forhøjelse af gældsloftet. Fra Kongressen er tilbage fra sommerferie, og til det hele skal være på plads, er der kun 12 arbejdsdage, hvor både Kongressen og Senatet er skemalagt til at behandle emnet, og dermed kan vi meget vel komme helt hen til kanten, som det tidligere er set.

For ECB's vedkommende går markedets usikkerhed på, hvordan den kommende periodes obligationsopkøb skal forløbe. Her er der udbredte forventninger om, at der bliver skåret ned i opkøbene fra årsskiftet, men hvor meget og hvor hurtigt, der skal udfases, er stadig ganske usikkert.

Ejlif Thomsen

KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

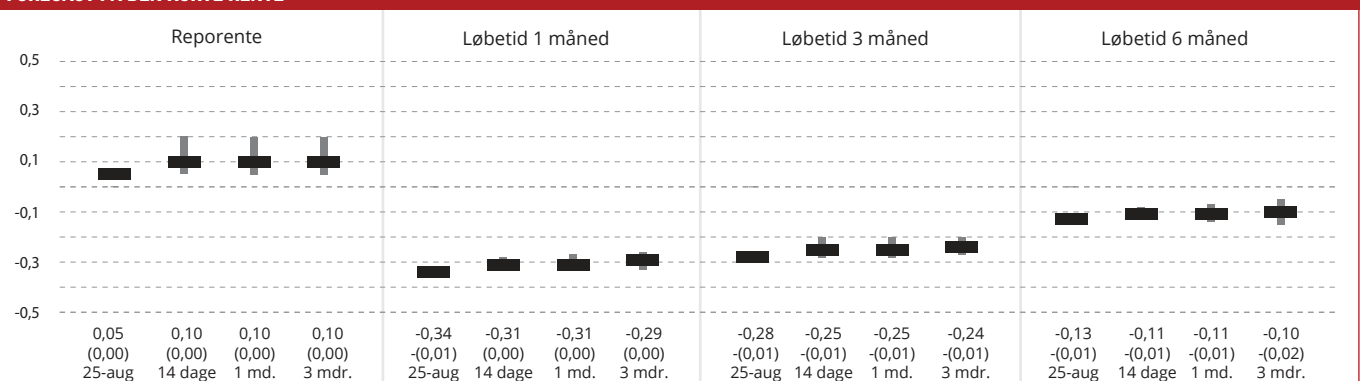
FRA-SATSER

Rentesats i procent		
Start	3 mdr. frem	6 mdr. frem
sep-17	-0,29/26	-0,14/12
dec-17	-0,27/25	-0,13/11
mar-18	-0,25/24	-0,1/08
jun-18	-0,22/21	-0,05/03

Ud for sep-17 3 mdr. står -0,29/26. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,29 pct. fra sep. 17 til dec. 17. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,26 pct. fra sep. 17 til dec. 17.

Kilde: Spar Nord

FORECAST PÅ DEN KORTE RENTE



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

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

LANGE RENTER UD AF INTERVALLET I EFTERÅRET

Jyske Bank vurderer i sin seneste renteprognose, at vi allerede om et par måneder vil se de lange statsrenter bryde op gennem loftet i langvarigt interval.

LANG RENTE

Mens Danske Bank forventer, at de ti-årige statsrenter vil holde sig inden for det nuværende interval på 0,5-0,7 procent resten af året, tror Jyske Bank, at vi allerede i slutningen af tredje kvartal vil se de 0,70 procent blive brudt.

Selvom der stadig i Jyske Banks forventninger er tale om stille og rolige rentestigninger, så er det dog i et noget højere tempo end det, Danske Bank forventer. Det betyder, at Jyske Bank forventer en tiårig dansk statsrente på 1,10 procent ved udgangen af første halvår 2018, og Danske Bank forventer 0,90 procent om et år, altså lidt senere. Det, der ifølge Jyske Banks prognose vil drive renterne opad, er en kombination af, at ECB forventes at komme med en plan for udfasning af obligationsopkøbene, og at Fed forventes at påbegynde en reduktion af deres astro-

nomiske balance på 4.500 mia. USD.

Det er navnlig forventninger om, at Fed vil sætte gang i denne reduktion forholdsvis snart, der forventes at give et opadgående pres på renterne. Der er i markedet en forventning om, at Fed på sit møde den 20. september vil annoncere en plan for reduktion af balancen. Her vurderer Jyske Bank, at denne plan vil indeholde en reduktion, der allerede sættes i gang i begyndelsen af fjerde kvartal – altså umiddelbart efter mødet. Det er en fremrykning i forhold til tidligere forventninger.

STATSRENTER: RENTEN RAMMER BUNDEN I 0,50 PROCENT

Efter for tredje gang at være blevet afvist i forsøget på at komme forbi 0,70 procent, er renten endnu engang faldet tilbage til bunden i intervallet 0,50-0,70 procent. Hvis historien gentager sig, kan vi derfor imødesee en mindre rentestigning op mod 0,70 procent i løbet af de kommende par måneder.

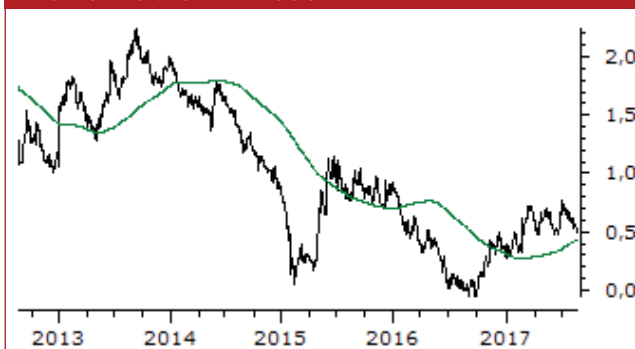
Ejlf Thomasen

DANSKE STAT 3% 2021 – KORT SIGT



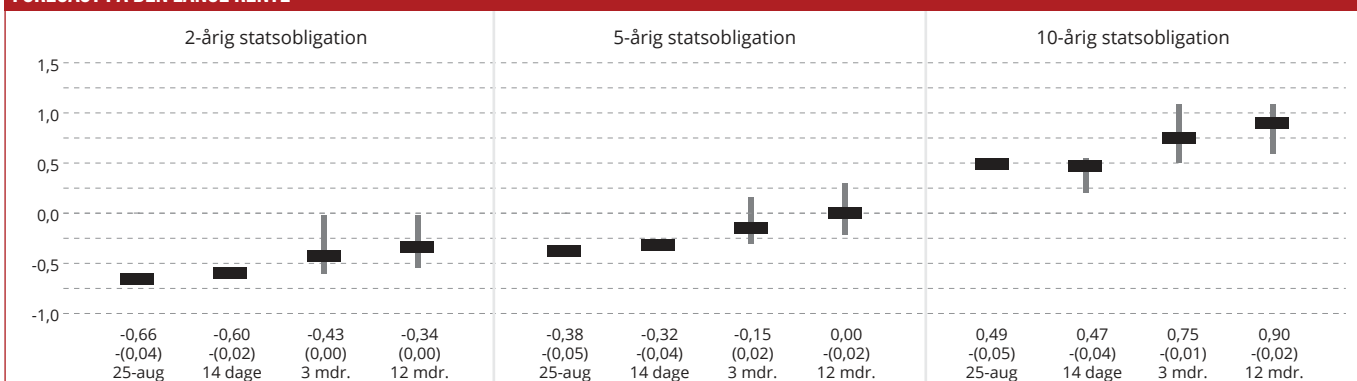
Kilde: BCVIEW

DANSKE STAT 3% 2021 – LANG SIGT



Kilde: BCVIEW

FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 0,25 pct. 2018, 3% 2021 og 0,5% pct. 2027. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed, og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

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

MARKANT NOK-STIGNING DE SENESTE TO MÅNEDER

NOK og SEK har fulgtes pænt opad de seneste to måneder, og for NOK's vedkommende er der tale om en kursstigning på omkring 4 procent til nu 0,806 NOK/DKK.

VALUTA

Kursstigningen afspejler ganske godt stigningen i råolieprisen siden årets foreløbige bund for to måneder siden. Siden er råolien steget med omkring 20 procent. Danske Bank forventer ikke, at den markante opadgående bevægelse for NOK vil fortsætte. Det er dog under forudsætning af, at olieprisen ikke fortsætter markant opad, men det er der i øjeblikket heller ikke tegn på.

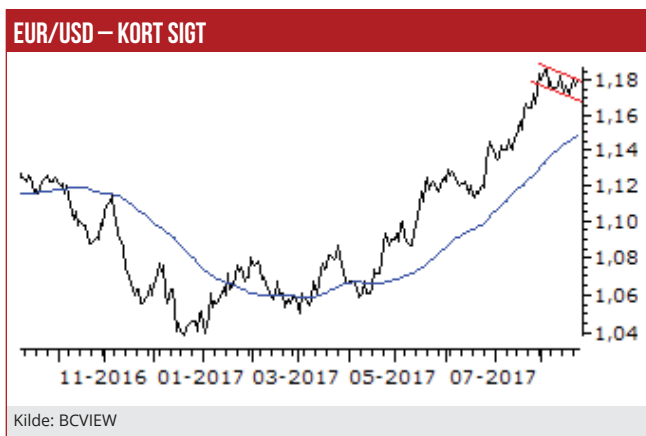
Styrkelsen af NOK har i sig selv en dæmpende effekt på den norske inflation, og det vil dermed trække i retning af en udskydelse af pengepolitiske stramninger, og dermed er der ikke et renteargument for en yderligere

styrkelse af NOK. Derfor venter Danske Bank en uændret NOK de kommende tre måneder, mens man på seks måneders sigt venter, at styrkelsen sætter i gang igen. På et års sigt forventer Danske Bank, at NOK vil blive styrket med yderligere 2-3 procent i forhold til DKK.

EUR/USD PÅ VEJ MOD NÆSTE STIGNING

Efter en kort pause i en længerevarende stigning er EUR/USD nu på vej op gennem loftet på det faldende interval, som p.t. har loft i 1,180 EUR/USD og bund i 1,168 EUR/USD. Sådant et kortvarigt faldende interval er en ganske ofte forekommende begivenhed i forlængelse af en længere kraftig stigning, og vi forventer, at EUR/USD nu fortsætter op mod 1,210 EUR/USD.

Ejlif Thomsen



FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr.
		25-08-2017	1 måned	3 måneder	6 måneder	Inkl. termin
EUR		7,44	7,44 (7,43-7,45)	7,45 (7,44-7,45)	7,44 (7,43-7,46)	7,43
GBP	!!!	8,06	8,34 (8,1-8,82)	8,42 (8,15-8,89)	8,40 (8,04-9,08)	8,04
SEK	!	0,78	0,78 (0,77-0,79)	0,79 (0,76-0,81)	0,79 (0,78-0,81)	0,78
NOK	!	0,80	0,81 (0,8-0,81)	0,81 (0,8-0,82)	0,82 (0,8-0,83)	0,80
CHF	!!	6,54	6,65 (6,53-6,95)	6,66 (6,5-6,95)	6,61 0,00	6,55
PLN		1,75	1,75 (1,75-1,75)	1,74 (1,73-1,76)	1,76 (1,75-1,78)	1,75
USD	!!!	6,31	6,49 (6,3-6,9)	6,53 (6,3-6,97)	6,47 (6,24-7,19)	6,24
JPY	!!!	5,75	5,92 (5,6-6,4)	6,00 (5,6-6,44)	5,96 (5,4-6,61)	0,06
(X100)						
EUR/USD	!!!	1,18	1,15 (1,08-1,18)	1,14 (1,07-1,18)	1,15 (1,04-1,19)	1,19

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

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

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

Panelet består af:

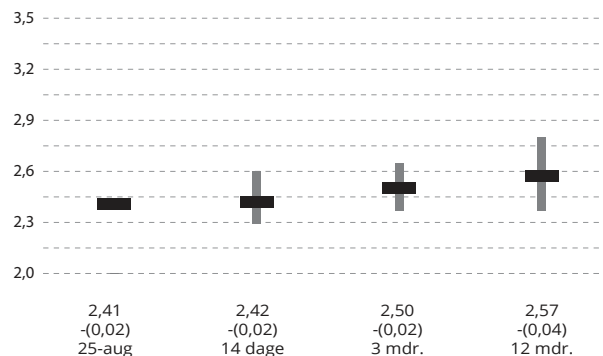
- Alm. Brand Markets
- Danske Markets
- Handelsbanken Markets
- Nordea Markets
- Nykredit Markets
- Saxo Bank
- Sydbank

FINANSKALENDER

Vigtige begivenheder på finansmarkedet – 28. august -3. september			
Eurozonen	Pengemængde, M2	- (5 pct.)	28. august
USA	Engroslagre	0,3 pct. (0,7 pct.)	28. august
Japan	Arbejdsløshed	- (2,8 pct.)	29. august
USA	Conf. Board forbrugertillid	119,0 (121,1)	29. august
USA	MBA låneansøgninger	- (-0,5 pct.)	30. august
Tyskland	Forbrugerpriser	- (0,4 pct.)	30. august
USA	BNP, årligt QoQ	2,7 pct. (2,6 pct.)	30. august
Japan	Industriproduktion	- (2,2 pct.)	31. august
Eurozonen	PMI, fremstilling	51,2 (51,4)	31. august
Eurozonen	Forbrugerpriser, YoY	- (1,3 pct.)	31. august
Eurozonen	Arbejdsløshed	- (9,1 pct.)	31. august
Canada	BNP	- (0,6 pct.)	31. august
USA	Privatforbrug	0,4 pct. (0,1 pct.)	31. august
USA	Førstegangsansøgere til understøttelse	- (-)	31. august
USA	Privatindkomst	0,3 pct. (0 pct.)	31. august
USA	Chicago, PMI	58 (58,9)	31. august
USA	Arbejdsløshed	4,3 pct. (4,3 pct.)	1. september
USA	Ændring i nonfarm payrolls	180 (209.000)	1. september
USA	ISM fremstilling	56,3 (56,3)	1. september
USA	Byggeudgifter	0,5 pct. (-1,3 pct.)	1. september

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

30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION

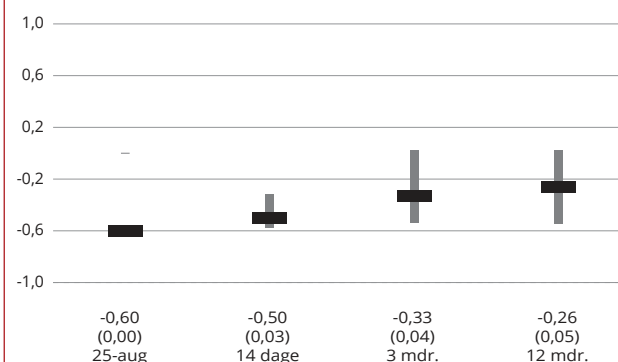


Forklaring: Obligationerne er henholdsvis 1 pct. april 2018 og 2,5 pct. RD 2047. Rentesatsen er gennemsnittet for udlån uden sikkerhed og parenteser angiver ændringen fra sidste nummer. Den grå bar angiver højeste og laveste skøn.

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

ETÅRIG FLEXLÅN®



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

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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

KOLOFON

Ansvh. chefredaktør: Morten W. Langer

Adm. direktør: Steffen Damborg

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

Redigering og layout: Katinka Sverker Brøndum

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

ISSN 1903 - 8666

Bogholderi: Jørgen Olsen jo@ugebrev.dk

Kopiering eller videresendelse ikke tilladt

Annoncesalg
NICHEHUSET
Bredgade 23
1260 København K

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

NICHEHUSET
MEDIER VIRKER

Økonomisk Ugebrev Finans/CFO
udgives af:

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

Abonnement:

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

DOWNLOAD PDF
TIL PRINT

