



Økonomisk Ugebrev **Finans**

Nyhedsbrev om erhverv, økonomi og samfund

OVERNORMALT AFKAST I NYKREDIT ENDNU STØRRE, END REGNSKAB VISER

Nykredit og CEO Michael Rasmussen præsterede sidste år en imponerende egenkapitalforrentning på 11,4 pct. før skat i realkreditdelen. Indregnes den kunstige buffer på 2,1 mia. kr. fra tidligere corona-hensættelser, ville afkastet være endnu højere. De enorme afkast i realkreditdelen gen-aktualiserer debatten om overnormale afkast i sektoren, som Konkurrencerådet, Nationalbanken, politikere og finanseksperter tidligere har kritiseret. Det teoretiske afkastkrav er nærmere 5-6 pct.



RITZAU SCANPIX

GOVERNANCE I PENSIONSSEKTOREN: 14 DUMPER PÅ FOR STORE BESTYRELSER

Økonomisk Ugebrev fremlægger resultaterne fra den første rating af god selskabsledelse i de danske pensionsselskaber, herunder ATP og LD. Lægernes Pension scorer højest med 8 point ud af 10 mulige. I den modsatte ende af skalaen ligger Lærernes Pension og Pædagogernes Pension med kun 5 point. 14 af 17 undersøgte selskaber har for store bestyrelser.

NYHEDSANALYSER

- 03** Nedtælling til nedturen
- 04** Pensionskassers bidrag til guldfuglenes bonusser holdes skjult
- 06** Governance i pensionssektoren: 14 dumper på for store bestyrelser
- 07** Overnormalt afkast i Nykredit endnu større, end regnskab viser
- 08** Skadesforsikring foran turbulent år med skærpet konkurrence
- 09** Udlandet går udenom danske obligationer – det rammer boligejerne
- 10** Stigende forsigtighed kan ramme opkøbsiver på venturemarkedet
- 11** Danske Bank: Global bankalliance skaber øget gennemsigtighed

TEMA: BØRSMÆGLER RATING, IR

- 12** Danske Bank suveræn vinder som mægler på aktiemarkedet
- 13** IR-chefer synes bedre om aktieanalyser end professionelle investorer
- 15** Aktiemæglerne har fået nye kunder: De kortsigtede hedgefonde

OVERBLIK OG KONJUNKTUR

- 16** Lovforslag, bekendtgørelser og rapporter
- 17** Aktuelle faglige nyhedsbreve og rapporter
- 18** Rente- og valuta-grafikker



RASMUS WERNER NIELSEN, CEO, ALM. BRAND

2021 kan være det sidste rigtigt gode år for skadesforsikringsselskaber i denne omgang: CEO Rasmus Werner Nielsen fra Alm. Brand oplyser, at han er overrasket over niveauet af priskonkurrence. Effekten kan blive svær at se i et for branchen turbulent 2022. Men derefter vil den kunne aflæses i regnskaberne. ... **Side 08**

Både udenlandske og danske investorer er skeptiske over for lange realkreditobligationer: Udlandets andel som køber af 30-årige realkreditobligationer er faldet markant. Men heller ikke danske investorer står på spring til at købe ved udstedelserne. Det holder en konverteringsbølge tilbage... **Side 09**

Opstartsvirksomheder opfordres til at hamstre kapital, mens tid er: Med bl.a. krigen i Ukraine kan det blive meget sværere at få kapital for venture- og kapitalfonde, advarer en ekspert. Foruden kapitalhamstring kan selskaberne sikre sig ved at lægge mere vægt på en positiv bundlinje... **Side 10**

Danske Bank vil halvere olie- og gasportefølje inden 2030: De to fossile brændstoffer vil have en plads til energiforsyningen en tid endnu, vurderer bankens chef for bæredygtig investering. Men de skal trods alt udfases på længere sigt – og i bankens udlån... **Side 11**



NEDTÆLLING TIL NEDTUREN

MEDIEANMELDELSE

Økonomiske kriser kommer næsten pr. definition som en overraskelse. Men sjældent fra den ene dag til næste. Som regel går der et halvt til et helt års tid, fra man kan se, at en forudsætning bag en stærk økonomi er faldet væk, til det slår igennem i form af højere ledighed, tvangsauktioner og så videre. Det var meget udpræget op til finanskrisen. Det er næsten glemt nu, men måneder forinden de skæbnesvangre dage i september 2008 stod det klart, at der var noget helt galt med de globale kreditsystemer. Spørgsmålet var kun, hvor hårdt kollapset ville ramme lande og virksomheder.

Nu står vi der igen. Endnu er det abstrakt at skulle forholde sig til, og vi kan heller ikke denne gang med præcision forudsige omfanget af nedturen. Men der er ingen tvivl om, at de brat stigende råvarepriser, højere energipriser, markant højere obligationsrenter og mange virksomheders konkrete tab på russiske eller ukrainske aktiviteter, vil komme til at gøre ondt.

Vi kan altså lige så godt begynde at tale om det, og det gør medierne også, selv om disse artikler nok ikke er de mest læste lige nu. Her er et par eksempler på de perspektiver, der om et halvt år kan være dominerende i nyhedsstrømmen:

I [Berlingske](#) skriver businessredaktør Thomas Bernt Henriksen om regeringens justerede forventninger til de økonomiske udsigter for 2022. I det værste af de beregnede scenarier bliver væksten 0 pct., i stedet for de 3 pct., der stadig er den officielle forventning. Det vil pludselig bringe arbejdsløshed tilbage på dagsordenen, og det vil kappe 50 mia. kr. af den offentlige saldo, som så går i minus. Kombinationen af tunge statslige udgifter, der gør det svært at lempe skatter, inflation, som driver lønstigninger, samtidig med at der er behov for løntilbageholdenhed, vil være en giftig cocktail. De politiske fronter kan se helt anderledes ud til efteråret.

[Berlingske](#) skriver også, at Lars Tvede er målet for en shitstorm blandt investorer på sociale medier, fordi hans hedgefond Atlas Global Macro ligger tungt i russiske aktier, hvilket naturligvis giver tab. Der var også minusafkast før krigen, men nu er afkastet minus 25 pct. Det er en speciel case, men en krise, der betyder styrtdyk i aktivkriser, kan udløse mange flere af den slags historier. Bagtæppet

er jo, at mange de seneste år har accepteret høj risiko, for dog at få et afkast. Nu kan risikoen manifestere sig.

[Børsen](#) bringer en historie, som umiddelbart ikke har noget med krise at gøre, men hvor sammenhængen snart kan vise sig: Oven på stramningen af lovgivningen om kviklån har en række af de store aktører trukket sig fra det danske marked, hvilket udløser "[jubel](#)" på begge politiske fløje.

At der jævnligt er banditter i kviklån-branchen ændrer dog ikke ved, at låneformen også har en positiv funktion: Den gør det muligt for trængte borgere at nå hen over en smertefuld tid i deres økonomi. For lånerne kan de høje renter på kviklån godt være billigere end alternativet, og under en krise vil der typisk være mange på en gang, der skal igennem en vanskelig periode. Hvor skal de gå hen nu? Det oplagte svar er, at de skal gå til bankerne, som selv er i gang med at stramme op. Måske slækket regulering kan give lidt luft. Men dét vil umiddelbart være barokt at gøre, netop mens risikoen ved udlån stiger. Men på den anden side var det det, man gjorde under coronakrisen for to år siden, så der er nyere præcedens for det.

DEN TRUENDE HUNGERKATASTROFE

Ugens mest bizarre artikel findes på [dr.dk](#). Den handler om, at Danmark har sat sig imod en EU-plan om at lade brakmarker opdyrke, med udsigten til at den store korneksport fra Rusland og Ukraine falder væk i år. Det statslige mediehus fremstiller det som en strid mellem landmænd på den ene side og en klog fødevarerekspert med fokus på klima og biodiversitet på den anden.

Danmark er heldigvis i mindretal i EU. Regeringen synes at trænge til en alvorlig justering af sit etiske kompas – eller mere simpelt, måske bare et grundkursus i historie. Krige har alle dage medført knaphed. Det har ikke haft nogen stor effekt under de seneste årtiers krige i ørkenstater, men denne gang foregår krigen på verdens mest frugtbare jord. Ukraine har ifølge [Berlingske](#) selv advaret mod en hunger-katastrofe, som kan ramme bl.a. Mellemøsten. Så slemt går det forhåbentligt ikke, og det er også meget muligt, at dyrkningen af brakjord kun vil hæve produktionen nogle få procent. Men i en situation med sult, tæller hvert et måltid.

Sten Thorup Kristensen

PENSIONS-KASSERS BIDRAG TIL GULDFUGLENE'S BONUSSEr HOLDES SKJULT

Pensionskasser som PensionDanmark, Pædagogerne Pension og Lægernes Pensionskasse er med til at finansiere store tocifrede millionbonusser til eksterne investeringsfolk, eksempelvis i Copenhagen Infrastructure Partners - CIP, selvom pensionskassernes egne ansatte højest må få en ekstra månedsløn i bonus hver år. Økonomisk Ugebrev kan hverken få oplyst konkrete afkast på pensionskassernes milliardinvesteringer i CIP, eller hvad der er betalt for forvaltningen.

ANALYSE

Bestyrelserne i arbejdsmarkedets pensionskasser stiller strenge krav til bonusudbetalinger til deres egne medarbejdere. Men samtidig ser de gennem fingre med bonusser på tocifrede millionbeløb til eksterne investeringsfolk, som pensionskasserne betaler til.

Størrelsen af de betalinger til eksterne kapitalforvaltere, som Copenhagen Infrastructure Partners, oplyses ingen steder, så pensionsmedlemmerne har ingen indsigt.

ET PARADOKS

Økonomisk Ugebrev beskrev i seneste udgave, hvordan bonusserne er løbet helt løbsk hos en af pensionskassernes foretrukne eksterne kapitalforvaltere – Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) – hvor ledelsen består af de tidligere såkaldte guldfugle fra Ørsted. CIP hjælper en lang række pensionsleverandører, som PensionDanmark, Pædagogerne, P+ og Lægernes Pensionskasse, og i øvrigt landets største pensionsselskaber ATP og PFA, med at forvalte milliarder af pensionskroner.

Med den forretning er guldfuglene blevet endnu mere gyldne. Hvert år deler de fem parterne mere end 100 mio. kr. i bonus – oven i deres faste løn.

Ekspertter udtaler sig nu kritisk om de pågældende pensionskasser.

”Det er altid vigtigt for en pensionskasse at sikre sig en fornuftig aflønnings- og bonuspolitik, der sikrer, at en investeringsmedarbejder ikke kaster sig ud i store kortsigtede spekulationer. Enten vil det medføre en stor gevinst og en medfølgende meget høj bonus til investeringsmedarbejderen. Eller også vil store investeringstab højst betyde, at medarbejderen mister sit job, og her sidder pensionskunderne tilbage med tabet,” siger Gert Nielsen, partner i

den uafhængige pensionsrådgiver BEDSTpension.

Han påpeger, at eksempelvis PensionDanmarks aflønningspolitik og tilsvarende politikker i andre selskaber tilsyneladende giver denne mulighed for at tage store risici: ”Det kan virke paradoksalt, at man tilsyneladende tillader risikoafledning helt uden begrænsning hos tætte samarbejdspartnere, eksempelvis selskaber der forvalter alternative investeringer.”

GULDFUGLE BLEV MILLIARDÆRER

Nogle pensionskasser har blot dyppet tåen i vandet hos CIP, mens PensionDanmark nærmest var dem, der skabte succes hos CIP med de tidligste og tungeste investeringer. Det kulminerede i starten af 2020 med i kæmpeinvestering fra selveste Vestas, der købte sig ind i CIP med en investering på mellem 25 og 33 pct. af virksomheden, mens resten ejes af partnerne – altså guldfuglene – personligt.

Dengang betalte Vestas 500 mio. euro for ejerandelen, og regner man baglæns, betyder det, at hele selskabet CIP på mindre end ti år er vokset til en værdi på op mod 20 mia. kr. – og måske tættere på 30 mia. kr., hvis man tager højde for, at overskuddet sidste år blev fordoblet. De fem partnere – Jakob Baruël Poulsen, Torsten Lodberg Smed, Christian T. Skakkebæk, Rune Bro Róin og Christina G. Sørensen – står som ejere af resten med personlige andele mellem 10 og 15 pct., og de har altså dermed opbygget en formue på mindst 2 til 3 mia. kr. hver på mindre end ti år, på at forvalte pensioner for primært fagbevægelsens pensionskasser.

Dertil hæver de altså oveni årligt udbytte for et trecifret millionbeløb samlet set – i år er der eksempelvis 170 mio. kr. til deling mellem ejerne.

Pensionskassernes egne bestyrelser har ellers fastsat meget strenge begrænsninger på bonusser til deres egne ansatte. I [PensionDanmark](#) må man eksempelvis som hovedregel højst få en månedslønning oven i sin årsløn, og hos [Pædagogerne](#) også en månedsløn og maksimalt 100.000 kr.

”Vi samarbejder med CIP, som er ekspertter på deres område, og vi lægger kvalifikationer og resultater til grund for det fee, PBU betaler. PBU betaler et fast management fee, der relaterer sig til at drive fondene, og en variabel

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

« FORTSAT FRA FORRIGE SIDE

omkostning, der relaterer sig til fondenes opnåede afkast. Vi blander os ikke i CIP's interne lønforhold," siger chef for ESG Rasmus Juhl Pedersen Pædagogernes Pensionskasse, der tilføjer, at PBU er meget tilfredse med afkastet på investeringerne i CIP.

Hverken CIP eller pensionskasserne vil dog fortælle noget om investeringsafkastet – blot at det er på den rigtige side af 10 pct. hvert år. Og CIP bliver altså lønnet af pensionskasserne efter, hvor højt afkast de kan skabe – men næppe straffet for dårlige afkast.

"Vilkårene i CIP's fonde – både hvad angår det faste management fee og carry – er væsentlig mere investorvenlige, end vi ser det i sammenlignelige infrastruktur- og Private Equity-fonde. Samtidig er der leveret tilfredsstillende resultater. PensionDanmarks investeringer i CIP-fonde har således samlet set givet et afkast på den rigtige side af 10 pct. efter alle omkostninger," siger investeringsdirektør Claus Stampe fra PensionDanmark.

I CIP'S egne årsrapporter ser det umiddelbart ikke ud til, at vinden altid blæser i den rigtige retning for CIP og PensionDanmarks vindmølleeventyr. I selskabet Copenhagen Infrastructure I K/S, som har PensionDanmark som eneste investor med godt 3 mia. kr., var der decideret underskud i det seneste regnskabsår – og dermed en negativt afkast. Konfronteret med det, lyder det fra PensionDanmark:

"Du fokuserer udelukkende på 2020-resultatet. Over fondens levetid er der pr. ultimo 2020 opnået et afkast på over 10 pct. for denne fond, og det samme er tilfældet for alle vores CIP-investeringer set under et. Vi har ikke mere at tilføje i forhold til de svar, du har fået allerede," lyder det i en mail fra selskabet.

JAMEN, CIP ER JO BILLIGE

Både PensionDanmark og PBU oplyser, at CIP er meget billige sammenlignet med andre af den type fonde – og afviser den ÅOP på lidt over 4 pct., som Ugebrevet kunne præsentere i sidste udgave, ud fra moderregnskabet i CIP, der netop er offentliggjort. I PBU går man endda så langt, at man fortæller medlemmerne, at det er de absolut billigste investeringsløsninger, der vælges på vegne af medlemmernes pensioner.

I seneste [årsrapport](#) skriver PBU på side 3 sort på hvidt: "Derfor har vi i 2020 hos Pædagogernes Pension indledt en

lang række omkostningsreducerende tiltag. Vi har blandt andet iværksat en reduktion i antallet af dyre private equity investeringer og i stedet vendt fokus mod ejendomme og infrastruktur, som er kendetegnet ved en større omkostningsbevidsthed uden store bonusprogrammer."

Det vil adm. direktør Sune Schackenfeldt fra PBU gerne forklare nærmere:

"PBU har den næstlaveste ÅOP i branchen, og vi har knusende lave investeringsomkostninger. Men det vigtigste for os er at have en portefølje af en høj kvalitet med de porteføljeegenskaber, der passer til os i PBU. Og her kommer CIP ind i billedet. CIP er en infrastrukturfond, der agerer i en meget høj kvalitet, der ligger langt over, hvad der generelt findes i markedet. De har leveret stærke afkast, det er grønne investeringer, vi kan stå på mål for – og de omkostninger, vi betaler, er markedskonforme for denne aktivklasse," lyder det fra direktøren.

UENIGHED OM OMKOSTNINGER

Ifølge PensionDanmarks årsrapport betaler man dog blot 1,5 pct. i årlige omkostninger på aktiver inden for infrastruktur – men det er på hele porteføljen og ikke bare det, der ligger i CIP. Det står i skarp kontrast til, hvad CIP's årsrapport altså viser, og spørger man folk i branchen, kunne et svar være, at hverken CIP eller Pensionskasserne fremlægger alle omkostningerne her.

Der ligger også skjulte omkostninger i fondenes regnskaber til eksempelvis andre rådgivere, f.eks. skatterådgivere, transaktionsomkostninger, banker og revision for at nævne nogle. Og det fremgår heller ikke, i hvilke regnskaber eller fonde, der egentlig betales performance fee til CIP, der er pakket ind i en kompliceret selskabsstruktur med flere hundrede forskellige selskaber globalt set.

Oplysninger om løn og bonus i pensionskasserne skal fremgå direkte af årsrapporter, aflønningsrapporter og hjemmesider, mens lønnen til eksterne kapitalforvaltere ikke skal fremgå nogen steder. Oplysninger om både afkast og omkostninger til eksterne kapitalforvaltere er dog vanskelige at finde.

Økonomisk Ugebrev har forsøgt at få en kommentar fra ejerne bag pensionskasserne, altså fagforeningerne, men uden held.

Carsten Vitoft

GOVERNANCE I PENSIONSSEKTOREN: 14 DUMPER PÅ FOR STORE BESTYRELSER

Governance Rating 2022 af pensionssektoren: Økonomisk Ugebrev fremlægger her de første resultater af den første rating af god selskabsledelse i de danske pensionsselskaber, herunder ATP og LD. Lægernes Pension scorer højest med 8 point ud af 10 mulige. I den modsatte ende af skalaen ligger Lærernes Pension og Pædagogernes Pension med kun 5 point.

ANALYSE

Påfaldende er det, at anbefalingerne om god selskabsledelse i pensionsselskaber fra 2004, i regi af Pensionsmarkedsrådet, er gået fuldstændig i glemmebogen. Professor Lenart Lynge Andersen gjorde ellers et rigtigt godt forsøg på at udarbejde nogle balancerede anbefalinger, som ikke skulle skræmme alle væk.

I Økonomisk Ugebrevs research til den nye rating af selskabsledelsen i pensionssektoren har vi fundet frem til, at der kun er en enkelt pensionskasse, der har 'husket' de tidligere anbefalinger. Det drejer sig om Industriens Pension, som i en oversigt a la den, vi kender fra den børs-noterede selskaber, givet et overblik om en stribe forhold.

FÅ PUNKTER UDDYBES

Oversigten, som kan ses [her](#), omfatter en relevant gennemgang af de forhold, som bl.a. Pensionsmarkedsrådets anbefalinger fremhæver. Bl.a. tjekkes af på formuleringer om, at "bestyrelsen udarbejder en beskrivelse af, hvilke kompetencer og kvalifikationer både af generel og speciel karakter, der bør være repræsenteret i bestyrelsen", og at "bestyrelsen overvejer, om der skal sættes en grænse for, hvor mange bestyrelsesposter et medlem kan/bør bestribe samtidig. At bestyrelsen forholder sig til en eventuel aldersgrænse for bestyrelsesmedlemmer."

Men denne boks-tjekking følges ikke op med uddybende oplysninger om, hvordan pensionskassen så faktisk har forholdt sig. Økonomisk Ugebrev har bedt om en kommentar til dette fra Industriens Pension, og vi har modtaget denne udtalelse fra Mads Andersen, gruppeformand for 3F Industri, som er bestyrelsesformand:

"Vi lægger stor vægt på at have de rigtige finansielle og ledelsesmæssige kompetencer repræsenteret i bestyrelsen. Det har givet en meget manøvreduktig bestyrelse, der fungerer rigtig godt i praksis og hurtigt kan træffe væ-

sentlige beslutninger."

I Økonomisk Ugebrevs rating ligger Industriens Pension lige over middel med 6 point ud af 10 mulige. IP dumper bl.a. på at have en bestyrelse, som er markant større end det ideelle maksimum på syv. Pensionskassen har heller ikke fremlagt en kompetencebeskrivelse over den ideelle bestyrelse, og den har heller ikke beskrevet proces og resultater fra den årlige selvevaluering i bestyrelsen.

Det er dog positivt, at det forklares, hvorfor der er mange bestyrelsesmedlemmer.

I toppen af dette års rating af god selskabsledelse ligger Lægernes Pension, som er et af de få pensionsselskaber, der lever op til kravet om maksimalt syv bestyrelsesmedlemmer. Kravet opfyldes også af LD og pensionskassen P+, men der er et enkelt bestyrelsesmedlem mere hos Danica Pension og Pensam, som altså er tæt på at kandidere til pointgivning på dette målepunkt. Største bestyrelser har PensionDanmark og AP Pension med hele 18 medlemmer, pensionskassen Sundhedsfaglige med 16 og PFA Pension med 15 medlemmer.

BESTYRELSESMEDELMER "FALDER UD"

I Pensionsmarkedsrådets rapport fra 2004 hedder det, at "arbejdsgruppen finder det vigtigt, at bestyrelsens størrelse begrænses til det nødvendige, for at bestyrelsens opgaver og ansvar kan løftes på en kvalificeret og hensigtsmæssig måde. Arbejdsgruppen finder, at store bestyrelser indebærer en risiko for, at ikke alle bestyrelsesmedlemmer indgår lige aktivt i bestyrelsens drøftelser og arbejde i øvrigt. Samtidig medvirker en bestyrelse af en begrænset størrelse til, at bestyrelsen kan fungere effektivt. Arbejdsgruppen anbefaler, at en bestyrelse normalt ikke består af mere end 5 til 7 medlemmer, hvortil kan komme medarbejderrepræsentanter."

Videre hedder det, at "arbejdsgruppen anbefaler, at det for de pågældende pensionsinstitutter overvejes, om og hvorledes antallet af bestyrelsesmedlemmer på sigt kan nedbringes."

Anbefalingen er tilsyneladende gået i glemmebogen, for det kun er 3 af de 17 undersøgte pensionsselskaber, der efterlever den. Men dertil kommer altså, at to andre pensionsselskaber er tæt på det anbefalede måltal.

I næste udgave af ØU FINANS fortsætter vi artikelserien. Vi kigger på fagkompetencer i de enkelte pensionsbestyrelser, i forhold til de ideelle kompetencer.

MWL

OVERNORMALT AFKAST I NYKREDIT ENDNU STØRRE, END REGNSKAB VISER

Nykredit har det seneste regnskabsår præsteret en imponerende egenkapitalforrentning på 11,4 pct. for realkreditvirksomheden. Indtjeningen ville ligge endnu højere, hvis ikke koncernen havde valgt at fastholde en uspecificeret corona-reservation på 2,1 mia. kr. De enorme afkast gen-aktualiserer debatten om de overnormale afkast i realkreditsektoren, som Konkurrencerådet, Nationalbanken og finanseksperter tidligere har kritiseret.

ANALYSE

Nykredit tjener mange penge. Rigtigt mange penge. Den officielle egenkapitalforrentning for realkredit-delen af koncernen var i 2021 11,7 pct. Og hvis man indregner en corona-reservation, som der foreløbig ikke har været behov for, på 2,1 mia. kr., er egenkapitalforrentningen helt oppe på 14,0 pct. før skat.

Hensættelsen blev foretaget i 2020 på baggrund af en frygt for, hvad coronakrisen ville få af negative effekter på samfundsøkonomien. Men det har foreløbig vist sig, at der ikke har været behov for hensættelsen. Alligevel nøjes ledelsen med i det seneste regnskabsår at tilbageføre 2 mio. kr. ud af de 2100 mio. kr. i hensættelse.

HVORFOR INGEN TILBAGEFØRSEL

Resten bevares som en "reservation". Hvad det konkret dækker over, oplyser ledelsen ikke. Men det står også klart, at der altså endnu ikke har været behov for hensættelsen. Men omvendt ville en tilbageførsel betyde, at overskuddet ville være endnu større, og det har der tilsyneladende ikke været noget ønske om at vise i regnskabet.

"Af den samlede hensættelse på 2,1 mia. kr. foretaget i 2020, der var målrettet nedskrivninger på udlån til dækning af følgerne efter covid-19, har Nykredit i 2021 tilbageført (indtægt) 2 mio. kr. Det skyldes bl.a. individualisering af reservationerne, da et mindre antal kunder er nedskrevet individuelt som følge af covid-19, men det skyldes også generelle opdateringer af stressberegningerne. Hensættelsen vedrørende nedskrivninger relateret til covid-19 udgør herefter 2,1 mia. kr.," skriver ledelsen på side 34 i årsberetningen.

En del af forklaringen på de enorme afkastprocenter er den massive forhøjelse af bidragssatserne tilbage i 2016.

Dengang var baggrunden, at Nykredit ifølge egne udmeldinger stod over for krav om at sikre en betydelig højere egenkapital for at være tilstrækkeligt polstret til fremtidige krav.

De markante forhøjelser har siden ført til, at koncernen har leveret betydelig fremgang i egenkapitalen, og altså nu præsterer egenkapitalforrentningsniveauer langt over de niveauer, der kan forventes med den risiko, sektoren har.

"De har stort set ingen tab, og sammenligner man med bankerne, er det tabsniveauer, der er nede på en tiendedel," siger lektor emeritus Johannes Raaballe fra Aarhus Universitet. Han vurderer, at Nykredit dermed er kommet igennem med den kapitalopbygning, de selv meldte ud om tilbage i 2016.

"Nu er første del af opgaven løst. De har fået opbygget egenkapital, og så må næste naturlige del af øvelsen være igen at få sat bidragssatsen ned til i underkanten af en halv procent," siger Johannes Raaballe.

Vurderingen af, at de egenkapitalafkastprocenter, vi kan se for bl.a. Nykredit, er særdeles høje, er gennem årene kommet fra flere sider. Det har været fremført i konkurrencerapporter, og det har ligeledes været fremført af bl.a. Finanstilsynets direktør og Nationalbank-direktør Lars Rohde.

I en [ØU-artikel](#) fra den 17. maj 2017 refererede vi Nationalbank-direktøren for bl.a. følgende: "Kreditinstitutterne er mere robuste over for fald i boligpriserne, hvis de har en høj andel af egenkapitalfinansiering. Det er derfor relevant at forholde sig til omkostninger ved egenkapital. Ifølge institutterne kræver investorerne fortsat et afkast på omkring ti procent på egenkapital i realkreditinstitutter. Det synes meget højt. Især når man tager højde for, at den risikofrie rente er tæt på nul."

[Se grafik her](#)

Ejlif Thomasen

ØU har forelagt Nykredit den fulde artikel, og vi har modtaget denne kommentar

"Vi er uenige i, at der er et overnormalt afkast på realkredit til private, ligesom vi ikke kan genkende en række af de postuler og antagelser, der fører til den vurdering.

Vi kan derudover tilføje, at kunderne i Totalcredit ved udgangen af 2021 havde den laveste bidragsbetaling i markedet på de låntyper, de fleste danske boligejere efterspørger, og at den gennemsnitlige bidragssats i dag er lavere, end den var i 2016."

SKADESFORSIKRING FORAN TURBULENT ÅR MED SKÆRPET KONKURRENCE

Alm. Brand skal integrere Codan i Danmark, og Tryg skal sammenlægges med Codans norske og svenske forretning. Samtidig er der tegn på, at 'nogen' udnytter situationen ved at skærpe priskonkurrencen,

ANALYSE

Efter en mangeårig guldperiode med meget høj lønsomhed for de store skadesforsikringsselskaber, synes der nu at være mere urolige tider forude. 2022 bliver en parentes, hvor der sker store omvæltninger på markedet.

Som bekendt er Alm. Brand ved at overtage Codans danske forretning. Men det trækker ud med den endelige godkendelse fra konkurrencemyndighedernes side, og det giver en slags vakuum hos Alm. Brand, der endnu ikke har adgang til maskinrummet hos Codan.

Samtidig synes der at være aktører på forsikringsmarkedet, som udnytter situationen, hvor der anvendes mange ledelsesressourcer til at forberede de kommende megafusioner. I hvert fald erkendte Alm. Brands CEO Rasmus Werner Nielsen, at det er gået ud over væksten i den sidste del af 2021, at der har været skærpet priskonkurrence, især på privatmarkedet.

"Udviklingen på privatmarkedet har været svagere, end vi forventede for et halvt år siden. Konkurrencen om de private kunder er blevet skærpet yderligere. Vi kunne godt få højere vækst, hvis vi satte priserne ned. Så det handler om at finde den rigtige balance mellem pris og vækst. Måske har vi været lidt for konservative, og det har kostet noget på væksten," sagde Rasmus Werner Nielsen på [investormødet efter årsregnskabet](#).

Umiddelbart kunne det lyde som om, at Alm. Brand nu også overvejer at træde lidt på speederen. Men selskabets ledelse har for tiden travlt med at forberede sammenlægningen med den danske del af Codan. Selvom det trækker ud med konkurrencemyndighedernes endelige godkendelse, er ledelsen i fuld gang med at planlægge den kommende integration af de to virksomheder, her-

under med fokus på organisation og it-systemer.

Økonomisk Ugebrev har tidligere [beskrevet](#), at konkurrencemyndighederne har haft såkaldte 'betænkeligheder' ved fusionen, og der kommer efter alt at dømme nogle krav om at frasælge dele af nogle erhvervssegmenter, hvor den samlede markedsandel bliver for dominerende.

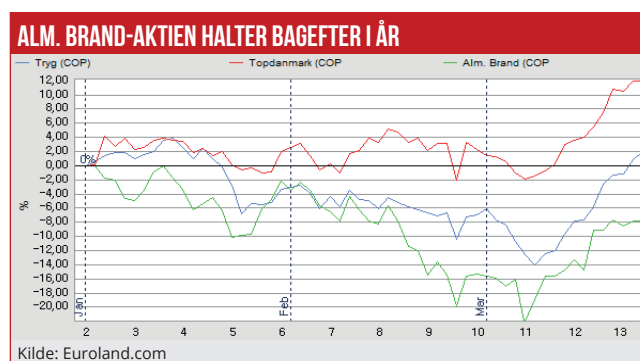
På investormødet spurgte analytikerne også ind til, hvor længe det vurderes at trække ud med myndighedernes endelige godkendelse, og hvad der sker. "Der er ikke noget overraskende for os i de ekstra undersøgelser, og vi forventer en godkendelse dette forår," sagde Rasmus Werner Nielsen.

Analytikerne spurgte også om, hvornår Codans forretning konsolideres ind i koncernregnskabet, og om der fortsat ventes synergier på 90 mio. kr. i år – trods forsinkelsen. Ledelsen oplyste, at forventningerne til årets synergibesparelse er intakte, og at der er tale om besparelser i form af lavthængende frugter, bl.a. stabsfunktioner.

Ifølge analytikernes estimater ventes et stigende overskud før skat til 1,1 mia. kr., i år, mod 0,8 mia. kr. sidste år. – som øges til 1,4 mia. kr. næste år. Først fra 2023 slår Codan-opkøbet fuldt igennem på toplinjen. Her forventer analytikerne en omsætning på 11,4 mia. kr., mod 11 mia. kr. i Topdanmark.

Til gengæld ser analytikerne en længere rejse, før Alm. Brand når op på Topdanmarks lønsomhed. At forventningerne aktuelt er moderate til lønsomheden, fremgår af, at Alm. Brand-aktien handles til 16 gange det forventede overskud i 2023, med en multipel på 22 for de to store konkurrenter.

MWL



OPKØB VENTES AT UDLØSE STOR OVERSKUDSVÆKST I TRYG OG ALM. BRAND

Mia. kr.	Omsætning				Overskud før skat				
	e2023	e2022	a2021	Ændring i % 21-23	e2023	e2022	a2021	Ændring i % 21-23	p/e e2023
Topdanmark	11	10,7	10,2	8%	2,1	1,9	2,3	-9%	22
Tryg	36,6	33,2	24,1	52%	6,7	5,6	3,7	81%	22
Alm. Brand	11,4	9,3	5,4	111%	1,4	1,1	0,8	75%	38

Kilde: Infront/ S&P

UDLANDET GÅR UDENOM DANSKE OBLIGATIONER – DET RAMMER BOLIGEJERNE

De udenlandske investorer har ikke længere den samme appetit på lange fastforrentede realkreditobligationer som tidligere. Det betyder en lavere interesse for nye udstedelser af 30-årige realkreditpapirer, som anvendes i den igangværende bølge af opkonverteringer. Tal fra Nationalbanken underbygger, at en stigende andel af de nye obligationer bliver på danske hænder.

ANALYSE

Mere end 36 pct. af de lange 30-årige realkreditobligationer er på udenlandske hænder, og de udenlandske investorer har i årevis været storkøber af de danske papirer. Over de seneste syv-otte år har udlandet aftaget en stigende andel af den cirkulerende mængde af lange fastforrentede realkreditpapirer, fra omkring 700 mia. kr. til mere end 1200 mia. kr. i dag.

Udlandets massive efterspørgsel efter lange danske boligobligationer har været med til at holde de danske realkreditrenter lave. Men nu begynder det måske at gå den anden vej.

AFTAGER MINDRE

”Udenlandske investorer har købt massivt frem til for omkring halvandet år siden. Det er ikke sådan, at de udenlandske køb er stoppet, men de er nu betydeligt mindre,” siger director Anders Skytte Aalund fra Nordea.

Skiftet ses ret tydeligt i tal fra Nationalbanken. Ved udgangen af september 2020 var der 30-årige fastforrentede realkreditobligationer for en nominelt beløb på 1179 mia. kr., og heraf var de 438 mia. kr. på udenlandske investorers hænder. Det svarer til 37,2 pct. Ved udgangen af januar i år, som seneste tal er fra, er den nominelle mængde oppe på 1246 mia. kr. Det er dermed en vækst på 67 mia. kr. over 16 måneder, men kun 16 mia. kr. er endt på udenlandske hænder, svarende til under en fjerdedel.

Tallene indikerer et markant skifte i de udenlandske investorers interesse for lange danske realkreditpapirer. Det betyder samlet set, at indenlandske investorer alt andet lige skal aftage en større andel af de danske realkreditobligationer.

Den mindre interesse for de lange danske realkreditpapirer kan meget vel være medvirkende til noget af den markante rentestigning, vi har set den seneste måneds tid. Der er nemlig ikke danske investorer, der står på spring for at udfylde den investorrolle, de udenlandske investorer hidtil har haft.

”Pensionskasserne har i stigende grad vendt sig mod alternative investeringer i et forsøg på at opnå et højere afkast, så de står ikke klar til at købe,” siger Anders Skytte Aalund.

En effekt af den mindre udenlandske interesse er, at det er gået hurtigt med at få åbnet ny serier med højere kuponer. Således har den seneste periode med rentestigninger ført til, at der allerede er åbnet treprocentspapirer – både med og uden afdrag. Flere markedsdeltagere vurderer, at det måske er gået lidt hurtigt med, at treprocentspapirerne er kommet under kurs 100, som er forudsætningen for, at der kan gives lånetilbud i serierne.

Hos Realråd hæfter realkreditrådgiver René Poulsen sig ved, at der plejer at være større kursforskel mellem de åbne serier. ”Vi har set kursforskel helt ned omkring 5 point mellem de nye toprocentspapirer og treprocentspapirer, og det er så lav forskel, at vi anbefaler kunderne lige at se tiden an,” siger René Poulsen.

ATYPISE KURSFORSKELLE

Senior sales manager Bjarne Hammeken fra HP Fondsmæglerselskab vurderer også, at nogle af de kursforskelle, vi ser for tiden, afviger fra det typiske billede. ”Vi burde se en kursforskel på op mod 8 point mellem to serier, med en forskel i kuponrenten på 1 pct, og der er vi slet ikke i øjeblikket. Der er dels en relativ stor volatilitet i markedet, og når vi er tæt på kurs 100, er der også en større præmie, som bl.a. giver effekt på treprocentspapirerne,” siger Bjarne Hammeken.

Aktuelt er der for f.eks. Totalkredit en forskel mellem åbne serier med en kupon på 1 og 2 pct. på 7,65 point. Men mellem 2 og 3 pct. er forskellen kun 5,45 point.

Anders Skytte peger på, at der udover den lavere udenlandske interesse samtidig er en situation med inverterte renter på en del af swapkurven.

”Det ser vi typisk i meget urolige tider, som lige nu, og sidst vi så det i samme grad var omkring corona-udbruddet for to år siden,” siger han.

For de låntagere der er i gang med en opkonvertering, betyder de lavere kursforskelle, at noget af gevinsten bliver barberet væk. Det er boligejerne, der i øjeblikket efterspørger etprocentobligationer, som de skal bruge til at indfri det gamle lån, og til gengæld sælger de treprocentspapirer, som altså ifølge nogle vurderinger er i en noget lav kurs for øjeblikket.

Ejlif Thomasen

STIGENDE FORSIGTIGHED KAN RAMME OPKØBSIVER PÅ VENTUREMARKEDET

Buldrende inflation sammen med stigende renter og faldende aktiekurser betyder, at en del investorer vil være mere forsigtige over for venturemarkedet, vurderer Jimmy Fussing Nielsen, partner i Heartcore Capital og næstformand i brancheforeningen Aktive Ejere. Det kan betyde, at iværksættere og nye virksomheder vil have vanskeligere ved at rejse kapital. Fagredaktør Peder Bjerger fortæller historien.

ANALYSE

Med Jimmy Fussing Niensens egne ord var 2021 det bedste år i Heartcore Capitals historie. Pandemien accelererede udviklingen af teknologitrends, som allerede var i gang. Teknologiiinvesteringer er ventureselskabets kerneområde, og investorerne strømmede til.

Selskabets udvikling flugter med Vækstfondens opgørelser af ventureinvesteringer i danske virksomheder, der viste den ene store kapitaltilførsel efter den anden i løbet af 2021.

EN NY VIRKELIGHED

Et par måneder inde i 2022 er verden en helt anden.

"Vi ser nu, at de vækstkurver, vi oplevede i løbet af pandemien, er fladet ud. Nu er vækstraterne normaliseret og på niveau med dem, vi oplevede i 2019. Teknologivirksomheder har samme potentiale, men de skal nok indstille sig på en anden virkelighed," siger partneren i Heartcore Capital.

Ét er de nye teknologiers potentiale for at skabe vækst, noget andet er de økonomiske tendenser, der potentielt kommer til at forandre det danske venturemarked. Her er der betydelig usikkerhed, påpeger han.

Tag bare investeringsbanken Morgan Stanleys prognose for 2022, skrevet i december sidste år, hvor analytikerne nok forudsagde inflation som en vigtig faktor, men ikke havde 2022's store udenrigspolitiske overraskelse med deres beregninger, nemlig Ruslands invasion i Ukraine.

"De store spørgsmål er, som nummer ét, hvad kommer inflationen og rentestigningerne til at betyde? Og som nummer to, hvad kommer krigen i Ukraine til at betyde på mellemlangt og lang sigt? Indtil nu har vækstvirksomhederne haft adgang til rigelig kapital, men nu ser markedet ud til at normalisere sig," siger Jimmy Fussing Nielsen.

Selv med den usikkerhed in mente har Heartcore Capital foreløbigt besluttet at fastholde det samme aktivi-

tetsniveau på investeringssiden, men samtidig at holde et vågent øje med udviklingen.

"Men vi vil også være forsigtige. Vi vil tænke os godt om, inden vi beslutter os for at foretage nye investeringer. Virksomhederne i vores portefølje vil vi opfordre til at hente mere kapital, hvis de kan, og vi vil samtidig opfordre dem til at fokusere på rentabel vækst med sunde 'unit economics', og samtidig have fokus på deres omkostningsbase og burn-rate," siger Jimmy Fussing Nielsen.

Han understreger, at man lige nu ikke står i en situation, hvor man som investor eller virksomhed for alvor skal være bange. Men man skal nok forberede sig på en normalisering, hvor adgangen til venturekapital ikke vil være lige så rigelig som i tidligere år.

"Det alternative investeringsmarked, som venture- og kapitalfonde, har rejst en del kapital fra institutionelle investorer de seneste år. Derfor har fondene kapital til at investere, men det er ikke det samme, som at de bliver kastet ud i markedet," siger Jimmy Fussing Nielsen.

Herudover har familiekontorer, corporate venture-investorer, asset managers, cross over-fonde og andre været særdeles aktive investorer i venturemarkedet de senere år. Det er ikke givet, at de fremover vil være helt så aktive.

HELE FØDEKÆDEN

På lidt længere sigt vil de institutionelle investorer i stigende grad vende sig mod børsmarkedet, da de store aktiekursfald vil gøre det væsentligt mere attraktivt i forhold til det alternative marked, fremhæver han. Ligeledes kan et stigende renteniveau på sigt trække investeringerne tilbage i retning af obligationsmarkedet.

"Så står du som vækstvirksomhed og skal rejse 500 mio. kr. om et år, kan det være forbundet med stor usikkerhed. Det er den bekymring, vi står med. Derfor maner vi til forsigtighed lige nu. Man skal tænke sig lidt om. Det er ikke alt, der vil kunne finde finansiering," siger Jimmy Fussing Nielsen.

Han peger på, at de institutionelle investorer i de senere år er søgt mod det alternative marked (som f.eks. venture- og kapitalfonde) på grund af de højere afkastsforventninger. Men nu har investorerne overvægt af disse alternative aktiver, da alternativer har givet rigtig pæne afkast, mens det børsnoterede aktiemarked er faldet i værdi.

DANSKE BANK: GLOBAL BANKALLIANCE SKABER ØGET GENNEMSIGTIGHED

Danske Bank har som det eneste danske pengeinstitut tilsluttet sig den globale bankalliance Net-Zero Banking Alliance. I dette interview fortæller Samu Slotte, chef for bæredygtig finansiering i Danske Bank, om alliancens resultater og konkrete betydning. Han svarer også på en del af den kritik, som NZBA har været udsat for.

ANALYSE

”Umiddelbart er sustainable finance meget simpelt. Grundlæggende handler det om at kanalisere flere penge til de virksomheder, der har en positiv impact på samfundet, og færre penge til dem, der ikke har. Men selvom det lyder enkelt, har det haft stor praktisk betydning. Tidligere kunne vi nøjes med at se på kundernes finansielle forhold, men i dag skal vi også analysere og vurdere dem ud fra sociale og miljømæssige indikatorer,” siger Samu Slotte, chef for bæredygtig finansiering i Danske Bank.

ÆNDRET FOKUS

Danske Bank har arbejdet med sustainable finance siden 2015. Til at begynde med handlede det om at hjælpe kunder med at rejse penge til projekter via grønne obligationer. I 2019 begyndte Danske Bank at tilbyde grønne lån til sine kunder. Konkret betyder det, at hvis ens projekt opfylder kriterierne for grønne udlån, tilbyder banken nogle fordele, eksempelvis i form af en lavere rentesats.

”Der er tale om nogle få rentepoint, op mod 0,05 procent,” siger Samu Slotte og tilføjer: ”Ja, det lyder måske ikke af meget, men i lyset af tidens lave rentesatser, er det faktisk et incitament, som giver mening. For en stor virksomhed med store lån så bliver det absolutte beløb ganske betydeligt.”

I 2021 tilsluttede Dansk Bank sig den globale bankalliance [Net-Zero Banking Alliance \(NZBA\)](#). NZBA har 102 medlemmer, fordelt over 40 lande og forvalter 38 pct. af den globale bankkapital. Andre dele af finanssektoren har skabt lignende alliancer, der sidste år inden klimatopmødet blev samlet under paraplykoalitionen [Glasgow Financial Alliance for Net Zero \(GFANZ\)](#).

”Alliancens retningslinjer flugtede nærvæd én til én med det, vi allerede var i gang med. Derfor var det helt oplagt for os at gå med. Året forinden havde vi besluttet, at vi skulle have en Paris-aligned portefølje, og var således

allerede godt i gang med at analysere vores virksomhedskunder med henblik på at udarbejde sektorspecifikke klimamål,” siger Samu Slotte.

Den nystiftede franske NGO Reclaim Finance har været ude med en skarp kritik af GFANZ. Kritikken går bl.a. på, at ingen af de globale net zero-finansalliancer kræver stop for investering og finansiering af kul. Hvad mener I om det – er det i orden, at banker bliver ved med at finansiere kulselskaber, eller er tiden moden til at udfase kul?

”Det er måske en fair kritik. Jeg kan ikke tale for hele alliancen, men i Danske Bank mener vi bestemt, at det er på tide at begynde at udfase kul. Og det har vi også lagt [en klar plan](#) for. Der er ikke flere rene kulvirksomheder tilbage i vores udlånsportefølje, men en del forsyningsselskaber har stadig kul i deres energimix, som de dog skal have udfaset inden 2030 i EU og OECD og 2040 i resten af verden,” siger Samu Slotte.

OLIE OG GAS FORTSAT VIGTIGT

Reclaim Finance har også kritiseret de globale net-zero finansalliancer for ikke at forlange, at deres medlemmer holder op med at finansiere fossile selskaber, herunder olie- og gasselskaber, der udvider deres fossile kapacitet. Hvordan forholder Danske Bank sig til den kritik?

”Modsat kul kommer olie og gas formentlig til at spille en vis rolle i det globale energimix de næste mange år. Samtidig er det dog helt nødvendigt at skru ned for hanerne, og vi har derfor besluttet at reducere vores olie- og gasportefølje med 50 pct. over de næste ti år. Niveauet afspejler faldet i investeringsbehov i nordisk olie- og gasproduktion, samtidig med at vi fortsætter med at støtte de mest energieffektive producenter, også efter 2030,” siger Samu Slotte.

Betyder jeres krav til bæredygtighed, at I sommetider går glip af nogle gode forretninger?

”Ja, det gør det. Vores målsætning om at udfase kul og reducere vores olie- og gasportefølje betyder, at vi bliver nødt til at sige nej til projekter og virksomheder i denne branche,” siger Samu Slotte og understreger:

”Men det betyder ikke, at vores bæredygtighedsmål er i konflikt med vores forretningsmål. Banking er langsigtet – og på den lange bane er der en god balance mellem økonomi og bæredygtighed. De fossile selskaber, vi afviser, udgør på langt sigt en finansiell risiko.”

Claus Strue Frederiksen

DANSKE BANK SUVERÆN VINDER SOM MÆGLER PÅ AKTIEMARKEDET

Rating af aktiemæglere, investorer: Vinder af dette års BørsmæglerRating er atter Danske Bank, der får den klart bedste bedømmelse, foran Nordea, SEB, Carnegie og ABG Sundal Collier. Det viser en forenklet version af Økonomisk Ugebrevs årlige BørsmæglerRating, der har æret gennemført de seneste snart 30 år.

TEMA

Det danske aktiemarked trives som aldrig før. Men det samme kan man ikke sige om aktiemæglerne, der lever af at formidle viden om aktiemarkedet og enkeltsekskaber. Den teknologiske udvikling har gjort flere af de services, mæglerne tidligere tjente godt på, til hvermandseje. Oveni betyder EU's MiFID II-direktiv i praksis, at de tjener langt mindre end tidligere på aktieanalysen.

I det aktuelle marked er der ikke længere for alvor en kamp om at være bedst i al almindelighed på aktieanalyse. Kun Danske Bank prøver for alvor på det, og her i 2022 vinder den Økonomisk Ugebrevs BørsmæglerRating for nien- de år i træk. De øvrige spillere finder deres styrkepositioner og bortskærer aktiviteter, de ikke kan tjene penge på, fra.

På Økonomisk Ugebrev har vi med virkning fra i år taget konsekvensen af udviklingen og forsimplet ratingen. De mange delspørgsmål er skåret væk, og i stedet har vi blot spurgt respondenterne om tre ting: En overordnet vurdering af mæglerhusene. En vurdering af deres rådgivning til investorerne om danske aktier, herunder gennem skriftlige aktieanalyse. Og endelig om deres service og kompetencer ved udførelse af praktiske opgaver, især eksekvering af handler.

DISKUSSION OM METODIK

Vi har spurgt både porteføljemanagere hos investorerne og IR-managerne i de børsnoterede selskaber. Vi har ordnet ratingen efter de overordnede vurderinger, idet input fra hver af respondentgrupperne hver vægter 50 pct. Nogle mener, at vi i stedet burde ordne den efter kerneydel- sen: nemlig rådgivning til investorer. Et andet synspunkt er, at kun disse investorer, altså porteføljemanagernes, karakterer burde gælde i den overordnede rating, da det er dem, der er kunderne i butikken.

Resultaterne fra de forskellige spørgsmål kan findes i tabellerne på næste side. Men i år gør det ikke nogen

forskel for topplaceringen, hvordan man ordner ratingen: Danske Bank får bedste bedømmelse i alle kategorier fra begge typer af respondenter.

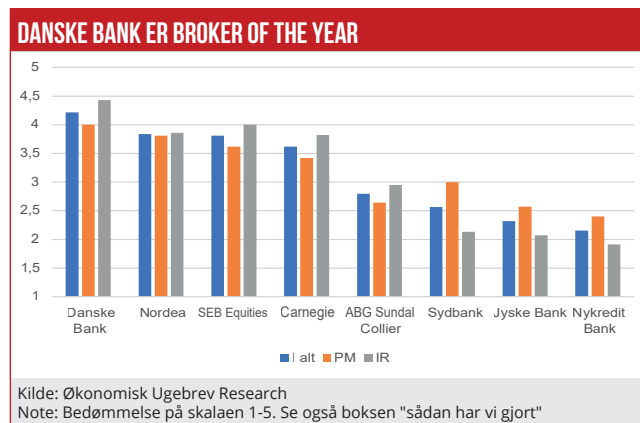
Det er naturligvis et forhold, der glæder Asbjørn Nicholas Mørk, head of equity research i Danske Bank.

"Vores ambition vil altid være at være den foretrukne børsrådgiver. Vi skal være nummer ét – vi er Danske Bank og skal være markedsførende herhjemme. Derfor er vi utroligt glade for sådan en undersøgelse, der giver os flotte bedømmelser fra både porteføljemanagere og IR-managerne," siger Asbjørn Nicholas Mørk.

Han oplever, at Danske Bank stadig får kamp til stregen. "Konkurrencen er ekstremt intensiv, og den er måske endda også blevet intensiveret over det seneste års tid. Der er et felt af brokere, som trækker fra de andre. Derfor kræver det hårdt arbejde at blive ved med at være i front. Gennem de seneste måneder har vi bygget yderligere på i vores analyseafdeling. Casper Blom dækker nu energi, altså Vestas og Ørsted, og kommer også til at tage over på byggeri. Han er erfaren og ekstremt dygtig. Samtidig har vi ansat Christian Ryom fra Nordea, der bliver ny head of research i København. Han er ung, men han er i min verden det absolut største talent i Danmark, og han er uden tvivl den bedste analytiker på medtech. Herudover har han en super personlighed og bliver derfor en ekstremt god chef for vores kontor i København," siger Asbjørn Nicholas Mørk.

Casper Blom kommer fra ABG Sundall Collier, der også har mistet tre andre analytikere og nu er ved at genopbygge holdet. Læs herom på næste side. Økonomisk Ugebrevs rating af de enkelte aktieanalytikere følger i næste udgivelse.

Sten Thorup Kristensen



IR-CHEFER SYNES BEDRE OM AKTIEANALYSER END PROFESSIONELLE INVESTORER

Rating af aktiemæglere, investorer: De børsnoterede selskaber har i flere tilfælde et noget andet syn på mæglernes aktieanalyser og rådgivning til de professionelle investorerne, end disse investorer selv har. Fænomenet ses især for de mellemstore mæglere.

TEMA

Overvejer man at bestille bord på en restaurant, man ikke har prøvet før, er det interessant at vide, hvordan andre kunders oplevelse har været. Den information er nu om dage frit tilgængelig på Trustpilot. En anden og nok så relevant information leder man derimod forgæves efter: Hvad restaurantens eget personale og leverandører virkelig tænker. Det er på sin vis dem, der bedst kender råvarernes kvalitet og kokkenes evner.

Det er netop et sådant informationsvakuum, vi på Økonomisk Ugebrev udfylder med vores BørsmæglerRating på aktiemarkedet. Vi har bl.a. spurgt porteføljemanagerne, der er kunder hos mæglerne, hvordan de vurderer mæglernes rådgivning om danske aktier, herunder de skriftlige aktieanalyser. Men vi har også bedt IR-ansvarlige i de selskaber, der står bag de aktier, det hele handler om, om at give deres vurdering af rådgivningen til investorerne. Man kan oversætte det til: Hvem ville de IR-ansvarlige selv søge rådgivning hos, hvis de var i markedet som kø-

bere, og ikke som sælgere?

Det viser sig, at der er ganske store forskelle.

For de to storbanker, der ligger forrest i ratingen, giver de IR-ansvarlige en lidt højere bedømmelse, end porteføljemanagerne gør. Men for de tre andre mæglere, der har fokus på institutionelle investorer – SEB, Carnegie og ABG Sundal Collier – ligger de IR-ansvarliges bedømmelse rask væk et halvt karakterpoint eller mere, ud af fem, over porteføljemanagernes bedømmelse.

Det gør særligt en forskel for SEB. På spørgsmålet om kvaliteten af rådgivningen ligger mægleren á point med Nordea på andenpladsen i bedømmelsen fra porteføljemanagere. Men på bedømmelsen fra IR-managerne er SEB klart foran Nordea, og den bider endda Danske Bank i haserne.

For AGB Sundal Collier betyder den bedre bedømmelse fra de IR-ansvarlige, at den lægger luft til Sydbank, Jyske Bank og Nykredit Bank. For disse er historien en anden end for de fem store på det professionelle marked. Deres primære fokus er på at servicere privatkunder. De får derfor væsentligt færre bedømmelser end de fem store, og en direkte sammenligning i bedømmelserne mellem de to grupper af mæglere skal tages med et stort gran salt.

FORTSÆTTER PÅ NÆSTE SIDE »

BEDØMMELSER FRA PORTEFØLJEMANAGERE

	Overordnet		Rådgivning til investorer		Praktik	
	Karakter	Kendskabsgrad	Karakter	Kendskabsgrad	Karakter	Kendskabsgrad
Danske Bank	4,0	91	4,3	95	4,7	83
Nordea	3,8	73	3,7	79	3,9	61
SEB Equities	3,6	59	3,7	68	4,2	50
Carnegie	3,4	55	3,6	58	3,7	50
ABG Sundal Collier	2,6	64	2,5	68	3,5	56
Sydbank	3,0	27	3,0	32	-	17
Jyske Bank	2,6	32	2,4	37	4,0	33
Nykredit Bank	2,4	23	-	21	-	11

BEDØMMELSER FRA IR-MANAGERE

	Overordnet		Rådgivning til investorer		Praktik	
	Karakter	Kendskabsgrad	Karakter	Kendskabsgrad	Karakter	Kendskabsgrad
Danske Bank	4,4	88	4,4	82	-	-
Nordea	3,9	88	3,9	74	-	-
SEB Equities	4,0	92	4,2	74	-	-
Carnegie	3,8	85	4,0	61	-	-
ABG Sundal Collier	3,0	77	3,1	52	-	-
Sydbank	2,1	58	2,4	35	-	-
Jyske Bank	2,1	58	2,2	30	-	-
Nykredit Bank	1,9	42	2,0	26	-	-

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research
Bedømmelser på skalaen 1-5. Se også boksen "sådan har vi gjort".

Det ændrer dog ikke ved, at ABG Sundal Collier i år ligger væsentligt under de fire direkte konkurrenter. Der er imidlertid en forklaring på det: Det norske finanshus mistede fra september til januar fire af sine seks aktieanalytikere i Danmark. Tre erfarne navne er ansat i stedet – medicinalanalytikeren Morten Larsen er vendt tilbage, mens de to erfarne analytikere Peter Sehested og Stig Frederiksen er hentet ind fra henholdsvis Handelsbanken, og en stilling som IR-ansvarlig i Mærsk. Også en finansanalytiker er man i færd med at rekruttere, oplyser head of sales Morten Raunholt Eismark.

”Sammenlignet med vores fire direkte og dygtige konkurrenter, er vi ikke tilfredse med vores placering. Vi har i andet halvår udskiftet fire ud af seks analytikere og styrket holdet i processen. Det trækker bare ned i vores karakterer, at nyansatte analytikere hos investorerne starter fra nul, uanset hvor erfarne de er fra tidligere jobs. Men investorerne vil opleve en forbedret service, når det nye hold er helt på plads, og vi kommer stærkt tilbage,” siger han.

Sten Thorup Kristensen

Sådan har vi gjort

Økonomisk Ugebrevs BørsmæglerRating på aktiemarkedet er baseret på input fra 24 porteføljemanagere og 28 IR-managere.

Respondenterne er anmodet om at give dels en overordnet vurdering af mæglerhusene, dels en vurdering af deres rådgivning om investeringer, herunder analyser, og dels, for porteføljemanagernes vedkommende, en vurdering af serviceniveau ved praktiske opgaver.

De præcise spørgsmål lyder: 1) Angiv venligst, hvordan du overordnet bedømmer kvaliteten af deres servicering af professionelle investorer på det danske aktiemarked, som du selv oplever den. 2) Angiv venligst, hvordan du bedømmer kvaliteten af bankernes/mæglernes rådgivning og skriftlige analyser om køb eller salg af danske aktier. 3) Angiv venligst, hvordan du bedømmer bankernes/mæglernes serviceniveau og kompetencer i henseende til praktisk ordredudførelse, f.eks. håndtering af større aktiehandler.

Alle svar er givet på skalaen fra 1 til 5, hvor 5 er bedst. Vi har spurgt til de banker/mæglere, der har aktieanalytikere i Danmark. Dog har vi efter aftale med Handelsbanken, der som bekendt er ved at forlade det danske bankmarked, undladt denne. Handelsbanken har danske analytikere ansat, men de arbejder nu fra Stockholm. Der er for øvrigt heller ingen respondenter, der angiver at købe rådgivning om danske aktier fra Handelsbanken.

Respondenterne er anmodet om kun at afgive bedømmelser, når de mener, at de har den fornødne viden her til. Dette indebærer færre besvarelser, men til gengæld besvarelser af højere kvalitet, hvor bedømmelserne ikke er funderet på rygter eller andenhåndsviden.

AKTIEMÆGLERNE HAR FÅET NYE KUNDER: DE KORTSIGTEDE HEDGEFONDE

Rating af aktiemæglernes investorer: Aktiemæglernes traditionelle kernekunder blandt institutionelle investorer lægger efter de nyere MiFID II-krav mindre i kassen end tidligere. Men de optager også mindre tid. Bl.a. af den interne analysefunktion hos investorerne selv betyder, at de ikke har samme behov som tidligere for daglig kommunikation med eksterne aktierådgivere.

TEMA

"Ingen spørger til værdiansættelse mere," skrev en anonym, men tydeligvis desillusioneret britisk broker, i [en klumme i The Economist](#) tilbage i januar. På den positive side var han stadig i markedet, selv om han nu har gråt hår – tidligere forsvandt brokere i en ung alder ud af enten fordøren eller bagdøren, alt efter om de havde haft succes eller fiasko. Han har også stadig sine gode, gamle kunder blandt institutionelle investorer.

Men han taler ikke meget med dem mere. I stedet går dagen med at tale med kortsigtede investorer, især hedgefonde. Det er dem, der er ligeglade med værdiansættelsen af selskaberne. De interesserer sig i stedet for specielle bets – f.eks. om et selskab vil klare sig bedre eller dårligere end en konkurrent. Ofte er deres virkelige hensigt med samtalen heller ikke at få rådgivning, fornemmer broderen. I stedet prøver de at sprede en for dem selv gunstig stemning om en aktie, de har spekuleret i.

DAGENS NYHEDER

Aktører i det danske aktiemarked, som Økonomisk Ugebrev har talt med, finder fremstillingen noget karikeret. Men de kan genkende elementer af det. Engang var det en udfordring for de institutionelle investorer hver morgen at få og fordøje dagens nyheder. Det skulle de bruge mæglernes hjælp til. I dag kommer det meste i hverdagen automatisk til dem. Kun ved regnskaber og større begi-

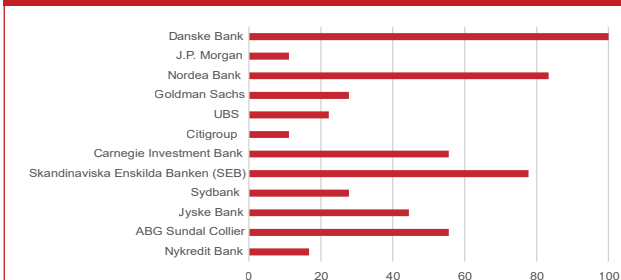
venheder er der behov for sparring om, hvordan det påvirker værdiansættelsen af en aktie.

EU-direktivet MiFID II har også betydning i den henseende. Investorerne skal nu betale eksplicit for analyse og rådgivning. Af svarene på et spørgsmål til porteføljemanagerne i dettes års rating fremgår det, at en lille overvægt af dem mener, at det har svækket effektiviteten på aktiemarkedet. Men under alle omstændigheder har mange brugt de sparede penge til at gøre analysearbejdet selv. Godt halvdelen af respondenterne i dette års aktiemægler survey angiver, at de har styrket den interne analysefunktion i anledning af MiFID II. Det medfører alt andet lige også mindre behov for løbende kontakt med eksterne analytikere i banker og hos børsrådgivere.

MiFID II har også gjort det klart, at de store udenlandske finanshuse er en konkurrent, selv om de sjældent dækker de danske aktier så tæt, som de danske mæglere gør. Et stort flertal i Økonomisk Ugebrevs BørsrådgiverRating køber rådgivning fra Danske Bank, Nordea og SEB, og et flertal er også kunder hos Carnegie og AGB Sundal Collier. Men især Goldman Sachs og UBS har også pæne markedsandele i Danmark.

Sten Thorup Kristensen

HER HAR PORTEFØLJEMANAGERNE KØBT RÅDGIVNING



Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Spm: Angiv venligst, om din institution inden for de seneste to år har købt rådgivning/skriftlige analyser om enkeltaktier eller andre aktierelaterede temaer fra (mægleren).

Note: Følgende mæglere har kun en respondent angivet at have købt rådgivning fra, og de er derfor ikke med i grafikken: Morgan Stanley, Bofa Securities, Credit Suisse, Société Générale, Lån & Spar Bank, Deutsche Bank.

LOVFORSLAG, BEKENDTGØRELSE OG RAPPORTER

MYNDIGHEDSNYT

Nets: Mobile betalingsløsninger kan gøre Dankort dyrere.

Prisen på at bruge Dankort er pr. 2022 sænket med 8 pct.. Men under den nuværende lovgivning om prisfastsættelsen kan det hurtigt gå den anden vej, advarer Nets Danmark i [en henvendelse](#) til Folketingets erhvervsudvalg:

"En forudsætning for en fortsat positiv prisudvikling for Dankortet er høj transaktionsudvikling. Et stadig øget brug af betalinger via mobilen, herunder særligt Apple Pay, har dog en negativ effekt på transaktionsudviklingen på Dankort. Har man som forbruger lagt sit Visa/Dankort i Apple Pay er det kun Visa-delen, der kommer ind. Det betyder, at det er et Visa kort man betaler med og dermed går disse betalinger uden om Dankort. Hvis alle pengeinstitutter vælger at tilbyde Dankort i f.eks. ApplePay, vil Dankort priserne falde endnu mere. Danske Bank har som den eneste danske bank meldt ud, at de vil tilbyde deres kunder muligheden for at tilknytte Dankort i Apple Pay."

Regeringen vil lempe fit & proper-regler for små finansielle virksomheder. Mona Juul (kons.) har i forbindelse med lovforslaget om måltal for køn i virksomhedsledelser spurgt erhvervsministeren, om ikke fit & proper-reglerne for finansielle virksomheder gør det svært at finde egnede kandidater i det hele taget. [Svaret](#) har en rækkevidde ud over det kønspolitiske: "Det er i vores fælles interesse at sikre, at de finansielle virksomheder drives kompetent og ordentligt. Det er imidlertid samtidig vigtigt, at reglerne ikke gør det for svært at få en fit and proper-godkendelse, og at rekrutteringsgrundlaget til den finansielle sektors ledelser ikke bliver for smalt. Jeg er indstillet på at justere reglerne på området, særligt for de mindre institutter, så vi rammer denne balance bedre."

Klimahensyn kan snart blive en faktor i kapitalkrav til banker. Finanstilsynet oplyser ifølge [et svar](#) til Folketingets erhvervsudvalg: "Kapitalkravsforordningen indeholder et mandat, der giver Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA) til opgave at udarbejde en rapport, der skal vurdere, om der er belæg for at tilpasse kapitalkravene til kreditinstitutter i forhold til kreditinstitutternes eksponering mod klima- og miljømæssige og sociale forhold. En tilpasning af kapitalkravene kan eksempelvis ske i form af en "grøn" støttefaktor for aktiver (dvs. en rabat i risikovægte/kapital-

kravet) og/eller en "brun" straffaktor (dvs. et tillæg til risikovægte/kapitalkravet), som afhænger af, om aktiverne lever op til nærmere bestemte klima- og miljømæssige og/eller sociale forhold eller ej. Kommissionen har foreslået at fremskynde deadline for denne EBA-rapport fra juni 2025 til juni 2023 i det seneste forslag til ændring af kapitalkravsforordningen. Kommissionen skal herefter tage stilling til, om den vil fremsætte et lovforslag."

Talrige mangler i SEB's hvidvask-håndtering. Finanstilsynet har været på inspektion i den svenske storbanks danske filial. Det udløste hele 12 påbud om at styrke kontrollen med hvidvask – ifølge [tilsynsredegørelsen](#) bl.a. disse: "Filialen har fået påbud om at revidere sin risikovurdering. Risikovurderingen skal tage udgangspunkt i filialens forretningsmodel og afspejle alle filialens risikofaktorer. (...) Filialen har fået påbud om at etablere tilstrækkelige interne kontroller, så der indarbejdes sikring mod fejl, og mod at en medarbejder kan misbruge sin stilling i forbindelse med behandling af alarmer fra overvågningssystemet. Filialen har fået påbud om at etablere en uafhængig kontrol på hvidvaskområdet, i relation til undersøgelses-, noterings-, underretnings- og opbevaringspligt. Filialen har fået påbud om at sikre, at den i forbindelse med oprettelse af kundeforhold indhenter tilstrækkelige kundekendskabsoplysninger i overensstemmelse med hvidvaskloven."

Taktisk fejl kostede OW Bunker-kreditorer 1 mia. kr. Højesteret har afvist et krav fra konkursboet på 1014 mia. kr. vedr. en udbyttebetaling kort før konkursen. Det hedder i [dommen](#): "Det fremgik af stævningen (en tidligere stævning, der allerede var afgjort, red.), at påstanden angik OW Bunker-koncernens samlede tab på 1.214 mio. kr. i anledning af udlodninger i 2013, men at kravet af procesøkonomiske årsager alene blev indtalt med 200 mio. kr. med forbehold for senere forhøjelse af påstanden. (...) Højesteret udtalte, at kravet på restbeløbet på 1.014 mio. kr. hvilede på det samme grundlag som det krav, der allerede var indtalt og til prøvelse i konkurssag I. Konkurs sag I var derfor til hinder for, at kravet på 1.014 mio. kr. kunne prøves i konkurssag II. Det var ikke godtgjort, at der forelå en anerkendelsesværdig interesse, der kunne føre til, at kravet på 1.014 mio. kr. kunne behandles under en særskilt sag."

STK

AKTUELLE FAGLIGE NYHEDSBREVE OG RAPPORTER

RAPPORTINDEKS				
Titel og link	Tema	Udgiver	Type	Udgivet
Ny lov indfører forbud mod at spørge til jobansøgers alder (Ny)	Lovgivning	Kromann Reumert	Artikel	24.03.2022
Nyt lovforslag om forlængelse af fristen for indberetning af årsrapporten (Ny)	Regnskab & Finans	Horten	Artikel	18.03.2022
4th Package of Sanctions and Russia wavering IPR protection (Ny)	Politik	Moalem Weitemeyer	Artikel	18.03.2022
Transfer pricing-dokumentation kræver øget fokus (Ny)	Lovgivning	EY	Artikel	02.12.2021
Mazanti-Andersen advises Avid Ventures and General Catalyst on its investment in payroll platform Pento (Ny)	Rådgivning	Mazanti-Andersen	Artikel	09.12.2021
Opholds- og arbejdstilladelser til ukrainske flygtninge – særlov hurtigt vedtaget (Ny)	Lovgivning	DLA Piper	Artikel	18.03.2022
Hvad er din risiko som eksportør, hvis du nægter at levere til russiske kunder? (Ny)	Politik	Njord Law Firm	Artikel	22.03.2022
GRO Capital rejser EUR 600 millioner ved closing af GRO Fund III (Ny)	Kapitalmarkeder	Plesner	Artikel	23.03.2022
Højere selskabsskat for den finansielle sektor og fradragsloft over lønninger	Skatter & Afgifter	Kromann Reumert	Artikel	11/03/2022
Trussel om nationalisering af danske interesser i Rusland	Politik	Horten	Artikel	16/03/2022
News about the Deutsche Umwelthilfe v Germany ("Volkswagen") Case	ESG	Moalem Weitemeyer	Artikel	13/03/2022
Bevar den fulde sigtbarhed på vej ind i skyen	IT/Digital	EY	Artikel	22/12/2021
Mazanti-Andersen advises Jeito Capital on its investment in NMD Pharma A/S	Investering	Mazanti-Andersen	Artikel	04/03/2022
Sanktioner mod Rusland og Belarus som følge af konflikten i Ukraine	Politik	DLA Piper	Artikel	14/03/2022
Fragtfører endte med produktansvaret, som ikke kan forsikres	Lovgivning	Njord Law Firm	Artikel	16/03/2022

DENNE SIDE ER SPONSORERET AF:

(Klik på logo og få adgang til flere ressourcer)

**MAZANTI-
ANDERSEN**



**KROMANN
REUMERT**

PLESNER

NJORD
LAW FIRM

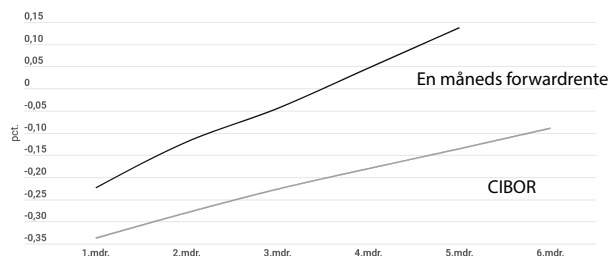


**Moalem
Weitemeyer**

HORTEN

RENTE- OG VALUTA-GRAFIKKER

GRAFIK 2: KORTE RENTER OG FORVENTNINGER



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

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

GRAFIK 3: FRA-SATSER

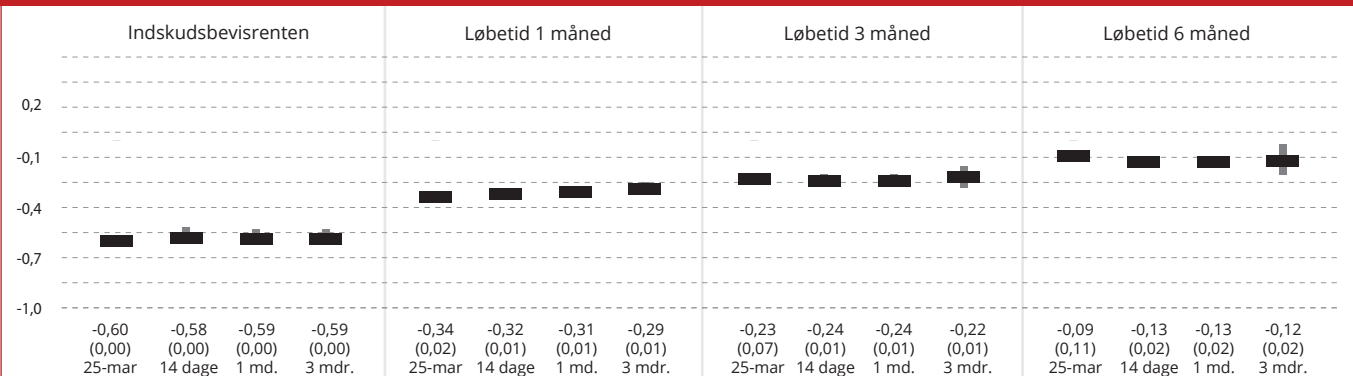
Rentesats i procent

Start	3 mdr. Bid	3 mdr. Ask
Jun-21	-0,16	-0,12
Sep-21	0,06	0,13
Dec-21	0,37	0,41
Mar-22	0,73	0,77

Ud for Jun-21 3 mdr. står -0,16. Det betyder, at man i dag kan aftale at placere indskud svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,16 pct. fra Jun. 21 til Sep. 21. Tilsvarende kan man i dag aftale at låne svarende til en tre-måneders CIBOR på -0,12 pct. fra Jun. 21 til Sep. 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

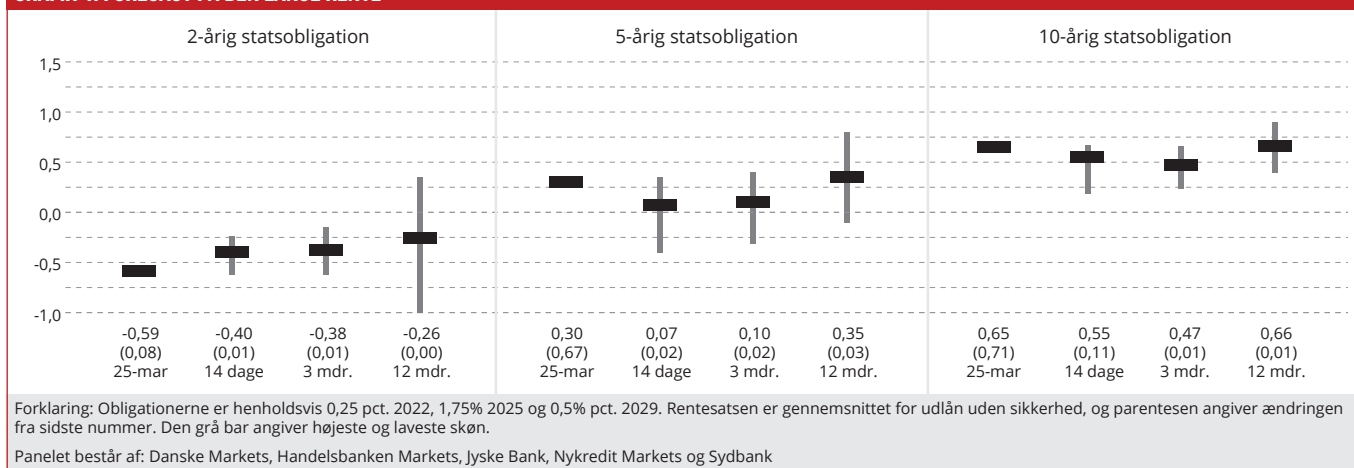
GRAFIK 3: DANSK 10-ÅRIG STATSOBLIGATION – LANGT SIGT



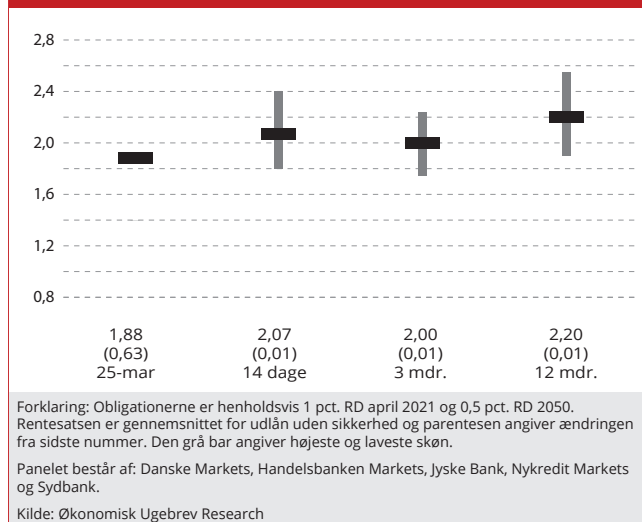
GRAFIK 2: DANSK 10-ÅRIG STATSOBLIGATION – KORT SIGT



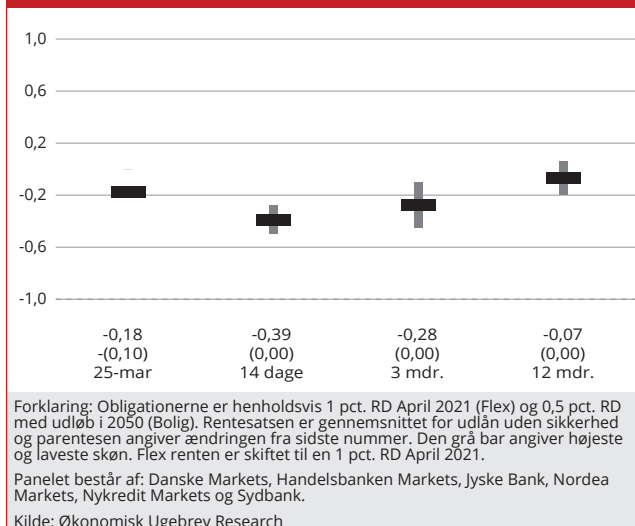
GRAFIK 1: FORECAST PÅ DEN LANGE RENTE



30-ÅRIG REALKREDITOBLIGATION



ETÅRIG FLEXLÅN®



EUR/USD – KORT SIGT



Kilde: Investing.com

EUR/USD – LANGT SIGT



Kilde: Investing.com

FORECAST PÅ DE VIGTIGSTE VALUTAER

		Aktuelle kurs 25-03-2022	Forventninger til valutakurser om:			Pris inkl. 6 mdr.
			1 måned	3 måneder	6 måneder	Inkl. termin
EUR		7,44	7,44 (7,44-7,45)	7,44 (7,44-7,44)	7,44 (7,44-7,45)	7,44
GBP	!!	8,87	8,81 (8,39-9)	8,85 (8,56-9,07)	8,85 (8,66-9,2)	8,82
SEK	!	0,72	0,71 (0,7-0,72)	0,71 (0,7-0,72)	0,73 (0,72-0,74)	0,72
NOK	!!	0,78	0,75 (0,73-0,76)	0,74 (0,72-0,76)	0,75 (0,72-0,77)	0,77
CHF	!	7,29	7,16 (7,09-7,26)	7,17 (7,09-7,26)	7,17 (6,9-7,37)	7,30
PLN	!	1,57	1,65 (1,65-1,65)	1,64 (1,64-1,64)	1,60 (1,57-1,63)	1,57
USD	!!	6,76	6,75 (6,59-6,88)	6,79 (6,64-6,85)	6,70 (6,36-6,85)	6,70
JPY	!!	5,56	5,77 (5,6-5,96)	5,87 (5,6-6,01)	5,79 (5,5-6)	5,55
(X100)						
EUR/USD	!!	1,10	1,10 (1,08-1,13)	1,10 (1,09-1,12)	1,11 (1,09-1,17)	1,11

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 bankerne 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 estimer 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
Email: kontakt@ugebrev.dk

Bogholderi

Linda Hardø, lh@ugebrev.dk

Abonnement

Helår 6565 kr. eks. moms

For køb kontakt Sidsel Bogh
sidsel@ugebrev.dk



Ansvarsh. chefredaktør

Morten W. Langer

Adm. direktør

Lars Bo Haber Petersen

Redaktion

Ejlif Thomasen
Peder Bjerger,
Carsten Vitoft
Sten Thorup Kristensen
Bruno Japp
Hugo Gaarden
Claus Strue Frederiksen

Redigering og layout

Josephine Daniel
Jesper Vorup

Grafik og research

Nicole Cherine de la Sencerie
El-Dessouky
Jonas Højrup Hansen
Rasmus Juhl
Jesper Vorup

Annoncesalg

Sidsel Bogh, sidsel@ugebrev.dk

ISSN 1903 - 8666