

Inside Business

Indhold

1/ Leder	s. 1	6/ <i>Inside Story:</i> EQT vil sende Tiger på Børsen	s. 21
2/ <i>Inside Story:</i> Politianmeldelse på vej mod OW Bunkers bestyrelse	s. 3	7/ <i>Kommentar:</i> Alternative investeringer byder på attraktive afkast	s. 29
3/ Ugens vindere og tabere	s. 8	8/ <i>Ugens Insider:</i> IMD-chef: Topchefer glemmer, at disruption skabes af to mænd i en kælder	s. 33
4/ <i>Kommentar:</i> Da Nordea og Nykredit trådte i spinaten	s. 12	9/ <i>Lifestyle:</i> Tjen penge på specialbiler? Følg med på biljagt i Tyskland	s. 36
5/ <i>Verden ifølge Gardel</i>	s. 15		

1/ Kære abonnent

Velkommen til InsideBusiness, Danmarks nye dybdegående erhvervsmedie.

AF PETER NYHOLM OG MORTEN JOHNSEN

På InsideBusiness er vores fornemmeste opgave at komme ind bag kulissen på virksomheder, centrale erhvervsbegivenheder og personer.

I vores første udgivelse afslører vi en ny og overraskende drejning i dramaet om kollapset i OW Bunker, hvor vi er i besiddelse af fortrolige politianmeldelser mod en række af det krakkede olieselskabs topfigurer, som Finanstilsynet netop nu er ved at lægge sidste hånd på. Forstå, hvorfor myndighederne f.eks. vil gå personligt efter tre bestyrelsesmedlemmer fra OW Bunker: tidligere Danske Bank-direktør Jakob Brogaard og to partnere fra kapitalfonden Altor, Søren Johansen og Petter Samlin.

Vi løfter også sløret for kapitalfonden EQT's massive investeringer i Danmark med afsæt i fondens guldæg Tiger, der styrer mod en børsnotering i begyndelsen af 2017. Vi går tæt på fondens historiske investeringer i Danmark og giver et indblik i



fondens enkelte investeringer helt tilbage fra 1996. Kan EQT's danske "kapitalfondskonge" Ole Andersen nu også bære den fornemme titel?

Vores globale korrespondent Uffe Gardel kigger desuden nærmere på efterdønningerne fra VW-skandalen, ligesom to af InsideBusiness' faste kommentatorer, kommunikationsekspert Steen Reeslev og aktiechef Jesper Langmack, vurderer henholdsvis Nordeas og Nykredits haltende krisekommunikation og markedet for alternative investeringer.

Morten Johnsen taler desuden med økonomiprofessor og leder af den prestigefyldte IMD-uddannelse i Schweiz Ralf Boscheck om topchefernes største udfordringer.

Sidst skal der selvfølgelig også være noget at holde weekend på. Chefredaktør Peter Nyholm forsøger at tjene penge på at importere en brugt sportsvogn fra Tyskland. Det er ikke nemt, og kvalerne er kun lige begyndt. Læs vores Lifestyle-klumme.

God læselyst

Morten Johnsen & Peter Nyholm



PETER NYHOLM

MORTEN JOHNSEN

2/ Inside Story

Politianmeldelse på vej mod OW Bunkers bestyrelse

De danske myndigheder jagter en række af topfolkene bag OW Bunkers opsigtsvækkende konkurs, herunder ledelsen i kapitalfonden Altor. Fortrolige dokumenter afslører, at Finanstilsynet i al hemmelighed er ved at lægge sidste hånd på en politianmeldelse af en række af hovedpersonerne i krakket, der rystede det danske aktiemarked. Kom med bag om kulissen på det, som myndighederne vil fælde blandt andet Altor-partner Søren Johansen og tidligere Danske Bank-direktør Jakob Brogaard på.

AF PETER NYHOLM

Bestyrelsen var vel vidende om den spekulation, der knækkede OW Bunker. Og de har således et medansvar for at føre investorerne bag lyset i forbindelse med oliehandelselskabets børsnotering. Sådan lyder en del af vurderingen i et udkast til en politianmeldelse af en række hovedpersonerne bag OW Bunkers konkurs fra Finanstilsynet, som InsideBusiness nu kan løfte sløret for.

Både bestyrelsen i OW Bunker og kapitalfonden Altor, der sendte selskabet på børsen, har ellers forsøgt at tørre ansvaret for børsskandalen af på OW Bunkers daglige ledelse. Men flere i bestyrelsen, herunder repræsentanterne for kapitalfonden Altor, der tjente stort på børsnoteringen af det nordjyske olie-selskab, kendte til den spekulation, som knækkede selskabet. Sådan lyder Finanstilsynets vurdering i udkast til politianmeldelser, som skal forelægges Finanstilsynets bestyrelse i de kommende måneder. Der er tale om en helt ny og ubeskrevet straffesag i det komplekse forløb.



BAG OM HISTORIEN

InsideBusiness kom i besiddelse af udkast til politianmeldelser af fem centrale figurer i OW Bunker-skandalen. Der er tale om materiale, der i de kommende måneder skal forelægges Finanstilsynets bestyrelse, som skal vurdere, om det skal overgives til politimæssig efterforskning.

InsideBusiness har været i kontakt med personer, der nævnes i materialet, deres advokater eller med kapitalfonden Altor. Ingen har ønsket at komme med udtalelser.



Det betyder, at to af landets mere velrenommerede erhvervs personer nok ville ønske, at de aldrig havde sagt ja tak til bestyrelsesposten for OW Bunker. For nu står de over for en politianmeldelse og eventuelt en opslidende straffesag for brud på værdipapirhandelsloven for at have udvist grov uagtsomhed, da OW Bunker blev børsnoteret.

Det er særlig relevant for de to partnere i Altor, fordi selv samme kapitalfond i forbindelse med børsnoteringen solgte aktier for 3,2 milliarder kroner. Op til børsnoteringen blev der ifølge tilsynet trukket yderligere 1,2 milliarder kroner ud af selskabet, som blev børsintroduceret med en markedsværdi på 5,3 milliarder kroner.

Hovedpersonen er Altor-partner og tidligere direktør for advokatfirmaet Kromann Reumert Søren Johansen, der også er formand for Danmarks såkaldt førende juridiske tænketank Justitia.

Søren Johansen risikerer en politianmeldelse, fordi han via sin rolle som kapitalfondens Altors danske chef var bestyrelsesmedlem i OW Bunker-koncernen fra juni 2011 til konkursen i november 2014. Forud for sin indtræden i bestyrelsen deltog han i bestyrelsesmøderne som gæst.

”Han har modtaget alt det materiale, der er tilgået bestyrelsen i denne periode, bortset fra materialet til bestyrelsesmødet i februar 2011. Søren Johansen vurderes på den baggrund at være bekendt med, at prospektet var mangelfuldt i en sådan grad, at det påvirkede vurderingen af selskabet,” fremgår det af Finanstilsynets undersøgelse af sagen.

Også tidligere formand for Finansiell Stabilitet og kreditdirektør i Danske Bank Jakob Brogaard, der sad i bestyrelsen for OW Bunker fra august 2008 og frem til konkursen, risikerer en politianmeldelse. Det samme gør Altor-partner Petter Samlin, der sad i bestyrelsen for OW Bunker fra 2012 til 2014.

Ud over de tre tidligere bestyrelsesmedlemmer i det krakkede olieselskab står OW Bunkers mangeårige topchef Jim Petersen og selskabets forhenværende finansdirektør Morten Schou også i materialet fra Finanstilsynet. InsideBusiness er i besiddelse af fem ret enslydende udkast til politianmeldelser af de fem personer, som myndighederne nu altså udpeger som de hovedansvarlige i den opsigtsvækkende konkurs. Finanstilsynets bestyrelse skal på et møde i de kommende måneder tage endelig stilling til, om anmeldelserne skal overdrages til politiet for at blive efterforsket. Men heller ikke efter det møde



vil offentligheden få adgang til de hemmeligholdte dokumenter, idet der henvises til, at der er tale om politianmeldelser af fysiske personer.

Sagen er også interessant i den parallelle erstatningssag, hvor der helt usædvanligt er rejst krav om erstatning mod OW Bunkers hovedaktionær, den svenskbaserede kapitalfond, Altor, forklarer professor i selskabsret ved CBS Søren Friis Hansen, der følger OW Bunker-forløbet tæt:

"I erstatningssagen om OW Bunker forsøger man også at gøre kapitalfonden som moderselskab erstatningsansvarlig. Her er det afgørende, om moderselskabet eller kapitalfonden har været inde at styre processen. Denne her sag vil kunne bekræfte, at det har de."

InsideBusiness har været i dialog med de fem hovedpersoner enten personligt, via deres advokat eller via den svenske kapitalfond Altor, som Søren Johansen og Petter Samlin stadig arbejder for. Alle steder lyder meldingen: "ingen kommentarer". Kun hos Altor uddyber kommunikationschef Tor Krusell: "Jeg kan oplyse, at vi endnu ikke har modtaget en politianmeldelse."

FORSTÅ FINANSTILSYNETS POLITIANMELDELSE

Men hvor meget skal der til, før man som bestyrelse og daglig ledelse kan drages til ansvar for at have leveret et så mangelfuldt børsprospekt, at man personligt bliver politianmeldt? Det svarer Finanstilsynet på i de 31 sider lange dokumenter, der underbygger påstanden om, at de tre bestyrelsesmedlemmer var bekendt med, at OW Bunkers børsprospekt "var mangelfuldt i en sådan grad, at det påvirkede vurderingen af selskabet."

Helt centralt er det billede af en olievirksomhed med "en konservativ driftsfilosofi og virksomhedskultur", som blev tegnet for de investorer, der købte aktier ved børsnoteringen. Det viste sig efterfølgende, at OW Bunker drev et datterselskab Dynamic Oil Trading (DOT), hvor man direkte spekulerede i olieprisen. Og det kendte bestyrelsen til, mener Finanstilsynet:

"Det vurderes, at bestyrelsen og direktionen var bekendt med både DOT og den spekulation, som selskabet foretog, herunder hvilken betydning de to områder havde for selskabets indtjening og resultater. Ledelsen vidste således, at DOT havde en anden risikoprofil og kreditpolitik end den øvrige del af reselling-divisionen. Bestyrelsen havde givet mandat til, at



selskabet foretog spekulation med henblik på at skabe værdi for selskabet – og dermed ikke blot afdækkede risici – og bestyrelsen modtog på månedsbasis rapporter, hvoraf det fremgik, hvilke fortjenester og tab der var på spekulation.”

Det er i dag velkendt, at man både fra OW Bunkers hovedkvarter i Aalborg og forud for selskabets krak tjente millioner på at spekulere i olie i DOT. Især sidstnævnte er essentielt, da OW Bunkers ledelse efter krakket forsøgte at tage afstand til DOT med henvisning til, at Singapore-selskabets og dets frontfigur, Lars Møller, havde foretaget dispositioner, som man ikke kendte til i OW Bunkers øverste ledelse. Bestyrelsen i OW Bunker oplyste blandt andet i en pressemeddelelse, at Dynamic Oil Trading var underlagt samme risikostyringsstyrings-systemer som OW Bunker selv.

Således tegner det til at blive en central del af det kommende retsopgør at få afklaret, hvem der kendte til DOT's spekulationsaktiviteter før børsnoteringen. Finanstilsynet vurderer nemlig, at DOT's aktiviteter burde have været mere klart beskrevet i prospektet.

”Ledelsen var endvidere bekendt med, at disse oplysninger ikke var medtaget i prospektet, der havde været til gennemsyn hos disse. Dermed burde ledelsen vide, at der var en nærliggende risiko for, at potentielle investorer ikke havde den fornødne information til at danne sig et velbegrundet skøn over selskabet,” konkluderer Finanstilsynet.

Forud for OW Bunkers børsnotering i foråret 2014 havde Altor desuden jagtet en køber til selskabet i en hemmeligstempleet proces kaldet ”Project Oak”. Her kunne man dog ikke få en tilfredsstillende pris for olieselskabet, men undervejs i salgsprocessen fandt selskabet og dets ejer, Altor, det væsentligt at informere branchekyndige købere om aktiviteten i Dynamic Oil Trading. Især fordi det på det tidspunkt forventedes, at DOT ville vokse og komme til at udgøre en væsentlig del af OW Bunkers fremtidige omsætning og indtjening.

Finanstilsynet undrer sig derfor over, hvorfor OW Bunker ikke fortalte mere om datterselskabet i prospektet, når nu branchekøberne fik detaljeret viden om disse forhold i den tidligere salgsproces.

BROGAARD FANDT INGEN FEJL I PROSPEKTET

I et høringsvar gengivet i politianmeldelsen forsøger i hvert fald Jakob Brogaard at undgå yderligere tiltale. Her påpeger



den tidligere Danske Bank-direktør og formand for det statslige afviklingsselskab Finansiell Stabilitet, at han ikke har deltaget i arbejds møder i forbindelse med udarbejdelsen af prospektet, ligesom han heller ikke deltog i salgsprocessen fra 2013. Men han har dog fået forelagt udkastene til prospektet:

”Jakob Brogaard fandt ved gennemgangen ingen fejl eller udeladelser i prospektet,” fremgår det af materialet fra Finanstilsynet.

De to Altor-partnere Søren Johansen og Petter Samlin sendte et samlet høringssvar til Finanstilsynet den 30. april i år. Her påpeger de, at selve udarbejdelsen af prospektet ”i høj grad var en proces mellem den daglige ledelse og rådgiverne.” Men de erkender at have deltaget i arbejds møder, og at de kommenterede prospektudkastet. De erkender også, at der blev givet flere informationer til branchekendere i forbindelse med salgsprocessen i 2013 end i prospektet:

”Materialet til salgsprocessen i foråret 2013 indeholder flere oplysninger end prospektet, fordi sådant materiale er fortroligt,” skriver de i høringssvaret.

De to partnere henviser også til, at risikoen forbundet med prisen på skibsbrændstof var beskrevet i prospektet.

John Korsø Jensen, advokat for tidligere CEO i OW Bunker Jim Pedersen, har oplyst, at man ikke har kommentarer til sagen. Men af Finanstilsynets rapport fremgår et høringssvar fra Jim Pedersen, hvori han forsøger at nedtone Dynamic Oil Tradings betydning for krakket og overføre en del af ansvaret til rådgiverne: ”Rådgiverne i forbindelse med børsnoteringen havde adgang til alle relevante oplysninger, hvorfor der ikke burde mangle oplysninger i prospektet.”

Finanstilsynets konstaterer imidlertid, at brug af rådgivere ikke frikender ledelsen for ansvar:

”Det faktum, at der var anvendt en række rådgivere i forbindelse med udarbejdelsen af prospektet, medfører ikke en anden vurdering. Det er selskabets ledelse, der er tættest på selskabet. Det er ledelsen, der skal vurdere, hvilke oplysninger der er relevante i forbindelse med en beskrivelse af selskabet.”

Finanstilsynet har ikke ønsket at kommentere det fortrolige materiale, som InsideBusiness har fremlagt i denne artikel. ■

3/ Ugens op- og nedture

AF PETER NYHOLM OG MORTEN JOHNSEN

Optur



Medvind til DONG

Torsdag løftede energikæmpen DONG sløret for sit længe ventede børsprospekt, der skal bane vej for den største børsnotering herhjemme nogensinde.

Omkring 100 milliarder kroner lyder den forventede markedsværdi på det statsejede energiselskab, der for under tre år siden kæmpede med svigtende indtjening og en voldsom gæld.

Netop nu rejser DONG-ledelsen med topchef Henrik Poulsen og vindchef Samuel Leopold Europa tyndt og præsenterer børsbejleren for professionelle investorer, og meldingen lyder allerede nu på en solid købsinteresse fra de store investorer i udlandet.

For Goldman Sachs og de to danske pensionskæmper PFA og ATP er der god grund til at gnide sig i hænderne. De købte sig ind i DONG i efteråret 2013, hvor DONG havde et prisskilt på blot 45 milliarder kroner, og sammen kan de tre finansielle kæmper grine hele vejen til banken.

Optur



Danske Bank er blevet pressedomptør

Det er kun et par år siden, af Danske Bank tabte medieslag efter medieslag og udgjorde bunden i den ene imageundersøgelse efter den anden med filiallukninger og eftervirkningerne efter finanskrisen. Men Danske Bank har lært af de mange tæv.

Selv om InsideBusiness i denne uge sender datterselskabet Realkredit Danmark ned, må vi samtidig sende Danske Bank op for det, der ligner et nøje orkestreret mediestunt. For dagen efter at banken præsenterede danskerne for uvelkomne prisstigninger på realkreditlån, der husker danskerne på den ringe konkurrence på realkreditområdet, formåede Danske Bank at indtage forsiden af Dagbladet Børsen med en meget positiv sag.

Pludselig fremstod Danske Bank som en aktør, der forsøger at give mere konkurrence. Det skete med historien om, at banken med sin Mobilepay-app vil snuppe Nets' lukrative marked for regningsbetaling, Betalingsservice. Her er det velkendt og velbeskrevet, at konkurrencesituationen er dybt problematisk. Stor respekt for Danske Banks orkestrering af medie billedet.

Optur



Der er penge i dansk velsmag

Det er blot få år siden, den svensk-britiske kapitalfond IK Partners opslugte Claus Meyers og Løgismoses respektive madimperier, og nu tyder alt på, at endnu en dansk virksomhed med velsmag i højsædet er på vej til at blive solgt.

Ifølge Berlingske har landets fremmeste bagerkæde, Lagkagehuset, og ejeren, FSN Capital, hyret investeringsbanken FIH Partners og dennes leder, Kim Bøtkjær, til at finde en køber, der kan hjælpe kagehuset med en international ekspansion.

Rygterne vil vide, at også en anden dansk madsucces, nemlig Joe & The Juice, også meget vel kan blive solgt inden længe, og dermed må det stå klart for enhver, at Danmark virkelig formår at skabe vækstsucceser inden for det gastronomiske felt.

Nedtur



Nu straffer Danske Bank boligejerne

Danske Banks realkreditselskab Realkredit Danmark kom i forbavsende mild modvind i denne uge. Trods dårlige nyheder. Ligesom Nykredits Totalkredit hæver man nu bidrags-satserne på F1-, F2-, F3- og F4-lån. Det er ganske betragtelige prisstigninger på mere end 20 procent. Det undrer, at F5-lånet er undtaget – skal det nu være mere sikkert end et F4-lån?

Begrundelsen for prisstigningerne er, at Realkredit Danmark risikerer at overskride nogle grænseværdier fastsat af Finanstilsynet. Og så vil man med prisstigninger på de populære lån sende kunderne over mod de langt dyrere fastforrentede lån. På InsideBusiness tror vi snarere, at Danske Bank finder timingen rigtig, nu hvor Nykredit har taget skraldet for prisstigningerne i pressen. Strategien synes at fungere overraskende godt, for pressedækningen af manøvren var næsten forstående i modsætning til det oprør, der rejste sig mod Nykredits priscirkus.

Hvor længe kan dette reguleringspøgelse blive brugt som undskyldning for at hæve priserne? Hvem er disse EU- og Basel-organer i virkeligheden til gavn for? Skulle de ikke snarere sikre en øget konkurrence på tværs af landegrænser, som sikrer lavere priserne til gavn for boligejerne?

En gave siger mere end ord

– det gør en firmajulegave også



- Sæt pris på gode medarbejdere med god kvalitet
- Forær en gave med historie og værdier som ledelsen står inde for
- Signaler ledelsens gode smag med julegaver i internationale prisbelønnede designs til medarbejderne

STOCKHOLM Aquatic – design: Bernadotte Kylberg

www.stelton.dk

[@stelfondesign](https://www.instagram.com/stelfondesign)

[/stelton](https://www.facebook.com/stelton)

stelton

4/ Kommentar

Da Nordea og Nykredit trådte i spinaten

Hvad skulle erhvervsmedierne gøre uden den finansielle sektor? Midt i en god mediestorm mod Nykredit, der kunne have varet længe endnu, tog Nordea over.

AF DIREKTØR STEEN REESLEV

Hvad skulle erhvervsmedierne gøre uden den finansielle sektor? Midt i en god mediestorm mod Nykredit, der kunne have varet længe endnu, tog Nordea over.

Panama-papirerne afslørede en totalt uforberedt nordisk storbank, men krisen var lige så forudsigelig som Nykredit lancerings af prisforhøjelser. Når man opererer fra skattely som Luxembourg, må man have fantasi til at forestille sig, at kunder vil udnytte det til at unddrage sig skat – og det kan man forberede sig på.

I første omgang troede Nordea tilsyneladende, banken kunne imødegå kritik ved at henvise til en overordnet politik om, at man skam ikke ønskede at være med til den slags. Den taktik fik chefen for den internationale private banking-afdeling i Nordea, Thorben Sander, lov til at lægge ansigt til i den store DR-dokumentar om skattelækket, der åbnede krisen for Nordea.

Det næste træk var endnu et politikertrick, da Nordea annoncerede en intern undersøgelse, men den slags udenomssnak fik naturligvis ikke kritikken til at dø, og i de kommende dage måtte pressechef Jonas Torp fra afdelingen i Luxembourg træde til.

Pressechefen svarede konkret og effektivt. Han kunne oplyse, at Nordea var holdt op med at bidrage til skatteunddragelse i 2009. Alt for sent, men dog en klar stillingtagen til et af de relevante spørgsmål. Problemet var blot, at det nok ikke var



STEEN REESLEV

Kommunikation

Steen Reeslev skriver om kommunikation i Inside-Business. Steen Reeslev er direktør i kommunikationsvirksomheden This Is Touch og har mange års erfaring med kommunikation. Han har tidligere været kommunikationsdirektør i A.P. Møller-Mærsk og Danske Bank.



helt rigtigt. I hvert fald blev topchefen, Casper von Koskull, kastet for medierne i de kommende dage – og han blev konfronteret med sager efter 2009, som han havde svært ved at svare på.

Undervejs stod chefen for wealth management, Snorre Storset, frem med den opsigtsvækkende udtalelse, at ledelsen faktisk ikke vidste, hvad der foregik i Luxembourg, når det kommer til Panama.

Et uskønt forløb helt på niveau med Nykredits miskommunikation, da de satte priserne op, men hvor Nykredit måtte antages at være fuldt forberedt på egen nyhed, blev Nordea tacklet fra en vinkel, de havde tilladt at være blind.

Nordea gjorde vel, hvad der står i nogle lærebøger om krisekommunikation. De startede med at sende chefen for private banking i marken med en forklaring, der indrømmede mindst muligt.

Den strategi virker bedst, hvis modparten ikke har mulighed for at grave yderligere information op – og ellers giver det en andenserv, fordi man kan sende sagen højere op i systemet. I krisesituationer har man som i tennis normalt to server. Først en leder nede i hierarkiet, siden en topchef. I sagen om Panama-papirerne virker det, som om samtlige pressetalsmænd og en stor del af topledelsen har været på banen.

I den aktuelle sag, hvor flere hundrede journalister har arbejdet på en gigantisk lækage i et år, forekommer det i bedste fald naivt at basere sin strategi på, at der ikke skulle dukke mere op. Det næste træk – at iværksætte en undersøgelse af sig selv – hænger smukt sammen med det fjerde træk, hvor chefen for wealth management fortæller, at han ikke ved, hvad der foregår i hans område i Luxembourg, når det kommer til Panama. Det virker indimellem for politikere, men duer ikke i virksomheder, der forventes at have styr på forretningen.

Uvidenhed er en usædvanlig indrømmelse fra en topchef, men formentlig sand. Nordea er en stor bank med wealth management spredt over flere lande. Den øverste chef for området forventes normalt ikke at vide alt helt ned i detaljen.

Men her hopper kæden af, for deltagelse i systematisk skatteunddragelse er naturligvis ikke en detalje, når man har chefansvaret for en afdeling, der opererer fra et skattely. Det er helt inde i kernen af ens ansvar.



En fuldt forudsigelig krise bør ikke være en blind vinkel. Den er lige så let at forberede sig på som en produktlancering eller en planlagt prisforhøjelse.

Ledelsen i store virksomheder kan bruge kommunikation til at vide, hvad der foregår, hvis den pålægger funktionscheferne at redegøre for, hvad de foretager sig – og især om det, der bør holde dem vågne om natten. Som en funktionschef i Luxembourg, der nok burde have tænkt, at spørgsmålet om skattely ville dukke op. ■

5/ Verden ifølge Gardel

VW har katastrofen under kontrol

De økonomiske konsekvenser af dieselskandalen er stadig uafklarede, men den store tyske bilkoncern ser ud til at slippe uden eksistenstruende udgifter til bøder og erstatninger. Og den har formentlig ikke været alene om at manipulere med udstødningstallene.

AF UFFE GARDEL

Naturligvis måtte der komme en film. Og nu er den på vej. Den amerikanske filminstruktør Steve Kalafer arbejder på en dokumentarfilm med arbejdstitlen "Backfire – The VW Fraud of the Century". Måske vinder han en Oscar; han har været nomineret til prisen tre gange, og denne gang laver han i hvert fald film om noget, han brænder for – Kalafer er nemlig også mangeårig folkevognsforhandler.

"Jeg begyndte med to benzinstandere og et showroom med plads til én bil," sagde han for nylig til Autoweek, et amerikansk nyhedssite for bilbranchen.

"Kendsgerningerne er, at hvis ikke disse problemer bliver løst regulært, ærligt og retfærdigt, så vil Volkswagen senere vise sig at have ødelagt virksomheden," lød hans advarsel til den store skandaleramte bilproducent.

I USA er både myndigheder og offentlighed stadig rystede over den måde, den tyske bilproducent har håndteret skandalen på. Og VW har faktisk mistet kunder, selv om virksomhedens salg ikke er så hårdt ramt, som man måske kunne have ventet. Bilsalget i USA går godt lige nu og oplever en pæn økonomisk vækst, men boomet kommer ikke rigtig de tyske bilmærker til gode – og da slet ikke VW. I april solgte Ford 4 procent flere biler end i april 2015. Mercedes' salg var uændret, BMW tabte 7,4 procent, og Volkswagen gik 9,7 procent tilbage. Det ser ud til



UFFE GARDEL

Global korrespondent

Uffe Gardel er InsideBusiness' globale korrespondent. Han er seniorskribent med stor indsigt i globale forhold, taler en række sprog flydende og interesserer sig for verdenspolitik bl.a. med fokus på konflikten Vesten overfor Rusland. Han har i en årrække været ansat på Berlingske. I dag arbejder han som skribent og kommunikationskonsulent.



at blive regningen: Skandalen har kostet en tiendedel af salget i USA – et marked, som sidste år aftog godt 600.000 af de 9,3 millioner personbiler, VW-koncernen solgte på verdensplan. Tabet er altså føleligt, men dog overskueligt.

I Europa har forbrugerne ikke taget det nær så tungt, selv om VW også her mister markedsandele. Første kvartal i år steg VW-koncernens samlede salg af personbiler i Europa med 2,3 procent, mens markedet samlet voksede med lige godt 6 procent. Så man er altså gået glip af nogle procents bilsalg, og det vejer naturligvis tungt, når man sidder så tungt på et stort marked: Næsten hver fjerde nye personbil i Europa kommer fra en af VW-koncernens fabrikker. Men det er ingen katastrofe.

Aktiemarkedet har også taget sagen nogenlunde roligt. Da skandalen kom frem i september sidste år, styrteddykkede aktien ganske vist og tabte på få dage en tredjedel af sin værdi. Siden har den langsomt bevæget sig opad igen og har nu genvundet omtrent halvdelen af det tabte. Faktisk har VW-aktien i perioden samlet set ikke klaret sig dårligere end Daimler og ikke dramatisk dårligere end BMW.

Men hvad de økonomiske konsekvenser reelt ender med at blive, kan ingen sige, alene af den grund at de amerikanske myndigheder ikke har formuleret deres bødekraft endnu, og VW og det amerikanske justitsministerium forhandler stadig om et forlig. Der er teoretisk mulighed for at kræve en bøde på op til 37.500 dollar per køretøj, altså noget i retning af 18 milliarder dollar, det vil sige 16 milliarder euro, for en halv million biler. Ingen venter dog så store bøder. VW har i sit 2015-regnskab afsat i alt 16,2 milliarder euro til udgifter til affæren, men det skal dække alt – både reparationsomkostninger og bøder.

HVORFOR GJORDE I IKKE DET MED DET SAMME?

Sagen har foreløbig ført til massive tilbagekaldelses- og ombygningsprogrammer for en række VW-dieselmotorer i flere lande, først og fremmest USA og Tyskland. I slutningen af april indgik VW en rammeaftale med de amerikanske myndigheder om, at VW skal tilbyde at tilbagekøbe en halv million biler med 2,0-liters dieselmotorer. Det var et krav, VW blev mødt med allerede i september. Da VW's daværende USA-direktør, tyskeren Michael Horn, rystet og utilpas i begyndelsen af oktober mødte op til en høring i et kongresudvalg, blev han mødt med netop dette krav fra alle politiske sider: Køb bilerne tilbage. I har snydt folk.



I de mellemliggende måneder har VW kæmpet som rasende for at undgå denne dyre løsning. I stedet har man gået efter softwareløsninger – omprogrammering af den software, som snød med kvælstofilteudledningerne under test – eller enkle tekniske løsninger, hvor man indbygger et lille gitter, som dæmper løftstrømmen i motorens luftfilter, så motoren mere præcist kan måle luftmængderne i motoren og dermed styre motoren og sænke kvælstofudledningerne mere præcist. Denne simple Georg Gearløs-løsning med et plastikrør og et gitter til få euro blev faktisk godkendt af de tyske myndigheder til flere af de ramte motortyper.

Men i USA lykkedes det ikke for 2,0-litersmotorerne. Her afviste de amerikanske myndigheder i januar VW's løsningsforslag, og til sidst var der ikke anden vej end tilbagekøb af en halv million biler. Det accepterede VW så i et udenretligt forlig med myndighederne, som blev præsenteret for en dommer i San Fransisco i slutningen af april.

Det kan faktisk ses som en lille sejr for VW. Der er 11 millioner ramte biler, og for de 10,5 millioner af dem ser det altså foreløbig ud til, at der kan findes tekniske løsninger, som tilfredsstiller myndighederne i de enkelte lande. Da skandalen kom frem i september 2015, var der eksperter, der tvivlede på, at det overhovedet ville kunne lade sig gøre for VW at lovliggøre bilerne, uden at det ville gå ud over motorydelsen og dermed udløse erstatningskrav fra ejerne. For som et af kongresmedlemmerne spurgte under høringen i oktober sidste år: "Hvis det er så enkelt (at løse problemet, red.), hvorfor gjorde man så ikke det fra begyndelsen?" Svaret fra VW-direktøren var: "Det spørger jeg også mig selv om".

FÆLLES DRUKNING

VW kan også trøste sig lidt med, at man ikke er alene. Sidste efterår var der mange spekulationer i især tyske medier om, hvorvidt dette her mon ikke omfattede hele bilbranchen. Når VW ikke var i stand til at klare at overholde de skrappe og skrappe miljøkrav, måtte andre fabrikker da også have problemer.

Noget tyder på det, ja.

De tyske trafikmyndigheder, Kraftfahrtbundesamt (KBA), reagerede sidste efterår ved at sætte et større testprogram i gang. Ikke færre end 53 forskellige dieselmotorer fra forskellige



fabrikanter blev testet på gade og vej for at se, om de opførte sig anderledes i virkeligheden end i testlokalet. I april kom så resultatet: Der var problemer med næsten halvdelen af de testede bilmodeller. De havde "påfaldende høje kvælstofværdier, som ikke synes at være tilstrækkelig teknisk forklarlige", skrev KBA tørt. Og siden da har adskillige fabrikanter måttet tilbagekalde masser af biler til ombygning og omprogrammering; alene Mercedes-producenten Daimler har måttet kalde en kvart million biler på værksted. Det viste sig – det er i hvert fald den forklaring, vi har fået – at fabrikanterne havde udstyret bilerne med en anordning, som i koldt vejr frakobler rensningen af udstødningen for at skåne motoren. Det er faktisk tilladt efter EU-reglerne. Men nogle af bilfabrikanterne havde lagt det såkaldte termovindue temmelig højt, så højt som ved 17-18 grader i enkelte tilfælde.

"Om en motorbeskyttelse er nødvendig ved en temperatur på 17 grader, det kan man godt tvivle på," sagde den tyske trafikminister, Alexander Dobrindt (CSU), på et pressemøde. Opmærksomheden samler sig især om italienske Fiat, der er under mistanke for simpelt hen at have programmeret bilerne til at slå udstødningsrensningen fra efter en vis driftstid. Nu bliver Fiat underkastet en særlig undersøgelse.

Så selv om VW ikke drukner i mængden, så har koncernen tydeligvis ikke været alene om at have svært ved at opfylde miljøkravene. Og fælles drukning er sødeligt, som en gammel talemåde lyder.

Tilbage står dog en koncern og en selskabsledelse, hvis renommé er sønderskudt. Den mangeårige koncernchef Martin Winterkorn måtte gå af i skam, og for nylig kunne avisen Bild fortælle, at Winterkorn allerede i 2013 hørte om problemerne med at overholde miljøkravene under realistiske forhold – hvilket selvfølgelig ikke er det samme som, at han direkte kendte til ulovligheder. Adskillige andre topfolk i lagene under koncerndirektionen har måttet gå af eller tage orlov, mens undersøgelserne løber.

Det har heller ikke hjulpet på koncernens anseelse, at direktionen fastholdt sit krav om bonusbetaling. Først efter en del offentlig polemik gik den med til en reduktion på op til 30 procent. Det fik i maj en usædvanlig skarp kommentar med på vejen fra den tyske finansminister, Wolfgang Schäuble, som uden at nævne VW ved navn sagde: "Jeg har ingen forståelse for, at man først kan føre en stor børsnoteret virksomhed ud i



en eksistenstruende krise og derefter forsvare sin bonus i en offentlig debat. Det viser, at der er noget, der ikke fungerer.”

Men kan man så sige: Krisen var heller ikke eksistenstruende. Den er ved at være under kontrol. ■



Erhvervsdirektør Storkundeafdelingen Corporate Banking og Finance

Jobbeskrivelse

Med reference til områdedirektør Steen Streubel Hansen får du det overordnede ansvar for Sydbanks Storkundeafdeling – med 8 kompetente og dynamiske kolleger. Storkundeafdelingen håndterer en væsentlig del af bankens største og mest komplekse kundeforhold. Du vil selv få et konkret kundearbejde for udvalgte kunder. Sparring og dialog med øvrige kolleger vil være en vigtig del af ledergerningen. Samtidig bliver du ansvarlig for den fortsatte forretningsmæssige udvikling (kunder, salg, indtjening, kredit, tilfredshed).

I et tæt samspil med områdedirektøren får du et medansvar for at tegne banken udadtil – i forhold til nuværende og nye kunder samt relevante kontakter og relationer. Du bliver en nøgleprofil i områdedelelsen og deltager i bankens fora for erhvervsdirektører.

Faglig profil

Du har en tungere lederstilling på erhvervsområdet – med baggrund fra den finansielle sektor. Du har lyst til at prøve kræfter med nye udfordringer i en bank med stærke værdier og spændende ambitioner. Du arbejder struktureret og målrettet – er saglig og faktuel. Du har generelt en stor forretningsmæssig forståelse og finansiell viden. Du har erfaring med komplekse sager og kundeforhold i relation til meget store erhvervs-kunder – hvor dine stærke faglige og kreditmæssige kompetencer kommer i spil.

Du har en udbredt resultatskabende, støttende og inspirerende lederadfærd. Du har flair for og stor erfaring med opsøgende arbejde og udadvendte aktiviteter. Du er en habil IT-bruger og har erfaring med KPI og målstyring. Du mestrer engelsk på for-handlingsniveau.

Personlig profil

- Du er en energisk, inspirerende og positiv person
- Din vindermentalitet er veludviklet – og du kan håndtere mange tiltag samtidig
- Du udviser modenhed og beslutsomhed i form af en naturlig autoritet på dit felt

- Du har en struktureret tilgang til tingene og er velformuleret såvel i skrift som i tale
- Du giver plads til virkelyst hos selvstændige og dygtige kolleger
- Du har en særlig evne til at etablere og udbygge et erhvervs-mæssigt netværk
- Du er udadvendt og målrettet
- Du er med til at sætte ambitiøse mål
- Du kommunikerer tydeligt dine krav og forventninger
- Du er proaktiv og har øje for værdien i et konstruktivt samspil med den øvrige organisation
- Du har let til smil og skaber en god stemning omkring dig
- Du kan naturligt se dig selv i Sydbanks blå tråd – med værdierne dygtighed, relationer og værdi

Vi tilbyder:

- En spændende og udfordrende direktørstilling i en kunde-fokuseret finansiell koncern
- Store muligheder for indflydelse på og prægning af erhvervs-området i banken
- Lederudvikling og sparring i samspil med områdedirektør og øvrige kolleger i Området/banken
- Et uformelt og ligefremt arbejdsmiljø
- God, direkte og uhøjtidelig omgangstone

Ansøgning

Nextt Recruitment bistår Sydbank ved denne rekrutterings-opgave. Sydbank vil ikke blive bekendt med den enkelte kandidats identitet uden forudgående aftale. For yderligere informationer er du velkommen til at kontakte direktør og partner Gert Breinholt, Nextt Recruitment på 41 15 07 83.

Ansøgningsfrist hurtigst muligt. Ved ansøgning anvend venligst http://www.nextt.dk/ledige_stillinger?hr=show-job%7C10318%26locale%3Dda_DK – og ikke "ansøg online" på sydbank.dk.

6/ *Inside Story*



EQT styrer mod historisk børsnotering

Efter 20 år i Danmark og investeringer for mere end 20 milliarder kroner styrer kapitalfonden EQT mod sit mest lukrative salg med en kommende børsnotering af detailkometen Tiger. For EQT bliver det fondens første mulighed for at vise, at man trods talrige dyre opkøb på toppen af markedet alligevel formår at leve op til fondens historisk set gode afkast. Kom bag om EQT's strategi og investeringer i Danmark, der blandt andet er præget af en svær tid under "kapitalfondskongen" Ole Andersen.

AF MORTEN JOHNSEN

Kapitalfonden EQT har gennem det sidste halvandet år købt massivt op herhjemme, men allerede næste år ser fonden ud til at kunne høste den første gevinst af sin milliard-ekspansion.



Her er det nemlig ifølge InsideBusiness' oplysninger planen at børsnotere den fremadstormende detailkæde Tiger, der er vokset hastigt de senere år.

Med børsnoteringen kan EQT og fondens mange pengestærke investorer se frem til sit hidtil bedste afkast, siden kapitalfonden foretog sin første investering i Danmark i 1996.

Ifølge flere kilder med indgående kendskab til processen satser EQT på at tilknytte en finansiel rådgiver inden sommerferien, som herefter kan hjælpe fonden med at sammensætte det hold af nordiske og internationale banker, der skal hjælpe med at lande Tiger på børsen i slutningen af første kvartal 2017.

Samtidig er det planen, at man om kort tid vil invitere en række kreditbanker til en drøftelse om, hvorvidt det er muligt at optimere selskabets gældsstruktur og eventuelt få nogle flere banker med på lånesiden, hvor Nordea i dag tegner sig for hovedparten.

Og EQT's investorers forventninger til virksomheden, der sælger alt fra slik og legetøj til iPhone-opladere, er tårnhøje. En rundspørge blandt investorerne, som InsideBusiness har foretaget, viser således, at fondens bagland anser det for realistisk, at Tiger kan lande på børsen med en markedsværdi på op imod 7,5 milliarder kroner.

Hvis det lykkes, vil den nordiske storfond få sin investerede kapital tilbage op imod fem gange, hvilket vil være det hidtil bedste i EQT's 20-årige danske historie. Fonden ønsker dog ikke selv i skrivende stund at kommentere eventuelle børsplaner for Tiger.

Om EQT formår at indkassere et afkast i den størrelsesorden, afhænger dog af, hvorvidt Tiger og direktør Xavier Vidal formår at komme succesrigt ud af årets julehandel, der traditionelt set er selskabets travleste periode.

OPREJSNING EFTER PANDORA

For EQT og ledende partner Morten Hummelmoses kontor i Hellerup klos op ad shoppingcentret Waterfront er det nærliggende at kigge et par kilometer ind mod byen, nærmere bestemt til Skt. Annæ Plads.

Her har danske Axcel trods et alvorligt bump på vejen med enorm succes formået at lande et Pandora på børsen og høste et afkast, der er blandt de bedste i Europa i mange, mange år.



Lighederne mellem Tiger og Pandora er slående. Begge kæder er bygget på en grundtanke om at skabe massiv vækst ved konstant at udvide butiksnettet og dermed sikre, at det fast-tømrede koncept via samarbejdspartnere verden over bliver rullet ud på globalt plan.

”Tiger var en attraktiv virksomhed for os, da selskabet allerede havde vist, at man havde et solidt koncept. Vi har gennem tiden sagt nej til flere retailinvesteringer, men med Tiger var vi overbevist om, at virksomheden havde et enormt potentiale og en mulighed for at blive en Ikea i miniformat,” siger Morten Hummelose, der siden 2011 har været leder af EQT’s danske forretning.

For Axcel-fondens investorer og partnerne bag har Pandora været et vaskeægte guldæg, og selv om EQT ikke gør sig forhåbninger om, at Tiger direkte kan kopiere smykkevirksomhedens succes, er det åbenlyst at lære af de hårde lærepenge, som Pandora har betalt på vejen.

UNDERKENDT I STOCKHOLM

Netop den succesfulde smykkevirksomhed, der blev etableret i Rødovre i begyndelsen af 1980’erne, var igennem mange år lidt af en sort plet i EQT’s historie.

Den danske EQT-chef Ole Andersen havde sat den fremadstormende smykkeproducent øverst på sin ønskeseddel, men han endte med at blive underkendt af kapitalfondens investeringskomité i Stockholm, der i sidste ende vendte tommelfingeren nedad, erfarer InsideBusiness fra centrale kilder. Man var simpelthen nervøs for, at Pandora var for afhængig af sit ene hovedprodukt, de såkaldte charms, og man mente derfor, at selskabet var for usikker en case.

”Vi havde forhandlet længe, men de valgte at trække sig. Hvorfor, må du nok hellere spørge EQT om,” lyder det i dag fra Pandora-stifter Per Enevoldsen.

For Ole Andersen blev det fejlslagne overtagelsesforsøg en af hans sidste handlinger i EQT, inden han kort efter forlod fonden i foråret 2008.

Siden har den tidligere EQT-chef etableret sig som lidt af en stjerne i dansk erhvervsliv og fået prædikatet ”kapitalfondskongen” og blandt andet sat sig tungt på formandsposten i Danske Bank og designklenodiet Bang & Olufsen.



Det ændrer dog ikke på, at den forhenværende virksomhedskøbmands periode i spidsen for EQT står tilbage som en år-række, hvor den svenske fond havde udfordringer og kæmpede med at skaffe fornuftige afkast til sine mange investorer.

SPÆD START MED REKORDAFKAST

Ole Andersen overtog rospinden i fondens danske forretninger efter Frans Boch, der kun nåede at stå i spidsen for EQT i ganske kort tid. Forinden havde nuværende Rockwool-formand Bjørn Høi Jensen med stor succes etableret fonden herhjemme med succesfulde opkøb af blandt andet Sabroe og Struers tilbage i slutningen af 1990'erne.

InsideBusiness har fået adgang til fortrolige data over EQT's historiske afkast herhjemme siden den spæde start. De viser, at man med de tre første opkøb i Danmark formåede at videre-sælge sine selskaber til tre til fem gange den pris, man selv havde betalt. For en kapitalfond er det mere end godkendt, da en tommelfingerregel er, at investorerne som minimum skal have fordoblet deres investering.

"Sammenlignet med andre nordiske fonde kom EQT relativt sent i gang i Danmark, men man var til gengæld begunstiget af, at der ikke var ret meget konkurrence. Det var muligt at finde uslebne diamanter og tjene godt på at finpudse dem. De muligheder har man ikke i dag," siger Robert Spliid, der er ekstern lektor ved CBS og landets førende ekspert i kapitalfonde.

MIDDELMÅDIGE RESULTATER

Da Ole Andersens kom til EQT fra en rolle som chef for corporate finance-afdelingen i SEB, var konkurrencesituationen i Danmark imidlertid under forandring. Flere af de hjemlige fonde, herunder Polaris og Axcel, var for alvor ved at vinde fodfæste, ligesom et stigende antal nordiske og udenlandske spillere nu kæmpede med om at sikre sig magten i de mange salgsmodne selskaber.

I en tid med hård konkurrence og stigende priser opkøbte EQT med Ole Andersen i spidsen blandt andet den jyske tøjvirksomhed Brandtex, ligesom man kastede sig over sit hidtil mest ambitiøse opkøb herhjemme, da fonden sammen med amerikanske Goldman Sachs overtog servicegiganten ISS i foråret 2005.



Investeringen var en stor mundfuld. Måske endda for stor. Strategien med at ekspandere kraftigt for lånte penge ramte nemlig EQT og Goldman som en boomerang, da finanskrisen satte ind og gjorde det særdeles vanskeligt at sælge virksomheder med et acceptabelt afkast.

Ole Andersen ønsker i dag ikke at udtale sig om sin tid i EQT, men han har tidligere understreget, at han er godt tilfreds med den måde, hvorpå EQT fik frasolgt ISS.

Ud over rengøringsgiganten havde EQT's svenske afdeling i årene efter finanskrisen kastet sig ud i en række spekulative opkøb af møbelvirksomhed Bodilsen og Skykon, der var underleverandør til vindindustrien.

Begge selskaber måtte dreje nøglen om, hvilket gav EQT alvorlige ridser i lakken, alt imens gælden i ISS var ved at blive en alvorlig hæmsko for selskabet.

EQT måtte nu sadle om og omdanne ISS fra en opkøbsmaskine til en virksomhed med fokus på organisk vækst og nedbringelse af den tårnhøje gæld.

I efteråret 2011 øjnede EQT imidlertid mulighed for en kærvkommen exit, da den børsnoterede sikkerhedsgigant G4S meldte sig på banen som mulig køber til ISS.

Modstanden i G4S' bagland mod at opkøbe den forgældede koncern var imidlertid til stede, og efter et højspændt møde på Hotel Skt. Petri i hjertet af København måtte G4S-topchef Nick Buckles sande, at modstanden fra de mange investorer, der hovedrystende hastede ud efter mødet på det luksuriøse hotel, simpelthen var for stor.

ISS OVERBEVISTE SKEPTIKERNE

Med den historik i baghovedet var skepsis stor, da EQT i 2014 styrede mod Fondsbørsen, men trods fortidens synder med fejlslagne strategier, alt for mange opkøb og en stor gæld lykkedes det at få ISS på børsen med et prisskilt på 30 milliarder kroner og solid opbakning fra de selv samme investorer, der blot år forinden var i åbent oprør mod G4S' opkøb af selv samme virksomhed.

"ISS formåede trods stor skepsis at overbevise markedet om, at man havde lagt fortidens synder bag sig. Man gik således på børsen med et løfte om få strategiske opkøb og et mål om at løfte marginerne 10 basispoint om året. Det er indtil videre



lykkedes, så ISS har indtil nu været en succeshistorie på børsen,” siger analytiker Poul Ernst Jessen fra Danske Bank.

EQT kunne med den succesfulde notering bogføre en godkendt multipel, hvor man fik sine penge igen to gange, men set i lyset af at man var ejer af koncernen i næsten ti år, endte afkastet reelt med at være en smule skuffende.

KRAFTIG EKSPANSION

Noteringen af ISS blev samtidig startskuddet for EQT til en massiv ekspansion herhjemme. Både Dako og it-giganten KMD var forinden blevet frasolgt med solide afkast, så den svenske fond var nu for alvor inde i varmen hos tunge danske investorer som PFA og ATP.

Fondens nye danske chef, Morten Hummellose, der ligesom Ole Andersen var håndplukket, gik med opbakning fra hovedkontoret i Stockholm i gang med det, der skulle vise sig at blive lidt af et dansk opkøbsraseri.

Først opslugte man Tiger, herefter den traditionsbundne industrivirksomhed Færch Plast, og siden kom også Top-Toy, Nordic Aviation Capital og Sitecore til. Opkøbene er sket, sideløbende med at konkurrencen om de solide virksomheder er blevet kraftigt intensiveret, ligesom bankerne står i kø for at låne penge ud til pengestærke fonde. Faren for at købe for dyrt er derfor overhængende, men Morten Hummellose mener, at EQT har gjort sit hjemmearbejde.

”Vores mål er at finde markedsledere. Vi bruger et stærkt team af eksperter med kendskab til de enkelte industrier og forsøger at være disciplinerede både herhjemme, i Europa og i USA,” siger Morten Hummellose, der samtidig erkender, at det i dag er vanskeligere at lave samme type høje afkast som i slutningen af 1990’erne

”Det er klart, at der er i nogle situationer er mange fonde om buddet, så priserne er relativt høje for tiden. Konkurrencen er rimelig hård, og med et meget lavt renteniveau kan det ikke undgå at påvirke de afkast, investorerne kan forvente, sammenlignet med for 10-15 år siden,” erkender Morten Hummellose.



TIGER I FULD FIRSPRING

Om EQT får succes med at skabe afkast, vil den forestående børsnotering være første indikation på. Selskabet har ekspanderet kraftigt, og trods et aftagende salg i de eksisterende butikker lykkedes det Tiger takket være åbninger af over 170 nye butikker rundt omkring i verden i 2015 at tjene 498 millioner kroner før skat og renter.

”Det er sket rigtig mange gode ting i Tiger i dag. Man har formået at professionalisere virksomheden både i ledelsen og på gulvet. En fond som EQT er utrolig god til at tilrette ting undervejs og optimere processerne, men der kan selvfølgelig stadig være bump på vejen,” siger Lennart Lajboschitz, der stiftede Tiger og fortsat ejer 28 procent af aktierne.

Især lektionen fra Pandora er for EQT værdifuld læring i processen med at gøre Tiger børsklar. Pandora løb godt et år efter sin yderst succesfulde børsintro ind i massive problemer, da salget pludselig svigtede, hvilket sendte selskabets og dets aktiekurs i frit fald. I EQT's bagland og blandt investorerne er man dog rimelig fortrøstningsfuld og tror på, at Tiger ved den forestående børsnotering vil fremstå som en mere moden virksomhed, end Pandora var, da smykkeproducenten landede på børsen i efteråret 2010. Robert Spliid peger på, at en investering som Tiger vidner om, at kapitalfondenes kompetencer har ændret sig markant de senere år.

”Før i tiden handlede det meget om at købe produktionsvirksomheder og optimere processor, skære til osv. Det kan fondene stadig, men i dag går mange af dem også efter selskaber inden for eksempelvis detail, hvor områder som marketing og distribution spiller en langt større rolle,” siger han. ■

Spilleregler

S

pwc

Som finansiel virksomhed handler det om at kende spillets regler og finde den rette balance mellem sikkerhed og vækstskabelse – både i dag og i fremtiden.

Deltag på Finanskonferencen 2016 og få inspiration til, hvordan du navigerer blandt paragraffer, love og regler og skaber en stærk finansiel forretning. På konferencen giver ledende aktører fra den finansielle sektor, myndigheder og politikere deres perspektiv på effekten og værdien af den øgede regulering. På Finanskonferencen kan du også få inspiration til, hvordan du kan integrere risikostyring og compliance i din forretningsmodel.

Vi glæder os til at byde dig velkommen.

Find din invitation på www.pwc.dk/risk2016

Hør indlæg af bl.a.:



Jesper Berg
Direktør,
Finanstilsynet



Troels Lund Poulsen
Erhvervs- og vækst-
minister, Venstre

Vært:



Klaus Berentsen
Partner og leder af
PwC's Financial Services

Tid og sted:

Torsdag den 9. juni 2016
kl. 8.30-14.00

PwC
Strandvejen 44
2900 Hellerup

7/ **Kommentar**

Alternative investeringer byder på attraktive afkast

Potentialet i de traditionelle aktie- og obligationsmarkeder har aldrig været lavere. Det har øget interessen for alternative investeringer, da de kan give et væsentligt højere afkast uden tilsvarende at øge risikoen. Men at udvælge de rette og håndtere alternative investeringer kan være vanskeligt.

AF JESPER LANGMACK

Da den daværende direktør for Federal Reserve (den amerikanske centralbank) Ben Bernanke i efteråret 2008 indledte den lempelige finans- og pengepolitik med de første rentenedsættelser, var det de færreste, der havde forestillet sig, at dette dels ville være et instrument, som centralbanker verden over i så høj grad ville tage til sig, dels at stort set samme finans- og pengepolitik ville være aktiv her, knap 8 år senere.

Konsekvenserne af den førte politik har været mange. Siden 2009 er aktier f.eks. steget med mere end 100 procent, og renteniveauet er faldet kraftigt, hvor i dag op mod halvdelen af europæiske statsobligationer handles med en negativ rente. For investorerne har der i årene efter finanskrisen været tale om en fest, men tømmermændene begynder at melde sig. Potentialet i aktiemarkederne er mere begrænset og primært relateret til virksomhedernes indtjeningsvækst, og på obligationsmarkedet sidder alle og venter på stigende renter og dermed faldende kurser og tab til følge.



JESPER LANGMACK

Aktier og investering

Jesper Langmack skriver om aktier og investering i InsideBusiness. Jesper Langmack er investeringsdirektør med ansvar for risikoaktiver i Danica Pension og har tidligere været investeringschef i PFA Pension og har blandt andet stået bag talrige store investeringer i både noterede og unoterede aktier.



ALTERNATIVE INVESTERINGER ER BLEVET DET NYE SORT

Investorer verden over har derfor i dag rettet deres fokus på at finde nye investeringsområder, der kan sikre attraktive afkast, og det har ikke mindst øget interessen for de såkaldte alternative investeringer.

Alternative investeringer er et bredt anvendt begreb og dækker typisk over investeringer i infrastruktur, gældsinstrumenter, skov og unoterede virksomheder. De alternative investeringer er i dag primært forbeholdt institutionelle investorer, herunder os i pensionssektoren, hvor de alternative investeringer i dag udgør op i mod 25 procent af alle investeringer. Når eksponeringen mod alternative investeringer er stigende blandt institutionelle investorer, handler det også om, at denne type investorer har en strukturel konkurrencefordel på dette marked, i og med at adgangen til markedet er begrænset for den almindelige investor. Dermed er vi ikke som i det noterede marked i konkurrence med millioner investorer rundt omkring i verden.

Typisk er der i forbindelse med alternative investeringer tale om komplicerede investeringscases, der både kræver en stor kapital på mindst 100 millioner kroner og kræfter til at gennemføre en grundig analyse af investeringscasen i form af en ofte ret omfattende due diligence. Det er min erfaring, at lige netop den rette due diligence er et af de vigtigste elementer i forbindelse med at tage alternative investeringer ind i porteføljen. Det er derfor helt afgørende at alliere sig med erfarne og robuste eksterne rådgivere, ligesom de interne ressourcer skal være kvalificerede og erfarne – den rette due diligence kan være forskellen på succes og fiasko.

Et andet vigtigt fokus, man bør have, er, om man ønsker at foretage investeringerne solo eller alliere sig med en ekstern investeringspartner.

Jeg er selv stor tilhænger af partnermodellen, da den rummer flere fordele for den institutionelle investor. Blandt andet giver det typisk adgang til at indgå i flere investeringscases med en lavere kapitalbinding i hver enkelt case. Det i sig selv er positivt, i og med at det samtidig nedbringer og spreder risikoen. Derudover er der mange fordele ved at have en partner, der driver processen i investeringen. Det kan enten være en strategisk partner eller f.eks. en kapitalfond. Din partner er typisk



helt tæt på investeringen og kan dermed sikre den rette udvikling fra dag til dag. Det er en markant styrke i investeringen, da det typisk ikke er på driften, at vi som institutionelle investorer har vores styrker endsige ressourcerne til at gøre en forskel og dermed optimere afkastet af vores investering.

STIL HØJE KRAV TIL ALTERNATIVE INVESTERINGER

Jeg får ofte spørgsmål omkring risikoen i alternative investeringer. Samlet set mener jeg ikke, at de alternative investeringer indeholder en højere risiko end f.eks. aktiemarkedet, hvis man ellers følger de eviggyldige råd om at sprede sin risiko og alene sætte sine penge i investeringer, som man kan forstå. Som med al anden form for investering vil vi over tid se nogle skæve investeringer inden for alternative investeringer. Men det ser vi også på aktiemarkederne og inden for andre typer investeringer, og det gør i mine øjne ikke de alternative investeringer mere risikofyldte.

Som investor skal du dog stille høje krav til indholdet i de alternative investeringer og ikke mindst til dem, der står bag.

Du skal have tiltro til, at de bagvedliggende analyser og den gennemførte due diligence er udarbejdet på et højt fagligt niveau, og at gennemsigtheden er til stede. Hvis den er det, kan alternative investeringer være en rigtig interessant investeringscase som følge af et attraktivt forventet afkast. Grundlæggende mener jeg, at langt de fleste typer alternative investeringer skal kunne bære et forventet årligt afkast på over 10 procent – selvfølgelig kan de variere alt afhængigt af sikkerhedsstillelse og risiko.

Men som jeg lige nævnte, vil der fra tid til anden være investeringer, der ikke går som forventet, uanset hvor godt forarbejdet har været. De alternative investeringer er typisk langt mere illikvide end andre typer investeringer og kræver derfor et højere afkast. Derfor er det samtidig afgørende som investor, at der også følger en exitstrategi med: Det er ikke nok at komme ind ad døren – du skal også vide, hvordan du kan komme ud ad den igen. Her kan især en fornuftig put-option være det helt rigtige redskab, og det kan være fornuftigt at få attraktive vilkår på den del af aftalen frem for at klemme yderligere 25 basispoint ud af det løbende afkast. Uden den rette exitstrategi kan alternative investeringer blive en dyr fornøjelse.



Samlet set rummer de alternative investeringer attraktive muligheder for den professionelle investor, især hvis de tilgås med en blanding af nysgerrighed, forsigtighed og en veltilrettelagt strategi. ■

8/ Ugens Insider



IMD-chef: Topchefer glemmer, at disruption skabes af to mænd i en kælder

Fremtidens topchef skal udfordre de gængse opfattelser og gå sine egne veje. Sådan lyder meldingen fra økonomiprofessor og leder af den prestigefyldte IMD-uddannelse i Schweiz Ralf Boscheck.

AF MORTEN JOHNSEN

I en moderne verden, hvor nye buzzwords som "disruption" og ny teknologi stiller danske virksomheder over for massive udfordringer, er kravene til fremtidens topchefer større end nogensinde. For at blive en succesrig leder i dag kræver det nemlig, at man er i stand til at udfordre og gennemskue de



mange strømninger og trends, som man bliver bombarderet med fra alle sider.

Sådan lyder meldingen fra den respekterede økonomiprofessor Ralf Boscheck, der leder den prestigefyldte MBA-uddannelse på den schweiziske business school IMD, der hvert år uddanner en nøje udvalgt flok af håbefulde direktørspiranter.

I et eksklusivt interview med InsideBusiness peger den østrigske professor på, at man som topchef i en global verden i rivende udvikling skal have de rette kompetencer til at sætte spørgsmålstejn ved både hype og globale strømninger.

”For en direktør i dag er det ekstremt svært at navigere gennem alle de påvirkninger, man udsættes for. Både centralbanker, regeringer og analytikere gør deres for at sætte en dagsorden. Derfor er det helt essentielt, at en moderne direktør kan udfordre gængse udtalelser om eksempelvis verdensøkonomien, også selv om man muligvis kæmper mod stærke kræfter,” lyder det fra Ralf Boscheck, der er i Danmark for at give en række potentielle danske studerende et lille indblik i, hvorfor IMD anses for en af verdens førende business schools.

”MBA står egentlig for master of business administration, men vi gør meget ud af, at vi ikke ønsker at uddanne en ”administrator”. Vi skal sikre os, at vi giver folk så stærke tekniske kompetencer, at de er i stand til at navigere i en verden, der hele tiden ændrer sig. Vi uddanner ledere, ikke administratører,” lyder det fra Ralf Boscheck.

Han peger på, at en af de store udfordringer netop nu er at gennemskue de mange udmeldinger omkring den globale økonomi, hvor det især kan være vanskeligt at tro andet, end at det trods udfordringer går langsomt fremad.

”Man er nødt til at huske på, at langt de fleste har en interesse i at give indtryk af, at den globale økonomi er i bedring. Se bare IMF, som ofte gerne vil tegne et billede af, at vi er i gang med endnu et opsving. Mange glemmer dog at se på de helt fundamentale forudsætninger,” siger Ralf Boscheck og henviser til, at der i stigende grad opstår et dilemma: At man som virksomhed eller nation gerne vil sikre høj produktivitet, samtidig med at man gerne vil have så mange i arbejde som muligt for dermed at signalere, at man er tæt på at have fuld beskæftigelse.

”Der er i stigende grad opstået et misforhold mellem den reelle økonomi og den finansielle. Se bare, hvordan aktiemarkeder-



ne og ejendomsmarkedene mange steder er buldret frem de senere år, mens de private forbrugere hverken er blevet mere velhavende eller har nok tiltro til økonomien til at bruge flere penge,” siger Ralf Boscheck.

Han peger på, at der til en vis grad sker en bevidst manipulation fra aktørers side, herunder banker og andre, der gerne vil tale økonomien i gang og skabe endnu en boble eller mere hype.

”En god direktør skal være i stand til at se igennem den megen hype i verden netop nu. Siden den finansielle nedsmeltning i 2007-2008 har vi hele tiden skabt små bobler, hvad end det var renewables, it eller ejendomme. Det er bobler, der før eller siden brister. Det har vi blandt andet set med emerging markets,” siger Ralf Boscheck.

Ifølge IMD-professoren burde især mange topchefer allerede for 6-7 år siden have undret sig over, om lande som Rusland, Brasilien og Kina reelt havde de rette forudsætninger for at blive stabile vækstmarkeder på længere sigt.

”Hele begrebet ”emerging markets” var reelt noget, der blev skabt af en analytiker, der gerne ville sælge investeringsprodukter i de kommende lande til sine kunder. Og da først det tog fart, overså mange, at de markeder hver især stod over for helt fundamentale udfordringer,” siger Ralf Boscheck.

Den velansete professor langer samtidig kraftigt ud efter begrebet ”disruption”, som ifølge ham efterhånden bliver brugt i en sådan grad, at folk helt har glemt ordets betydning.

”Alle topchefer med respekt for sig selv vil stille sig frem og sige, at de vil disrupte deres branche eller industri. Det er gået hen og er blevet et modefænomen og er blevet en del af den hype, den moderne kapitalisme skaber igen og igen. De glemmer dog, at mange af dem, der har succes med disruption, ikke er store koncerner, men to mand i en kælder,” siger han. ■

9/ *Inside* Lifestyle

InsideBusiness' chefredaktør, Peter Nyholm, undersøger markedet for import af sportsvogne fra Tyskland. Kan man tjene penge på at hente en brugt BMW Z4 på det tyske marked?

Tjen penge på specialbiler? Følg med på biljagt i Tyskland

Brugte specialbiler som Porsche 911 og visse klassiske sportsvogne er steget i pris. Det har for en gangs skyld gjort det til en god forretning at være bilejer. InsideBusiness' chefredaktør, Peter Nyholm, tester på egen krop muligheden for at tjene penge på bilkøb. Vi begynder med import af en brugt BMW sportsvogn i Tyskland.

AF PETER NYHOLM

Mit bileventyr begyndte i en parkeringskælder i Köln. Med et pragteksemplar af en stålgrå Porsche Boxster S fra 2003, som en pertentlig tysk SAP-ingeniør overdrog til mig til den aftalte pris. For trods mine medbragte eurosedler var det ikke muligt at presse prisen en cent under det aftalte. Til gengæld var bilen tiptop.

På det store tyske bilmarked kan man nemlig finde pragteksemplarer af velholdte og godt servicerede specialbiler, som



kan være svære at opdrive i Danmark. Og gøre en rigtig god handel. Det lykkedes den dag i Köln, og det lykkedes at tjene penge. Importprisen var 345.000 kroner, inklusive danske afgifter, og videresalgsprisen et år senere var 360.000 kroner – det var endda, efter at bilen havde tilbagelagt 30.000 kilometer.

Det lykkedes med andre ord at udleve enhver bilinteresseret jyd's drøm: At tjene penge på at købe og sælge biler. Jeg forsøgte at gentage manøvren sidste år med en anden og lidt nyere Porsche Boxster – desværre med et tab på 25.000 kroner trods færre kørt kilometer. Jeg nægter at tro, at købmandskabet fejlede. Årsagen var snarere den mindre afgiftsreform, som regeringen gennemførte ved årsskiftet, der sænkede registreringsafgiften fra 180 til 150 procent. For ifølge tal fra Bilbasen faldt de brugte biler i Danmark med 7,1 procent i de to måneder efter afgiftsreformen. Og det var lige præcis den profit, der fik min handel til at gå fra overskud til underskud, trøster jeg mig selv.

Til gengæld betyder reformen også, at det er blevet billigere at hente biler i Tyskland, og det vil jeg benytte mig af i håb om at gentage succesen fra dengang i Köln. Det er en verden fuld af bøvl, bureaukrati og krejlere, men også oplevelser, som jeg gerne deler med InsideBusiness' læsere.

Denne gang er valget faldet på en BMW Z4 i første generation fra årgang 2003-2006. Budgettet er 200.000 kroner, inklusive registreringsafgifter. Der er fire krav.

Den skal have kørt mindre end 80.000 kilometer, have en sekscylindret motor, være grå eller sort, og så skal den have sort læderindtræk. Et sådant eksemplar koster alt efter stand og antal hestekræfter mellem 200.000 og 250.000 kroner på det danske marked.

Det viser sig hurtigt, at det selv på det tyske marked er en svære opgave end ventet, selv om BMW Z4 solgte godt, blandt andet takket være den danske bildesigner Anders Warmings vellykkede design.

Jeg søger på de tyske bilhjemmesider Mobile.de, Autoscout.de og den danske hjemmeside Autouncler, som har et søgesystem, der gør det muligt at søge på en række tyske bilhjemmesider, f.eks. Ebay, som jeg ellers ikke ville have forsøgt mig på.

Problemet er generelt, at bilerne har kørt for mange kilometer, har uoriginalt udstyr eller bare er skræbete uden f.eks. lædersæder. Det går også op for mig, at mange af de tysksolgte BMW Z4 har en 2,2-liters sekscylindret motor, som er mindre interessant på det danske marked end de stærkere 2,5- og 3,0-liters modeller.



Håber man på en stor prisstigning fra en kommende klassiker, ville det klogeste nok være at købe specialmodellen BMW Z4 M med 343 hk. Men bilmodellen har i lighed med Porsche 911 allerede taget et kraftigt prishop i Tyskland, og jeg skal vel over 33.000 euro plus registreringsafgift for at finde et godt eksemplar, og det er over budgettet denne gang.

Men det lykkedes at finde et par sekscylindrede Z4 med en passende pris på omkring 10.000 euro. Jeg bestiller samtidig en afgiftsvurdering fra to af de danske afgiftsmellemænd, som har specialiseret sig i at forhåndsvurdere afgiften på biler i typisk Tyskland.

Den største aktør er Quickimport, som i bytte for et gebyr på 399 kroner sætter afgiften på en sølvfarvet 2005-model BMW Z4 2,2 med 67.000 kilometer til 112.780 kroner. Hertil kommer yderligere 6.200 kroner til nummerplader plus et ret højt gebyr på 5.000 kroner. Det bringer den samlede importpris op på 194.000 kroner, hvortil skal lægges mindst 6.000 kroner for afhentning, prøveplader, syn og udgifter til den tyske omregistrering. Plus eventuel service, dæk og lignende.

Det er ikke meget under, hvad en sådan BMW Z4 koster på det danske marked. Så fidusen er begrænset, men Quickimport kommer selv med en løsning. For vælger jeg en bil, der har kørt 69.000 kilometer, falder afgiften med 6.000 kroner. Der er også den mulighed at finde en identisk BMW Z4 med første indregistrering i 2004, så kan jeg få prisen ned på cirka 180.000 kroner. Så er der en lille profitmulighed, om end den er begrænset af, at motoren er den svage 2,2'er. Men fordelene ved det tyske marked er tydelig. Udvalget er langt større blandt biler, som har lave kilometertal.

Der opstår dog hurtigt det problem, at jeg ikke får svar fra de tyske sælgere, som man typisk skal kontakte per mail. Enten skyldes det mit gebrokkne tysk, at bilerne er solgt, eller at sælger er ved at drukne i henvendelser.

Den ene skuffelse følger den anden, og jeg begynder ubevidst at kigge i en anden retning mod biler med større klassikerpotentiale. For her kan gevinsten være mere givtig, men det samme kan også reparationsomkostningerne. Tag med til Djursland og den søvnige tyske by Hagen for at følge jagten på en italiensk født primadonnabil, som kan blive en potentiel klassiker. ■

Læs næste uges udgave af InsideBusiness Lifestyle.
