

Københavns Fondsbørs
Nikolaj Plads 6
1007 København K

Århus, den 19. januar 2007

Aktionærorientering: Formuemagasin

Formuepleje LimiTTEllus A/S udgiver i dag kvartalsorienteringen "Formuemagasin", som indeholder oplysninger om selskabets aktuelle status samt strategiske markedssyn.

Der henvises specifikt til følgende sider:

- Side 4-7: Antagelser for selskabets strategiske beslutninger i 2007
- Side 10-11: Markedsberetning og selskabets udvikling i 4. kvartal 2006
- Side 12-13: Selskabets aktiestrategi
- Side 14-15: Selskabets obligationsstrategi
- Side 16-17: Selskabets valutastrategi
- Side 51: Faktaside: Kursudvikling, afkast, risiko og status

Formuemagasinet er vedhæftet i PDF-format og kan tillige bestilles på www.formuepleje.dk eller ved henvendelse på tlf. 87 46 49 00.

Eventuelle henvendelser vedrørende denne fondsbørsmeddelelse kan ske til selskabets direktør, Erik Møller, på telefon 87 46 49 13.

Med venlig hilsen


Erik Møller
Direktør

Formuepleje LimiTTEllus A/S

> Bruuns Galleri
Værkmestergade 25
DK-8000 Århus C

Telefon +45 8746 4900
Telefax +45 8746 4901

info@formuepleje.dk
www.formuepleje.dk

CVR-nr. 28 48 35 97

FORMUEMAGASIN

1. KVARTAL 2007 · 21. ÅRGANG



Fra Amager Landevej
til Tuborg Boulevard

Pas på med fiktive afkast
10 bud på 2007

FORMUE PLEJE

21. årgang, 1. kvartal 2007

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 29. december 2006

Artikler

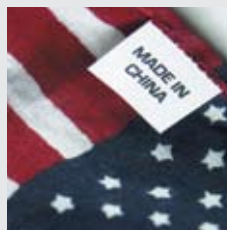
Formueplejeselskaber – i teorien	3
Ti bud på 2007	4
Pas på fiktive afkast!	8
Missionen fuldført	10
Fra Amager Landevej til Tuborg Boulevard	18
Vide, hvad man ikke ved	22
Tak for en fantastisk dag	27
Spørgsmål & Svar	28
Pas på! Livet er dødeligt	30
Det hele begyndte i 1606...	33
Masseødelæggelsesvåben eller blot sund fornuft?	36
Nyt fra Formuepleje	39
Forsikring af friværdien	40

Markeder

Aktiemarkedet	12
Obligationsmarkedet	14
Valutamarkedet	16

Faktasider

Formueplejeselskaberne på tværs	43
Introduktion til faktasiderne	44
Optimum	45
Pareto	46
Safe	47
Epikur	48
Penta	49
Merkur	50
LimiTTellus	51



04 10 bud på 2007
Langt fra recession, rentestigninger på standby og underperformance fra danske aktier. Det er nogle af buddene på 2007.



08 Pas på med fiktive afkast
Investeringsprodukter markedsføres ved hjælp af fiktive resultater. Hos Formuepleje møder vi hver uge investorer, der har fået den slags tilbud serveret.



18 Fra Amager Landevej til Tuborg Boulevard
I 2004 etablerede Formuepleje kontor på Sjælland med Torben Vang-Larsen i spidsen. Her står han stadig, nu med to kolleger i ryggen og udsigt til stadig flere kunder, der har behov for rådgivning.

FORMUE PLEJE SELSKABERNE

Formuemagasinet udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

Udkommer fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

Oplag 8.500 eksemplarer.

Magasinets formål er:

- ▶ at orientere om udviklingen i Formueplejeselskaberne
- ▶ at vurdere finansmarkederne og fremlægge investeringsstrategier
- ▶ at informere om ny viden og lovgivning om formuepleje i Danmark
- ▶ at vurdere investeringsprodukter og faldgruber

Redaktion Direktør Erik Møller (ansvarshavende) · Kommunikationschef Kristian R. Hansen · Kommunikationsmedarbejder Gitte Wenneberg. **Grafisk design** DeForm, Tilst. **Offsettryk** Prinforparitas, Århus C. **Fotografer** Christoffer Haakansson · Rene Riis.

Bidragydere Direktør Erik Møller · Direktør Brian Leander · Investeringschef Søren Astrup · Regionschef Torben Vang-Larsen · Seniorkapitalforvalter Nicolai Borch Hansen · Analytiker René Rømer · Analytiker Anders Lund Larsen · Kapitalforvalter Peter B. Madsen · Formuerådgiver Henry Høeg · Formuerådgiver Jakob Madsen · Finansrådgiver Hanne Kring · Formuerådgiver Rene Juul · Kommunikationsmedarbejder Gitte Wenneberg · Kommunikationschef Kristian R. Hansen.

Formueplejeselskaber – i teorien



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

I det seneste nummer af det ansete danske finanstidsskrift *Finans/Invest* bringes to artikler om den tangentporteføljeteori, vi anvender i Formueplejeselskaberne. Forfatterne undrer sig over det store udbud af specialinvesteringsprodukter, da det både er inoptimalt og fuldstændig unødvendigt.

I artiklens konklusion skriver professor Michael Møller fra Handelshøjskolen i København: "Der tilbydes i hundredvis af meget specialiserede produkter med et væld af indbyggede forsikringsordninger. Det står overfor lærebogsmodellen, hvis konklusion er, at der findes én og kun én risikofond, som investor bør investere i. Almindelig porteføljeteori giver den konklusion, at det kan

At tangentporteføljeteorien også virker i praksis, har vi nu 20 års erfaring for – og også i 2006 har vores aktionærer haft glæde af et gennemprøvet – men også teoretisk set rigtigt koncept¹⁾.

Formueplejeselskaber – teori gør det ikke alene

Det må være et sundt investeringsprincip, at gøre tingene teoretisk rigtigt. Det er dybest set også langt det billigste og sikreste for investorerne at støtte sig til teori og bruge andres erfaring. At teori ikke gør det alene ses af afkastene i 2006 for de 12 klassiske investeringsselskaber (heraf 7 Formueplejeselskaber), der er noterede på Københavns Fondsbørs.

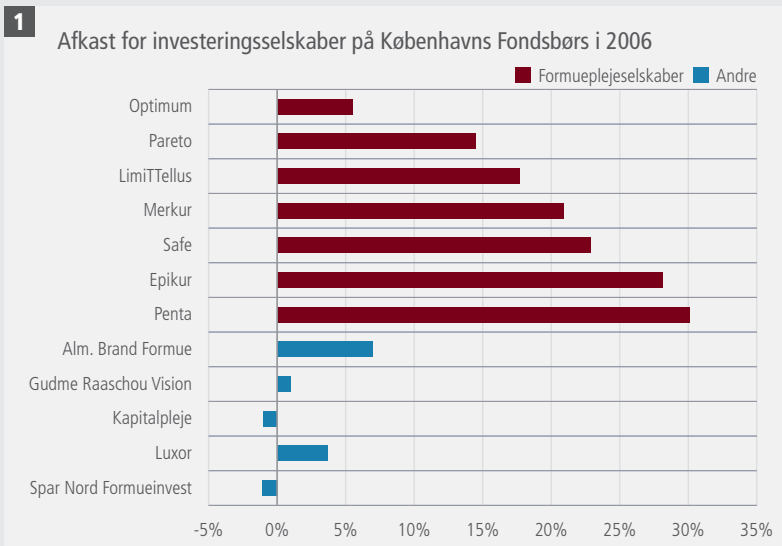
De 5 øvrige selskaber anvender et koncept, der ligner Formueplejeselskabernes med en risiko tæt på Epikurs. Afkastene har imidlertid været synligt forskellige og selvom det kun er et 12 måneders resultat, viser det, at teori alene gør det ikke. Der skal løbende træffes investeringsbeslutninger. Nogle vil kalde det held, men vi foretrækker selv at kalde det judgement.

På side 22 kan De læse mere om held eller judgement i artiklen "Vide, hvad man ikke ved", om hvordan vi har omsat lærebogsmodellen til ægte investeringer.

Med håbet om et lykkebringende Nytår 2007.

Note

1) *Finans/Invest* nr. 8, 2006.



► Kilde: Københavns Fondsbørs. Formuepleje Optimum er startet februar 2006

ikke være sådan, at ét risikabelt aktiv er særlig godt for én investor og ikke for en anden. Det betyder, at opgaven er lettere for investeringsrådgiveren, end han måske tror, idet han blot skal finde ud af, hvor meget risikoappetit hans kunde har, så denne kunde kan få den optimale andel af formuen investeret i den optimale risikofond."

Ti bud på 2007

Dagsordenen på de finansielle markeder vil i 2007 igen blive præget af historier, som kommer og går. Flertallet af historierne vil efter alt at dømme blot finde spaltepads i avisernes markedscommentarer. Andre vil få væsentlig betydning for, hvordan afkastet i Formueplejeselskaberne udvikler sig de næste 12, 24 og 36 måneder.

Langt fra global recession

Verdensøkonomien er vokset kraftigt de seneste år, men hen mod slutningen af 2006 viste særligt den amerikanske og japanske økonomi svaghedstegn.

Buddet herfra er, at 2007 vil blive et pænt vækstår for den globale økonomi. Det amerikanske boligmarked (og dermed den amerikanske økonomi) og den tyske momsforhøjelse er de væsentligste risikofaktorer, som kan trække væksten ned.

I 2007 vil Kina igen være en god vækstmotor og yde sit bidrag til den globale økonomi. Så selvom den globale vækst ikke bliver helt så kraftig som de forrige år, vil 2007 være langt fra noget, der ligner recession, hverken i USA, Europa eller globalt.



Søren Astrup
Investeringsschef, partner
Formuepleje AIS

Centralbanker på standby

I lyset af, at de betydende centralbanker verden over har hævet renterne de senere år, kommer det ikke som den store overraskelse, at den økonomiske vækst løjer af.

I 2007 er buddet, at den amerikanske centralbank (FED), den Europæiske Centralbank (ECB), og Bank of England vil nå et punkt, hvor de er færdige med at hæve renterne. Undtagelsen er den japanske centralbank, som først lige er begyndt med sine rentestramninger.



Centralbankerne hæver renterne for at styre væksten og undgå inflation. Og dette ser ud til at være lykkedes til fulde (se figur 1).

Intet tyder på, at hverken inflationen eller inflationsforventningerne kommer til at gallopere af sted i 2007. Den primære årsag er den fortsatte globalisering og produktivitsfremgang. Dertil er der i OECD-økonomierne fortsat ledig kapacitet – målt ved det såkaldte output-GAP. Der er således plads til yderligere vækst uden resultatet bliver inflation.

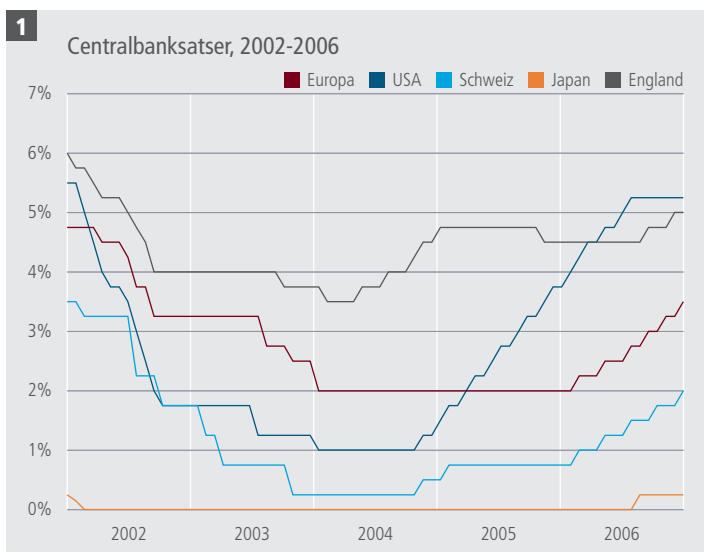
III De lange renter er stadig for lave...

Selvom de lange renter steg i 2006, er der plads til stigninger i 2007.

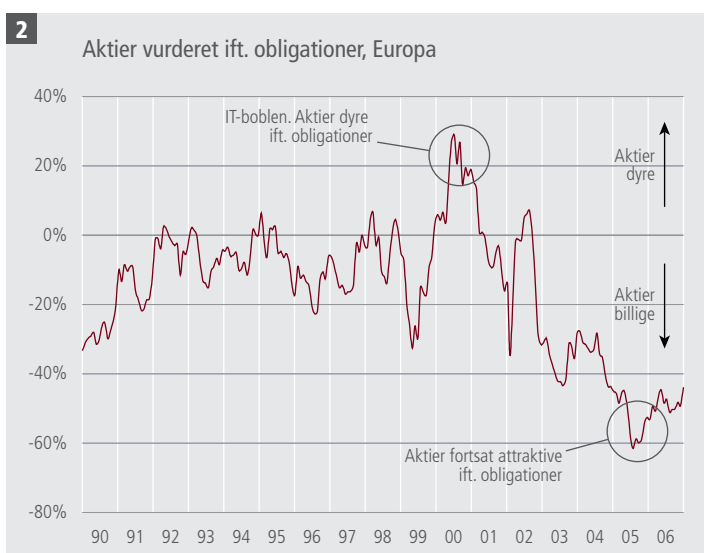
En tommelfingerregel siger, at realrenten skal være lig med den reale vækst i en økonomi. Derfor er specielt renterne i Europa for lave, idet den reale vækst er på ca. 2,5% og realrenten under 2%. En lang række andre modeller – også af mere videnskabelig karakter – peger i samme retning. Den ti-årige rente, særligt i Europa, er lav.

En væsentlig forklaring på den lave rente i EU er fortsat, at pensionskasserne stadig er tvunget til at købe rentefølsomhed, dvs. lange obligationer, for at matche deres forpligtelser til pensionstagerne. Dertil afspejler den lave rente, at obligationsmarkedet ikke rigtig tror på væksten i EU i 2007.

Begge disse argumenter var tilstede for præcis ét år siden, så her er intet nyt. Buddet er derfor næsten en gentagelse af 2006. De lange europæiske renter stiger moderat i 2007, fordi renteniveauet stadig er for lavt i forhold til inflationen – og ikke mindst den underliggende økonomiske aktivitet.



► Kilde: Bloomberg



► Kilde: Bloomberg

Note: FED-modellen antager i sin simple form, at prisansættelsen på aktier og obligationer på lang sigt tilnærmelsesvis bør være den samme. Modellen sammenholder den lange obligationsrente med den såkaldte aktierente på et aktieindeks.

IV Mange aktier!

Renterne er fortsat ganske lave og prisfastsættelsen på obligationer virker overordnet alt andet end attraktiv. Tilsvarende gør sig gældende for virksomhedsobligationer. I enhver sammenligning, bl.a. FED-modellen i figur 2, er det derfor aktierne, som ser billige ud. Buddet er derfor, at en høj aktieandel i 2007 vil sikre det bedste afkast.

Dermed ikke sagt, at obligationer skal undgås – men høj rentefølsomhed er IKKE vejen frem i 2007.



På aktiemarkedet befinder vi os stadig i en fase, kendetegnet ved toptunede balancer (lav gæld) i virksomhederne, masser af fusioner og opkøb, samt investering i fremtidig vækst.

Sundhedstilstanden er derfor rigtig god, og likviditeten i aktiemarkedet og blandt kapitalfonde er så rigelig, at vi forbliver i denne fase i 2007. Derfor er der plads til begrundet optimisme og mange aktier i porteføljen. Dog ikke uden sværds slag...

V Indtjeningen skuffer i 2007 – men aktier gør ikke

Med årlige vækstrater på 15%-25% er indtjeningen i virksomhederne vokset helt fænomenalt de sidste 3 – 4 år. Og hvert år har disse høje realiserede vækstrater overrasket analytikerne, som havde ventet lavere vækst.

Mit bud er, at 2007 bliver første gang i ca. 4 år, hvor analytikerne og markedet bliver skuffede over indtjeningsudviklingen – ganske simpelt, fordi forventningerne er skruet for højt op. Skuffelsen, som bliver størst blandt de mest optimistiske analytikere, kan meget vel tænkes at indtræffe i april/maj, når regnskaberne for 1. kvartal fremlægges.

Dette kan give lidt uro, men er ikke noget, som bør forstyrre billedet af ellers kernesunde aktiemarkeder.

Indtjeningsvæksten vil efter min bedste vurdering nå 8-10% i 2007 globalt set og dermed ligge pænt over trendvæksten på 7% p.a. Og da aktier i forvejen er relativt billige...

VI Danske aktier underperformer – igen

2007 bliver ikke året, hvor det danske aktiemarked spiller med i toppen af Champions League. Dertil er der for mange bedre og billige alternativer på andre aktiemarkeder. Betragter vi det danske C20-indeks, er det stort set kun finansaktierne og A.P. Møller, som ser direkte billige ud i vores optik.

Når det er sagt skal man som investor huske på, at den gode aktieinvestering kun kommer i hus, ved at kigge på værdifastsættelsen af de enkeltaktier, man måtte ønske at købe, frem for at gå efter et helt marked. Og der findes stadig masser af gode solide og billige aktier på de fleste markeder i 2007.

VII Japan kommer igen

Japans vej ud af deflationens svøbe har indtil videre været én lang ørkenvandring. Det nominelle BNP i Japan befinder sig ved indgangen til 2007 stadig 2% under niveauet i 1997. Til sammenligning er nominelt BNP i USA vokset med 61,5% og i Euroland med 46,3% i samme periode.

Ikke desto mindre forventer jeg, at 2007 endelig bliver året, hvor den japanske økonomi arter sig og leverer moderat vækst og ikke mindst en smule inflation.

Det betyder samtidig, at en mængde japanske aktier orienteret mod den indenlandske efterspørgsel bliver interessante (og positive) bekendtskaber i løbet af året.

VIII Small-cap festen bør slutte – igen

Med fare for at gentage mig selv, så vækker det undren, når flokken af små danske aktier år efter år leverer afkast som er mindst dobbelt så høje som de store aktier, uagtet at prisfastsættelsen af de små aktier må betegnes som dyr.

Den performance, som gruppen af small-cap aktier de seneste 3-4 år har haft, kan bedst sammenlignes med et humørbarometer ved en meget lang fest med gratis drikkevarer, dvs. kraftigt stigende. 2007 bør blive tidspunktet, hvor festen er så fremskreden, at de sidste gæster går hjem, og tømmermændene snart melder deres ankomst. Med andre ord: Fornuften melder sig og investorerne indser, at man ikke bør betale en merpris for aktier kendetegnet ved lavt informationsniveau og dårlig likviditet.

IX CHF vil være billigst ... når der tages højde for risikoen

Selvom CHF er faldet til et niveau ikke set lavere siden år 2000, lyder buddet, at det stadig vil være fornuftigt at låne i CHF – særligt når der skeles til risikoen. Renten som p.t. er 2% forventes at blive sat op til 2,5% i løbet af året, men det er stadig attraktivt i forhold til alternativerne.

Selvom den schweiziske nationalbank, SNB, fortsætter stilen fra sidste år med at normalisere pengepolitikken, så tyder de seneste nøgletal på, at vækst-

tempoet i schweizisk økonomi mister lidt damp i forhold til væksten i Euroland. På kortere sigt peger pilen derfor stadig moderat ned for CHF. Et par gode nøgletal fra Schweiz kan dog hurtigt ændre på dette, og for hele 2007 forventer vi ikke en svækkelse i samme størrelsesorden som 2006.

X Uroen vil vende tilbage – midlertidigt!

Det tiende og sidste bud, kan næsten lyde som en selvfølgelighed, idet der altid vil være kursudsving på de finansielle markeder.

Ikke desto mindre vil vi i 2007 opleve uro på de finansielle markeder á la det, vi var vidne til i maj 2006. Dvs. en situation, hvor markederne og markedsdeltagerne i den grad kommer til at tvivle på, hvorvidt verdensøkonomien er på vej i recession, og hvor aktiemarkederne tager et dyk.

Min forventning er, at en sådan uro vil være forbigående, og sandsynligvis hverken bliver udløst af nervøsitet om amerikanske huspriser, høj oliepris eller uro i Mellemøsten, men derimod en helt anden og på nuværende tidspunkt ukendt faktor.

De ti bud fra 2006 – sådan gik det

- 1 **Væksten holder sig høj – igen** ✓
2006 bød på generel høj vækst. Den store positive nyhed var at væksten i Tyskland for alvor kom i omdrejninger. Omvendt kørte den amerikanske økonomi i et lidt lavere gear end 2005. De asiatiske økonomier leverede ligeledes et pænt bidrag til væksten.
- 2 **Inflationen ingen trussel, men...** ✓
Globaliseringen og produktivitetens fremgang sikrede, at inflationen ikke udgjorde nogen egentlig trussel.
- 3 **Rentepilen peger stadig op!** ✓
2006 blev endelig året, hvor de toneangivende 10-årige renter i såvel USA som Europa steg. I USA fra 4,39 til 4,70 og i Europa fra 3,30 til 3,95.
- 4 **Risikovilligheden aftager...** ✓ ÷
Maj måned 2006 blev det tydeligste eksempel på, at træerne ikke vokser ind i himlen på de finansielle markeder. Investorerne blev i den grad usikre og skræmte og trak penge ud af markederne, hvilket gav faldende kurser. Appetitten på risiko vendte dog lige så stille tilbage, godt hjulpet på vej af gode regnskaber og den høje økonomiske vækst.
- 5 **Valuta – CHF igen vejen frem** ✓
CHF faldt med knap 3,4% i 2006, på trods af, at den schweiziske nationalbank (SNB) satte renten op fra 1% til 2%.
- 6 **Mange aktier i porteføljen sikrer igen afkastet** ✓
Det danske obligationsindeks gav isoleret set et 0-afkast i 2006, og det var på aktiemarkedet, porteføljeafkastet blev sikret.
- 7 **Verdens største aktiemarked overrasker positivt!** ✓
I 2005 steg amerikanske aktier kun 3% (målt i USD). I 2006 blev der endelig kvitteret for den fine vækst i virksomhedernes indtjening med en kurstigning på knap 14%. Som dansk investor skulle man dog lige huske at afdække sin valutarisiko. USD faldt nemlig med ca. 10%.
- 8 **Big is beautiful!** ÷
I USA klarede small-cap sig nogenlunde ligeså godt som large-cap aktier. Herhjemme steg small-cap indekset med 43%, mens C20-selskaber kun steg 12% – trukket kraftigt ned af A.P. Møller. At small-cap i Danmark længe har været dyrt, og nu blot er blevet dyrere, er en anden sag...
- 9 **Pas på med mange danske aktier** ✓
Mens tyske aktier steg 22%, franske aktier 17,5%, spanske aktier 32%, svenske aktier 24,5%, så kunne de danske aktier totalt set "kun" mønstre en stigning på 15%. A.P. Møller var årets store skuffelse, men også afkastene fra Danisco og GN Store Nord var langt fra prangende.
- 10 **Medicinal – vindersektoren i 2006** ÷
Medicinalsektoren klarede sig ikke specielt prangende i 2006, og bl.a. problemer omkring patentudløb tog overskrifterne. Pfizer og Merck, som blev fremhævet i sidste års artikel, steg med henholdsvis 11% og 37%.

Pas på

fiktive afkast!



Henry Høeg
Formuerådgiver
Formuepleje AIS



Jakob Madsen
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Den finansielle sektor har ingen hævninger, når investeringsprodukter skal sælges. Både store og små aktører markedsfører et væld af investeringsprodukter ved hjælp af fiktive resultater, der nøje er sammensat, så de i bakspejlet giver et attraktivt resultat. Hos Formuepleje møder vi hver uge investorer, der har fået serveret den slags tilbud.

Er du dygtig eller blot en statistisk tilfældighed? Vælg et værdipapir og bed 1000 dealere om at gætte på kursudviklingen den næste uge. 500 gætter på stigning, 500 på fald. Efter en uge har 500 dealere ramt rigtigt. De 500, som gættede rigtigt den første uge, fortsætter med at gætte den efterfølgende uge. 250 gætter på stigning, 250 gætter på fald. Efter endnu en uge har 250 dealere gættet rigtigt og de prøver igen. De 125 gætter på stigning – de 125 gætter på fald.

Efter 3 uger er der 125, som har ramt rigtigt igen om udviklingen. Efter 4 uger har 62 ramt rigtigt 4 gange i træk. Efter 5 uger har 31 ramt rigtigt 5 gange i træk. Efter et par måneder er der én tilbage som har ramt rigtigt 2 måneder i træk. Er vedkommende et geni? Nej, hun er en statistisk tilfældighed.

Kortsigtede udsving kan ikke forudsiges

For de, som ikke har erkendt, at kortsigtsudsving ikke kan forudsiges, vil det sikkert afføde en del respekt, at denne ene dealer kan dokumentere sin evne til 7-8 uger i træk at gætte rigtigt om kursudviklingen.

Samme opstilling kan laves på investeringsforeninger. I Danmark optræder mere end 450 forskellige investeringsforenings-

1

Investeringsforening Antal afd.

Alfred Berg	9
Alm. Brand Invest	12
BankInvest	43
BG Invest	24
Carnegie	7
Danske Invest	63
Dexia Invest	2
Egns-Invest	16
Gudme Raaschou Invest	5
Jyske Invest	58
Lån & Spar Rational Invest	10
Midtinvest	12
Nordea Invest	58
Sparinvest	13
Sydinvest	32

► Kilde: www.irf.dk
Opgjort pr. ultimo 2005

Talmanipulation vinder frem i markedsføringen

Det store udbud har gjort det muligt at markedsføre dokumenterbare høje afkast ved forskellige lånepakker. Det sker ved brug af såkaldte modelporteføljer.

Et eksempel kunne være en banks egen investeringsforening, som har 14 afdelinger med officielle 5-års resultater på investeringsforeningsrådets hjemmeside.

Den bedste afdeling har givet et afkast på 27% p.a. de sidste 5 år. Den dårligste afdeling har givet et afkast på -8% p.a. de seneste 5 år.

Ved hjælp af modelportefølje er det nu muligt at sammensætte en lånepakke, som tilsyneladende har givet et meget højt afkast. En pakke med 1 gange egenkapital, 3 gange lån i banken og alle investeringerne placeret i den bedste halvdel af afdelingerne giver selvsagt et godt resultat, men reelt er der ikke tale om et realiseret resultat for investorerne.

Det kan virke meget overbevisende for en investor, men desværre melder historien ikke noget om, at ligeså mange

afdelinger. En udbyder som Danske Invest har over 60 forskellige afdelinger – mange er snævre. I tabel 1 ses et udpluk af danske investeringsforeninger.

Selv efter en årrække kan det ikke undgås, at der blandt dette meget høje antal afdelinger vil være pletskud imellem. Fuldstændig ligesom en portefølje af vidt forskellige værdipapirer, vil der altid være topscorere og bundskrabere imellem. Er der nok afdelinger i en portefølje, vil der som regel være afdelinger med et attraktivt afkast – uanset evne til at kapitalforvalte.

kunder i samme bank, har alle mulige andre investeringsløsninger, som har givet markante tab.

Det er en uetisk måde at fremstille egne resultater på, som ganske vist kan virke som dokumenteret, men aldrig praktiseret og ej heller realiseret i den målestok, det fremvises. Vores råd er, altid at være kritisk overfor resultater, der fremvises som en modelportefølje.

Er Formuepleje en statistisk tilfældighed?

Nu sidder De måske med den konklusion, at Formuepleje også er en statistisk tilfældighed. Formuepleje er blot den af mange aktører, der indtil nu har gættet rigtigt flest gange. Vi kunne redegøre for vores argumenter imod dette postulat, men vil blot pointere at alle 7 Formueplejeselskaber således har været forfulgt af held siden 1988.

2

Eksempler på hvorledes udbydere i bagspejlet kan sikre "dokumenterbare" høje afkast i sin markedsføring:

- En udbyder ønsker at have en afdeling med meget højt afkast, men har ikke en i eget regi. Der indgås kommissionsaftale med den forening, som har vist bedste afkast i mange år, og denne forening kommer derved på udbyderens egen hylde.
- Udbyder fremviser resultater, hvor en modelportefølje viser sig historisk at virke. Men modellen er baseret på de historiske fakta, som blot er lagt ind. Den historiske værdi er intetsigende, når den ikke er realiseret.
- Statistik for hedgefonde inkluderer ikke de mange fonde, som er gået konkurs. Statistik på gennemsnitlige afkast for hedgefonde er derfor irrelevante, da de i bagspejlet sorterer de værste fra.



Missionen fuldført

I 2006 skabte vi resultater varierende fra 5,5% i Optimum til 30,1% i Penta. Aldrig har de indre værdier i Formueplejeselskaberne været højere.



Søren Astrup
Investeringschef, partner
Formuepleje AIS

Afkast og risiko hænger sammen

I lyset af den risiko vi i de enkelte selskaber har taget på investorernes vegne, er resultaterne tilfredsstillende. Formuepleje Optimum, som gav det laveste resultat på 5,5%, har en risiko på niveau med en simpel obligationsinvestering, som i 2006 ville have givet et afkast tæt på 0%. Epikur, hvis risiko i 2006 bedst kan sammenlignes med risikoen ved en "ren" investering i globale aktier leverede et afkast på 28,1%, mens investeringen i globale aktier i gennemsnit ville have givet 6,8%.

De selskaber, som anvender lånekapital, fik dog hjælp fra den faldende CHF. Dertil lykkedes

det også i stor udstrækning at beskytte vores amerikanske aktier mod det kraftige fald i USD-kursen i årets løb.

Lav risiko kunne betale sig

2006 blev året, hvor de toneangivende renter steg og dermed kom selskabernes obligationsstrategi, som indebar en meget lav renterisiko, til sin ret.

Tilsvarende blev selskabernes resultater på aktiemarkedet skabt via stort fokus på "value"-aktier kombineret med en god spredning på sektorer og geografi. At denne lidt forsigtige tilgang kunne betale sig ses bedst af, at resultatet i Formuepleje LimiTellus blev på 17,7%.

1 **Valutabevægelser**

Valuta	Seneste kvartal	Seneste 12 mdr.
CHF	-1,5%	-3,4%
USD	-4,0%	-10,3%
JPY	-4,7%	-9,2%

Mål os på 5-års sigt!

Vores målsætning er, at Formueplejeselskaberne altid skal være blandt de bedste investeringsprodukter i Danmark, når 5-års afkastet efter skat betragtes. Her på tærsklen til 2007, kan vi konstatere, at det gennemsnitlige 5-års afkast efter skat fortsat ligger betydeligt over konkurrenternes (se figur 4).

Et værdiskabende 2007

Ved indgangen til 2007 præger bekymringerne om faldende amerikanske huspriser fortsat agendaen på de finansielle markeder. Meget tyder dog på, at den globale vækst også i 2007 vil være ganske høj. Der er fortsat rigelig likviditet i verdensøkonomien, hvor renteniveauet stadig er lavt. Sammenkæder vi det med, at værdifastsættelsen af mange aktier ser meget fornuftig ud, taler meget for, at 2007 igen bliver et godt aktieår for investorerne i Formueplejeselskaberne.

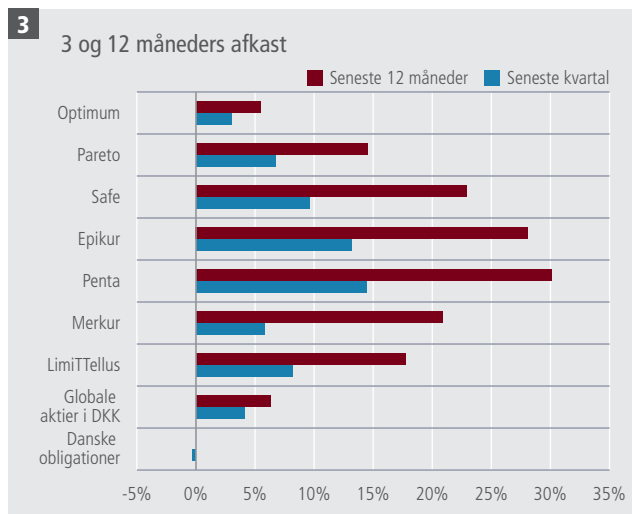
Vi vil i hvert fald gøre vores til at levere resultatet!

2 **Budgetforventninger pr. primo 2007**

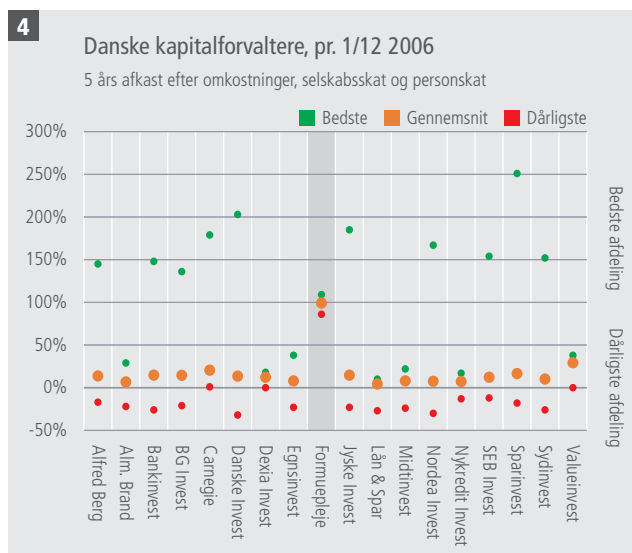
Pro anno-afkast	
Aktier	10%
Obligationer	4%
Valuta: kursbevægelser og lånerenter	-0,5%

Strategi

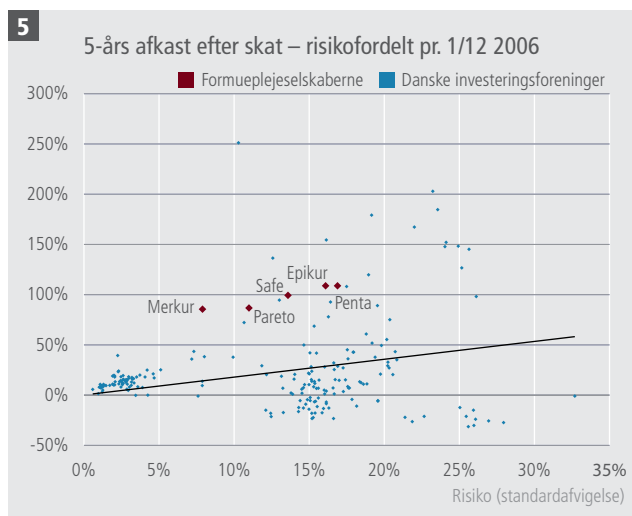
Aktier:	Maksimal udnyttelse af risikorammer
Obligationer:	Meget lav varighed
Valutafinansieringen:	CHF primær og EUR sekundær



► *Kilde: Formuepleje og Bloomberg*
Note: Optimum startede sine investeringer 1/3 2006



► *Kilde: Formuepleje og IFR*



► *Kilde: Formuepleje og IFR*

Er festen nu forbi?



Anders Lund Larsen
Analytiker
Formuepleje AIS

Aktiemarkedet fortsatte med at vise sig fra sin pæne side i årets sidste kvartal, hvor der på ny blev sat rekorder. Såvel det hjemlige som flere internationale aktieindeks nåede hidtil usete niveauer. Vender vi blikket mod aktiemarkedernes udvikling set over hele året, står det klart, at 2006 blev endnu et godt aktieår.

Årets kursstigninger har været drevet af flere forhold. Dels har aktiemarkedet igennem hele året været præget af rigelig likviditet grundet de relativt lave renteniveauer. Den rigelige likviditet betyder, at der flyder flere penge ind på aktiemarkedet, hvilket har bidraget til at sende kurserne i vejret.

Derudover har aktiemarkedet i 2006 været præget af en meget høj opkøbsaktivitet. Både antallet af handler og markedsværdien af de overtagne selskaber var således på det højeste niveau i flere år (se figur 1), og denne høje opkøbsaktivitet har tilsvarende virket understøttende for aktiemarkedet. Endelig har de seneste makroøkonomiske nøgletal tilsyneladende fået overbevist en del af de sortseende markedsdeltagere om, at verdensøkonomien ikke er på vej i hullet, men blot ned i tempo.

Fortsætter festen?

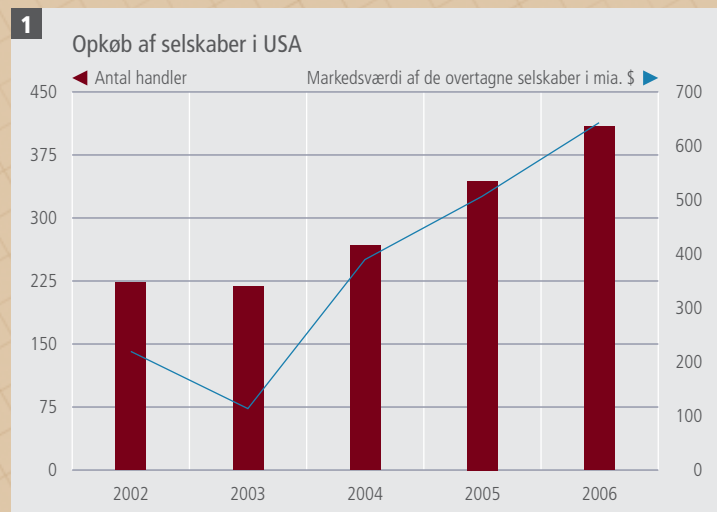
I en periode med lav inflation, relativt lave renter, solid global vækst og stigende aktiekurser er det naturligt at spørge sig selv, hvor længe dette kan fortsætte. Vi forventer, at 2007 vil byde på lavere vækstrater i indtjeningen i takt med, at den økonomiske vækst begynder at bøje af. Med lavere indtjeningsvækst og en værdiansættelse, der begynder at nærme sig det historiske gennemsnit, forventer vi, at kursstigningerne i 2007 bliver mere begrænsede, end det vi har været vidner til i de seneste år.

Trods et aktiemarked, der gennemsnitligt set ikke er dyrt, begynder der at blive flere lommer, som rent valueringsmæssigt ikke er interessante. Med andre ord bliver det vanskeligere at finde værdi på aktiemarkedet. Dermed ikke sagt, at det ikke også fremover vil være muligt at lave gode aktieinvesteringer – for det vil det – men vi forventer, at de enkelte sektor- og selskabsvalg i endnu højere grad bliver afgørende for afkastet.

Rasmus Modsat

Her i begyndelsen af det nye år er den største trussel for aktiemarkedet måske i virkeligheden den optimisme, som er begyndt at præge aktiestrateger, analytikere og kapitalforvaltere verden over. Finanshuset Merrill Lynch

foretager jævnligt en undersøgelse af institutionelle investorer forventninger til fremtiden. Den seneste måling viser en udpræget optimisme blandt investorerne, ligesom det på det seneste ikke har skortet på aktieguruer, der forudsiger pæne aktieafkast i 2007. Det lyder måske umiddelbart ganske betryggende, men historien har vist, at det på netop sådanne tidspunkter oftest er fordelagtigt at følge en Rasmus Modsat-strategi.



► Kilde: Prudential

Efter fest bliver det hverdag igen

Den gode nyhed i denne sammenhæng er dog, at det langt fra er alle, som har positioneret sig til det positive scenario, de forudser. Med andre ord ligger der stadig en del penge på sidelinjen og venter på at blive sat i spil, hvilket levner muligheder for fremtidige stigninger. Tilsvarende mangler vi stadig at se pensionskasser melde sig på banen igen, efter de igennem de senere år har haft travlt med at købe obligationer frem for aktier, så de kan matche deres forpligtelser.

Vi forventer stigende aktiekurser i 2007, men man skal som investor indstille sig på, at stigningerne formentlig bliver mere moderate, end det vi har været vidner til i de senere år. Festen er ved at være forbi, og vi er nu på vej mod en hverdag præget af normale vækstrater, hvilket i længden også er det sundeste.

Opturen fortsætter

Den seneste udvikling i USA tyder på, at markedet tog fejl. I stedet for begyndelsen på en recession har den senere tids lavere vækst i USA vist sig tilsyneladende kun at være et bump på vejen. I Europa ånder vi lettede op. Turen opad fortsætter.

Ved starten af 4. kvartal 2006 var konsensus i obligationsmarkedet, at væksten i de vestlige økonomier var på vej i knæ. Forventningen var, at en afmatning i både pris- og aktivitetsniveau på det amerikanske boligmarked ville bremse verdens største økonomi, hvilket efterfølgende ville afspore det spirende europæiske opsving.

Guldlok-scenariet

Denne forventning stod i kontrast til udmeldingerne fra centralbankcheferne på begge sider af Atlanten. Chefen i USA, Ben Bernanke, forventede en lavere vækst end tidligere, men kun lige nøjagtig så lav, at inflationen ville komme under kontrol grundet den lavere aktivitet. Med henvisning til eventyret, er denne prognose blevet kaldet et "Guldlok-scenarior", fordi udsigterne for væksten og inflationen er lige præcis, som de skal være, for at undgå både rentehævninger og aktiefald. Tilsvarende har chefen for den europæiske centralbank, Jean-Claude Trichet, nedtonet betydningen for Europa af en eventuel nedtur i USA. Specielt afslutningen på året har derfor været glædelig for de to centralbankchefer.

I USA overraskede både erhvervs- og forbrugertilliden positivt, mens tal for boligmarkedet indikerede, at bunden her er nået. Samtidig viser den tyske økonomi yderligere fremgang. Med en erhvervstillid på det højeste niveau nogensinde, er der ikke grund til at tro, at hver-



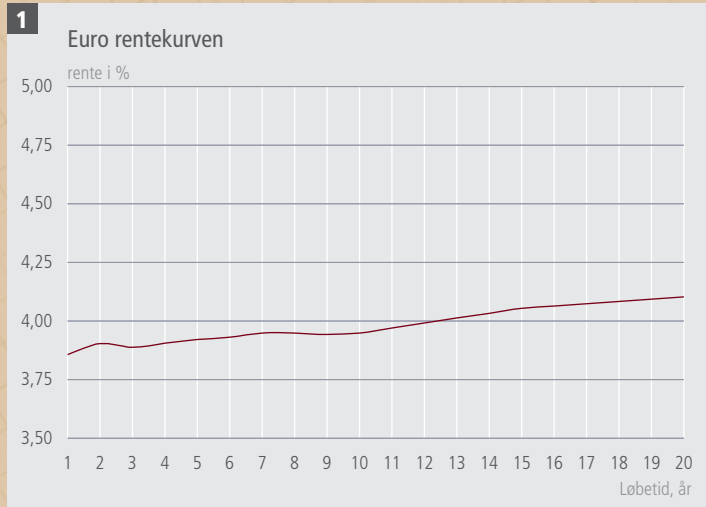
René Rømer
Analytiker
Formuepleje AIS



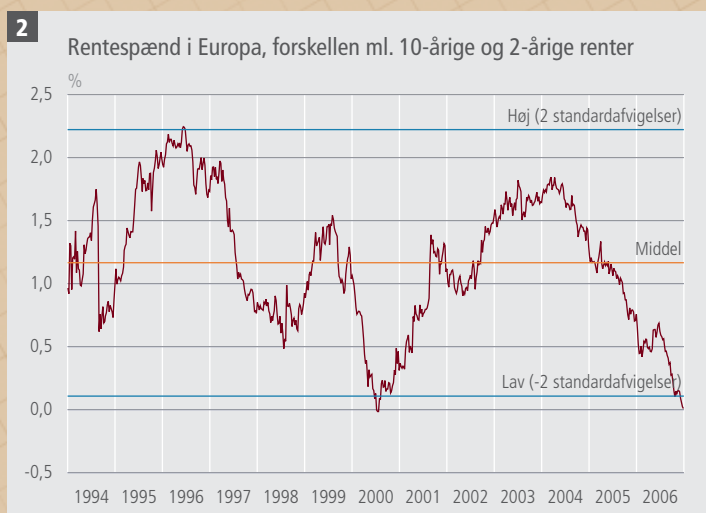
ken en mindre tilbagegang i den amerikanske vækst eller den nylige tyske forhøjelse af momsen vil gøre større skade.

Tilbage til fremtiden

Kvartalet bød altså på fornyet optimisme og dermed rentestigninger i både den korte og den lange ende af kurven. Spørgsmålet er så, om vi har fået alle de positive nyheder, der var at komme efter i denne omgang, eller om renterne skal længere op.



► Kilde: Bloomberg



► Kilde: Bloomberg

Svaret på dette spørgsmål skal findes i rentekurven for Euro-statsobligationer. Som det ses i figur 1 er kurven i øjeblikket næsten flad, hvilket ikke er en vedvarende tilstand, da investorer i "lange" papirer selvfølgelig vil have en præmie, der modsvarer den noget større risiko, der ligger i netop disse papirer. Dette underbygges af den historiske forskel mellem den 10-årige og den 2-årige rente, som ses i figur 2. En tilbagevenden til "normalen" vil altså kræve enten en lavere kort rente eller en stigende lang rente.

Hos Formuepleje er vi af den overbevisning, at den flotte vækst, der i øjeblikket er i den europæiske økonomi, øger risikoen for et højere inflationært pres. Desuden er der tegn på, at den afdæmpende effekt på prisniveauet som handel med lav-omkostningslande, fx. Kina, har haft, er ved at forsvinde. Selv et svagt stigende inflationært pres vil gøre det umuligt for den europæiske centralbank (ECB) at sænke styringsrenten.

Den lange rente skal op

Konklusionen er altså, at vi kommer til at vente længe på rentesænkninger fra ECB, hvilket vil medføre, at de lange renter vil stige mere end de korte renter. Den fornuftige obligationsstrategi er derfor i øjeblikket, at positionere sig uden den store renterisiko og vente på, at risikopræmierne vender tilbage.

Med livrem og seler



René Rømer
Analytiker
Formuepleje AIS

På trods af stor eksport til en Euro-zone i opsving, ekstrem lav arbejdsløshed, lav inflation og en positiv handelsbalance, fortsætter schweizerfrancen med at falde støt. Årsagen er, at markedet udelukkende fokuserer på renterne. Men det kan vare ved?

Ved første øjekast er schweizerfrancen et paradoks. På den ene side har den schweiziske økonomi det godt. Virksomhederne lever højt på opsvinget i Euro-zonen, der aftager 2/3 af den schweiziske eksport. Arbejdsløsheden er i øjeblikket på 3,1% og forventes i 2007 at komme under 3,0%. Handelsbalancen fremviser overskud måned efter måned, og des-

uden er der næsten ingen inflation – tallet for december lød på en stigning på 0,6% i forhold til sidste år. På den anden side falder kursen på schweizerfranc (CHF) støt. Både i det seneste kvartal og set over hele året. Faktisk er CHF nu faldet så meget, at man skal helt tilbage til 1998 for at finde en betydeligt lavere kurs (se figur 1).



Som låntager i CHF bør man glædes over denne udvikling, da lånet beregnet i danske kroner bliver mindre. Men man bør kigge på hvorfor CHF svækkes, når de fundamentale faktorer tilsiger noget andet.

Det fundamentale er ikke vigtigt...

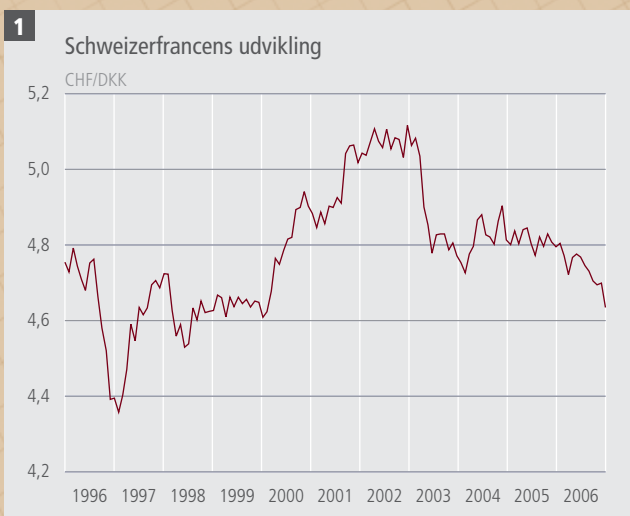
Årsagen er, at markedsdeltagerne i øjeblikket er drevet af noget andet; nemlig profit. Det drivende på valutamarkedet i de seneste år har været renteforskellene mellem de enkelte valutaer. Renteforskellene udnyttes til at lave såkaldte "carry-trades", hvor man eksempelvis låner til den lave schweiziske rente og placerer pengene til den høje rente i Island. Rent faktisk købes den islandske krone og CHF sælges. Dette praktiseres altså i et omfang, der har tvunget kursen på CHF nedad.

I den seneste periode har chefen for den schweiziske centralbank (SNB), Jean-Pierre Roth, gentagne gange meldt ud, at centralbankens eneste målsætning er prisstabilitet. Dette defineres som inflation mellem 1% og 2%. Med den nuværende inflation på 0,6% og en forventet inflation, der først i 2009 vil komme op i nærheden af 2%, er der ikke noget der tyder på, at SNB vil hæve renten mere end den europæiske centralbank (ECB) på kort sigt. Den seneste svækkelse af CHF er altså knap så paradoksalt som først antaget.

... endnu

Investoren, der udfører en "carry-trade", får naturligvis ikke renteforskellen gratis, men betaler i form af, at han bærer risikoen for udsving i de to valutaer. I øjeblikket er markederne præget af historisk lave udsving, hvilket gør "carry-trades" endnu mere attraktive. Dette har fået blandt andre ovennævnte Roth og Axel Weber fra den europæiske centralbank til at tale om "the underpricing of risk" – altså at investorer undervurderer risikoen ved sådanne investeringer.

Hos Formuepleje forventer vi fortsat en svag CHF med det nuværende markedsfokus, da det inflationære pres fortsat ser ud til at være større i Euro-zonen end i Schweiz. Omvendt ønsker vi ikke at blive taget med bukserne nede den dag fokus drejer tilbage til de fundamentale faktorer. Man kan derfor sige, at vi går med livrem og seler, når vi låner i CHF, men samtidig anvender optioner til at afdække risikoen for en stærkt stigende CHF.



► Kilde: Bloomberg

Fra Amager Landevej til Tuborg Boulevard

I 2004 etablerede Formuepleje kontor på Sjælland med Torben Vang-Larsen i spidsen. Her står han stadig, nu med to kolleger i ryggen og udsigt til stadig flere kunder, der har behov for formuerådgivning. For sjællænderne har taget Formueplejes koncept til sig.



Gitte Wenneberg
Kommunikationsmedarbejder
Formuepleje AIS

Der er sket meget siden Torben Vang-Larsen drev Formueplejes nye kontor hjemme fra køkkenbordet på Amager. Her fortæller han om kontorets udvikling i en landsdel, hvor Formuepleje indtil for få år siden var stort set ukendt.

- ▶ *I dag har Formuepleje kontorer på Tuborg Boulevard i Hellerup, men i 2004 startede du kontoret hjemme i privaten. Hvordan kom de første kunder til?*

Udgangspunktet for mine kunder var de net-

værk, som jeg i forvejen havde. Heldigvis var en del af mine relationer fra tidligere jobs interesseret i at høre, hvad jeg nu kastede mig ud i. Derudover høstede jeg fordel af, at Formuepleje allerede havde en lille base af tilfredse kunder, som har været flinke til at opfordre venner og bekendte til at tage et møde med Formuepleje. Derudover er det bare at komme rundt med tasken og fortælle om vores forretningsfilosofi: Højest muligt afkast med så få bekymringer som muligt og med en direkte sammenhæng mellem den kvalitet, vi leverer og det honorar, vi tager.



” Fra min plads i banken ville jeg gerne forhandle Formueplejes produkter. Desværre ville Formuepleje ikke betale banken en salgs- og holdingprovision, og derfor var det ikke interessant for banken.

meget specialiseret, og på det tidspunkt relativt ukendt investeringshus. Ukendt i København i hvert fald. Sandheden var og er nok stadig, at relativt få branchefolk faktisk har sat sig ind i vores koncept. Fra min plads i banken ville jeg gerne forhandle Formueplejes produkter. Desværre ville Formuepleje ikke betale banken en salgs- og holdingprovision, og derfor var det ikke interessant for banken. Til gengæld tilbød Formuepleje, at jeg kunne få lov til at starte en ny afdeling i København i stedet.

► *Hvor bevæger rådgivningen af formuende kunder sig hen de kommende år?*

I dag kommer en kunde typisk for at høre om en investering i Safe eller Penta. Kunderne vil høre om det konkrete selskab, og hvordan det passer ind i deres portefølje. I fremtiden tror jeg, at det bliver omvendt. Så starter vi med at høre om hele kundens økonomiske univers. ”Vis mig din balance” siger rådgiveren – ”ellers kan jeg ikke rådgive dig ordentligt”. Dernæst analyseres kundens økonomi, og vi finder måder at optimere kundens samlede formueforhold.

► *Hvad er den største svaghed ved konceptet?*

I mine samtaler med kunderne hører jeg som oftest kun denne ene svaghed ved vores forretningsmodel - og det er, at vi tager betaling for at pleje af formuen. Vi ynder at sige, at vi gerne modtager forslag til forbedringer af konceptet

► *Du skiftede fra den etablerede bankverden til et forholdsvist ukendt investeringshus i provinsen. Hvad var den største forandring?*

Sjovt nok var forandringen ikke stor i relation til kunderne, men mere overfor kollegerne i branchen. Der var mange, der undrede sig over, at jeg ville ”opgive” en forholdsvis sikker karrierevej og et job som investeringschef og underdirektør i en af Skandinavien største banker (SEB Private Banking, red.) til fordel for et – i deres øjne – noget usikkert job hos et

>>



– men med en teoretisk set optimal investeringsmodel kombineret med tyve års systematisk udryddelse af interessekonflikter mellem kunde og kapitalforvalter gør det svært at finde de gode argumenter frem. På nær lige prisen. Heldigvis betyder kundetilgangen, at vi har kunnet

forhandle os frem til nogle meget lave driftsomkostninger, som jeg gætter på sparer kunderne for et trecifret millionbeløb hvert år. Det er da en god hjælp til betalingen af os.

► *Investerer du selv i Formueplejeaktier?*

Ja, 90% af mine værdipapirer er placeret i Formueplejeaktier – og nu spørger du nok, hvorfor det ikke er 100%? Svaret er, at jeg har nogle A.P. Møller Mærsk-aktier. Og den investering har jeg faktisk tabt på. Den anden investering er nogle Vestas aktier – det er mit bidrag til at nedbringe CO₂ udledningen. Vestas har jeg til gengæld tjent godt på, så samlet går det nok nogenlunde lige op. Men at det går lige op, er jo ikke særligt godt, og derfor har jeg også valgt at overlade mine investeringer til eksperterne, nemlig vores kapitalforvaltere. Jeg ved ganske meget om økonomi, og om hvordan familien og jeg kan skrue tingene sammen på overordnet niveau – altså det jeg kalder for formuearkitekturen. Men at følge med i udviklingen på dagligt plan er for mig umuligt i praksis.

► *Du har tidligere arbejdet som investeringschef. Giver du gode råd til Formueplejes investeringschef Søren Astrup?*

Da jeg startede hos Formuepleje deltog jeg i et par af deres investeringsfora, der rådgiver Formueplejeselskaberne. Jeg deltog i en par møder – men jeg fandt hurtigt ud af, at de sagtens kunne klare sig uden mig...

► *Formuerne og friværdierne vokser og folks penge sidder løst. Det må være nemt at være formuerådgiver?*

Ja, pengene sidder løst, når det kommer til fladskærme, spabade og andre forbrugsgoder. Men for så vidt angår langsigtede investeringsprodukter, der trods alt er ganske komplicerede, er processen i reglen mere langsommelig. Når markederne stiger, kan man godt sige, at det er let. Jeg synes dog aldrig, at det er let at være formuerådgiver. Vi rådgiver jo om kundernes formuer – de penge, der skal sikre deres alderdom og deres råderum i dagligdagen. Det er faktisk et ganske betydeligt ansvar, og derfor er jeg glad for vores forretningsmodel: Det bedste afkast til ethvert risikoniveau med lave faste omkostninger.

► *Børsnoteringerne har gjort Formueplejeaktier tilgængelige for alle. Er det målet, at gøre Formuepleje til en folkeaktie?*

Alle har brug for et godt og sikkert sted at anbringe deres penge, og det gælder uanset, hvor mange penge man kan investere. Så hvis det er "folkeaktie" at invitere alle indenfor, så vil jeg sige ja. Efter børsnoteringerne kan alle købe aktier via Københavns Fondsbørs. Der er naturligvis forskel på, hvad vi kan tilbyde de forskellige kunder med hensyn til service, da vi jo har et relativt begrænset antal rådgivere, der kun kan bruge deres tid et sted af gangen. Mange er meget glade for vores hjemmeside, hvor relevant information faktisk kan findes, og dermed kan mange rådgive sig selv. Har man lidt større beløb at investere for – d.v.s. over 400.000 kroner hjælper vi gerne til.

► *Hvem er typisk kunde hos Formuepleje?*

Traditionelt har Formueplejes kundekreds været midaldrende par, der har solgt deres livsværk, vil nyde deres otium og nu står med en formue, som skal forvaltes bedst muligt. De har drevet virksomhed og er vant til at uddelegere opgaver, der med fordel kan varetages af andre. Og når vi kommer til værdipapirinvesteringer,

hverken kan eller vil disse personer afsætte den tid og de ressourcer, der skal til for at passe en effektiv portefølje.

- *Det må være et stort spring for kunderne at skifte fra at investere gennem banken og så til et investeringshus i provinsen. Er folk skeptiske?*

Ja og nej – et rigtigt økonomsvar. Ja, fordi den gennemsnitlige kunde ikke havde hørt om Formuepleje for 2-3 år siden, og når man slet ikke har hørt om en given virksomhed, er man naturligvis mere skeptisk. Prøv bare at overvej, om du ville købe et bilmærke, du aldrig har hørt om? Fra et land, du ikke har set andre biler fra. Eller ville du rejse til et helt ukendt rejsemål, i et land du aldrig har hørt om? Nogen vil – og heldigvis for det, ellers havde det været noget op ad bakke for os. Men det tog tid, og krævede en del dokumentation i starten.

Og nej, fordi vi grundlæggende tilbyder det samme som produkt. Vi analyserer kundernes økonomi, spørger ind til riskovillighed og investeringshorisont og på den baggrund opstiller et udfaldsrum for formuen baseret på vores forslag til den optimale investering.

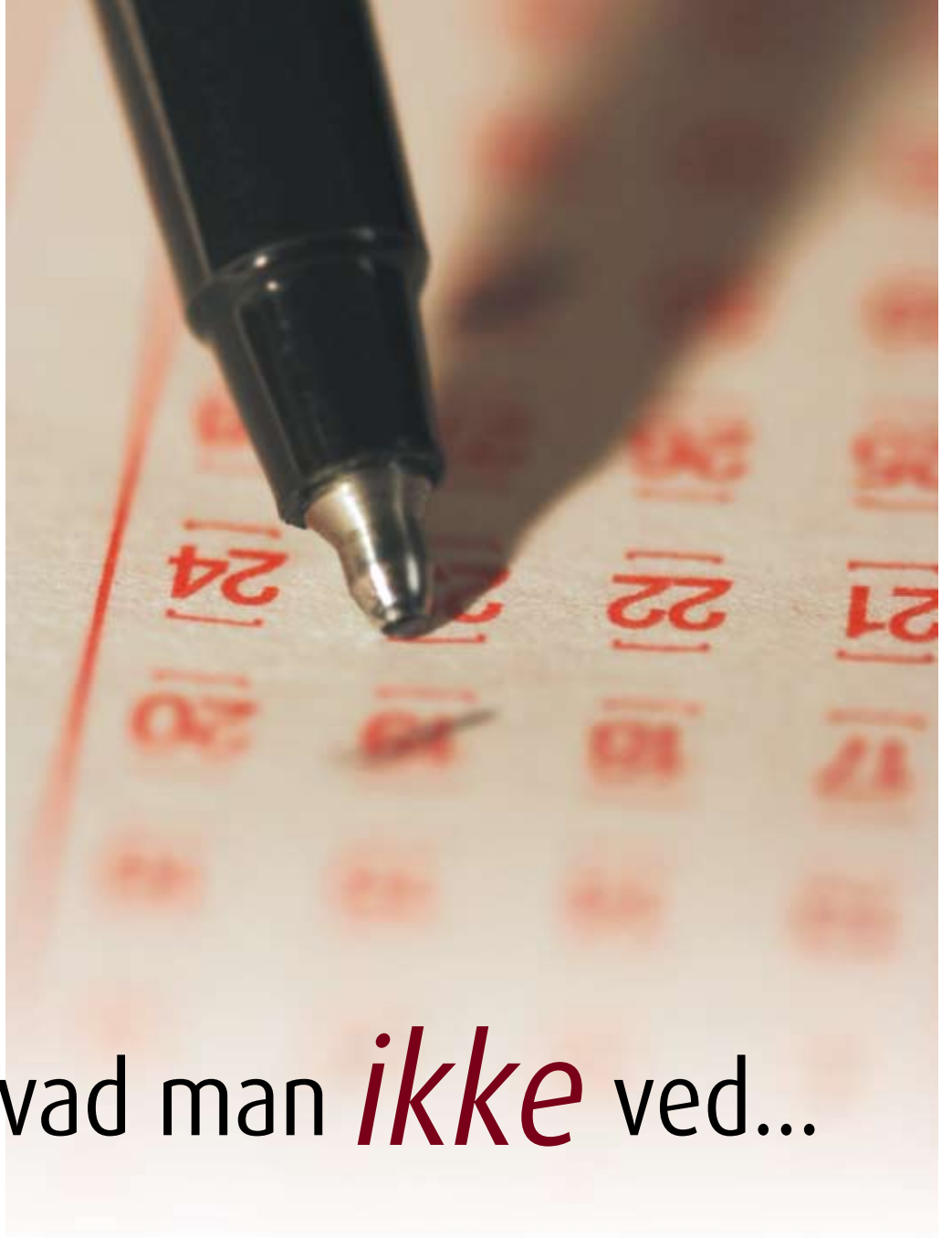
- *I dag er 13 rådgivere på Tuborg Boulevard. Hvordan ser københavner-kontoret ud anno 2010?*

Ja, i dag er vi tre formuerådgivere, Jens Martin Halfeld, Rene Juul og jeg. Om tre år formoder jeg, vi er omkring 10. Behovet for rådgivning er stort, og antallet af kunder, der med fordel kan tale med Formuepleje om deres formueforhold, pension, skatteoptimering, m.v. alene på Sjælland er mindst lige så stort som i resten af landet tilsammen. Alt tyder på, at den efterspørgsel vi oplever i dag fortsætter, så det er min klare forventning, at vi får behov for flere ressourcer, og vi er da allerede nu på udkig efter nye formuerådgivere.

1	
Udvikling i formue under forvaltning på Sjælland	
1. april 2004	3 mia. kr.
31. december 2006	10 mia. kr.
Samlet forvalter Formuepleje A/S over 40 mia. kr.	

► *Kilde: Formuepleje*

2	
Torben Vang-Larsen	
Regionschef og partner	
Ansatt i:	2004
Funktion:	Partner og regionschef for Sjælland
Uddannelser:	Bankuddannet og HD i finansiering
Erfaringer:	17 års erfaring med formuerådgivning – senest som investeringschef for S E B Private Bank i København.
Alder:	38 år
Jens Martin Halfeld	
Formuerådgiver	
Ansatt i:	2006
Funktion:	Formuerådgiver
Uddannelse:	Bankuddannet
Erfaringer:	20 års erfaring med investeringsrådgivning – senest som sektionsleder hos Nordea.
Alder:	55 år
René Juul	
Formuerådgiver	
Ansatt i:	2006
Funktion:	Formuerådgiver
Uddannelse:	Cand.merc. i finansiering
Erfaringer:	5 års erfaring fra en stilling som account manager i Handelsbanken og fra BG Bank og Danske Bank, hvor han har arbejdet med finans- og risikostyring.
Alder:	32 år



Vide, hvad man *ikke* ved...



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

Langt de fleste investorer lægger i deres investeringsstrategi vægt på, det de ikke ved. Derimod bygger de primært deres opsparing og forventninger på troen på, at de kan gætte, hvad der kommer til at ske til næste år. I fokus er ofte, om man skal satse mest på Vestas eller mest på Torm, og det bliver rent gætteri.

I de samfundsvidenskabelige discipliner ændres den videnskabelige sandhed ofte over tid. Men når man skal foretage investeringer, er det utrolig vigtigt at skelne mellem, hvad man ved og hvad man ikke ved (tror eller håber).

I Formueplejeselskaberne har viden og *ikke* tro eller håb altid været det bærende element i investeringsstrategien siden starten i 1988.

Hvad vi ved

Når et nyt investeringsår starter, er der en række ting vi ved – ting, som kan måles objektivt. "At vide" betyder i den økonomiske verden oftest, at noget er helt overvejende sandsynligt, fordi det har været sådan i årevis eller har gentaget sig i normalsituationerne.

Sådan bruger vi viden

1) Altid aktier og obligationer i en portefølje

Ønsker man lav risiko, skal der altid indgå både aktier og obligationer i en portefølje. De seneste 50 år er det kun sket to gange i Danmark, at både aktier og obligationer har givet underskud i det samme år.

2) Der skal komme lige meget risiko fra aktier og obligationer

Man kan måle i hvilket omfang to investeringer – her aktier og obligationer – stiger eller falder samtidig ved hjælp af den såkaldte korrelation. Det har vist sig, at de seneste 25 år har korrelationen på månedsafkast været tæt på 0, dvs. at stigninger og fald i henholdsvis aktiemarkedet og obligationsmarkedet ingen sammenhæng har (se figur 1). Det fører os over i faktum nummer 3.

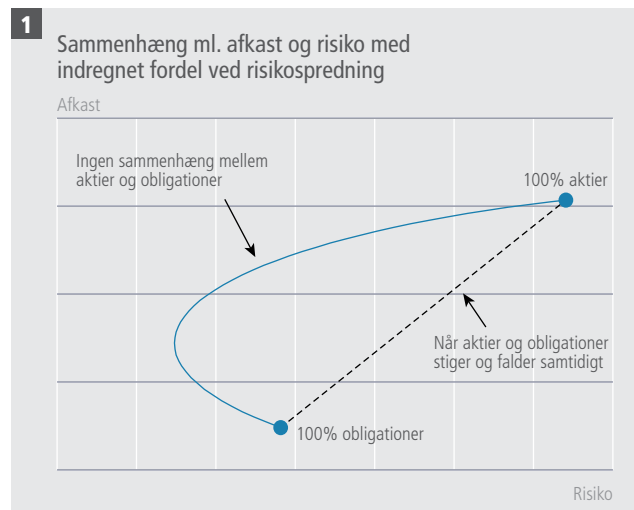
3) Porteføljen med den laveste risiko: 1/4 aktier og 3/4 obligationer

Når korrelationen er tæt på nul skal der komme lige så meget risiko fra vores obligationsinvesteringer, som der gør fra vores aktieinvesteringer¹⁺²⁾. Man måler risiko som kursudsving, og heldigvis er kursudsving mere konstante i størrelse end afkast, så her er vi også tæt på viden. Aktier har vist sig at have kursudsving på ca. 15% om året og obligationer på ca. 5%. Hvis vi skal have den laveste risiko, skal vi have lige stor risiko fra begge markeder. Det betyder 1/4-del aktier og 3/4-dele obligationer, fordi 1/4 aktier giver en risiko (kursudsving) på ca. $\frac{1}{4} \times 15\% = 3,75\%$ og 3/4 obligationer giver en risiko på $\frac{3}{4} \times 5\% = 3,75\%$. Så kommer der lige stor risiko fra begge markeder, og det giver den laveste risiko af alle porteføljesammensætninger (se figur 2).

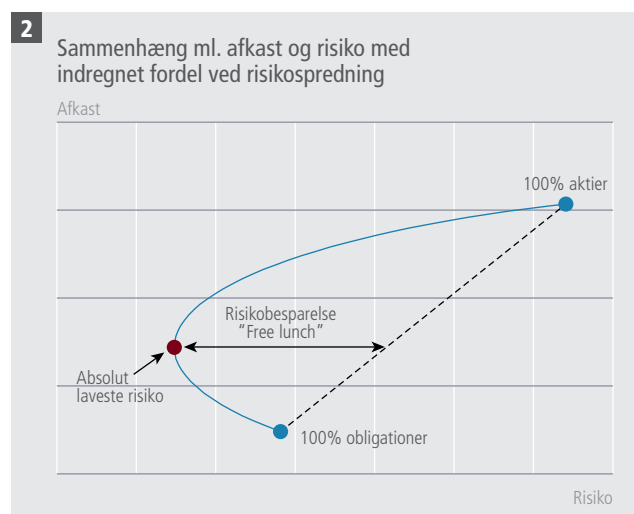
4) Ikke dagens – men alle tiders tilbud: 30% gratis

Økonomer siger altid, at der ikke eksisterer nogen form for "Free lunch" på de finansielle markeder. Men den rigtige fordeling af aktier og obligationer giver en rabat på 30%. Det er den eneste ægte "free lunch".

1/4 i aktier giver en risiko på 3,75% ($15\% \times \frac{1}{4}$) og 3/4 i obligationer giver også en risiko på 3,75% ($5\% \times \frac{3}{4}$). Man skulle tro, at det gav en samlet risiko på 7,5% ($3,75\% + 3,75\%$), men det gør det ikke. Når vi har to investeringer som aktier og obligationer, hvor der ingen sammenhæng er i afkastet (en korrelation på 0), så bliver den samlede risiko kun 5,3%. Altså en besparelse i risiko på næsten 30%. (fra 7,5% til 5,3%.)³⁾

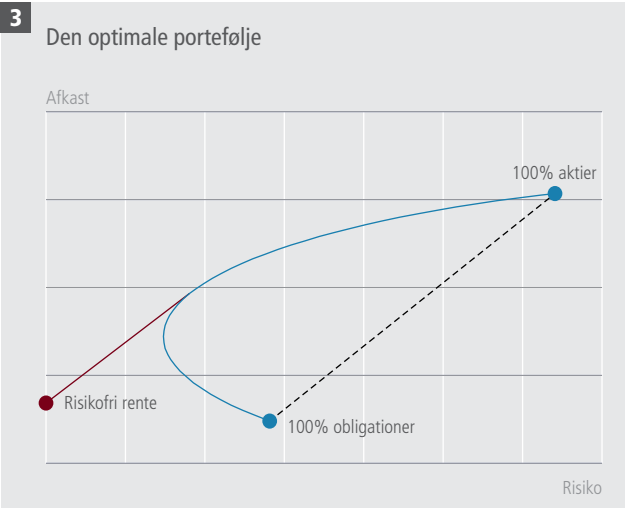


► Kilde: Se note 5

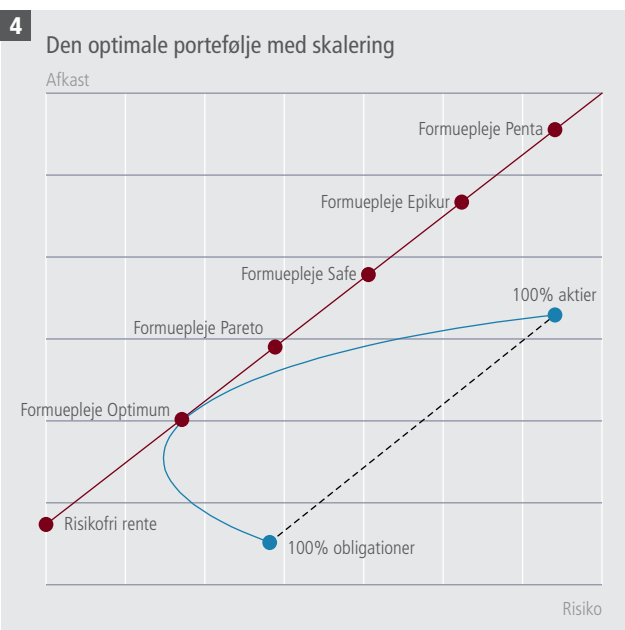


► Kilde: Se note 5

>>



► Kilde: Se note 5



► Kilde: Se note 5

5) Hvordan finder vi den bedste portefølje – ikke bare den laveste risiko?

Vi kender køb-og-behold afkastet på en obligation, og vi ved hvad merafkastet har været på aktier ift. obligationer de seneste 75-100 år. Nu er 10.000 kroners spørgsmålet: Hvordan opnår jeg det højeste merafkast, hvis jeg er villig til at påtage mig risiko? Det er ikke så svært, som det lyder. Vi så før, hvordan vi kunne forbedre afkast/risikoforholdet ved at blande aktier og

obligationer. Når vi ved, at obligationer på langt sigt giver 4,5% og aktier giver 8,5% og korrelationen er 0, kan vi udregne en række afkast ift. risiko, som danner en buet linie.

Hvis jeg sætter pengene i banken, får jeg et meget stabilt og sikkert afkast. Vi kan godt tillade os at kalde det et risikofrit afkast (se figur 3). Men så snart vi placerer pengene i aktier eller obligationer, opstår der en risiko for, hvad afkastet bliver. Hvis jeg som investor kan vælge mellem det samme afkast uden risiko og med risiko – vælger jeg selvsagt det risikofri afkast. Hvis vi tegner en linie fra det risikofri afkast (bankrenten) til skæring med den buede linie, har vi den portefølje (sammensætning af aktier og obligationer), som giver det bedste afkast ift. risiko. Den bedste portefølje. Med et forslidt udtryk: den optimale portefølje.

6) “.. så bør man låne...”

Den optimale portefølje vil næsten altid ligge lidt “over” porteføljen med den absolut laveste risiko, men risikoen vil stadig være lav og vil derfor ikke give et tilfredsstillende afkast til alle investorer. Det er her Formuepleje Optimum ligger. Hvis man ønsker et højere afkast – og vil acceptere større kursudsving – bør man låne til investering. Da følges afkast og risiko ad – som perler på en snor. Det har vi gjort i de øvrige Formueplejeselskaber. Fra Pareto med typisk 1 gang skalering af lavrisikoporteføljen i Optimum op til Penta med typisk 3 gange skalering (se figur 4). Uanset hvad man vælger, kan man ikke opnå et bedre afkast/risikoforhold ved andre investeringer uden belåning.

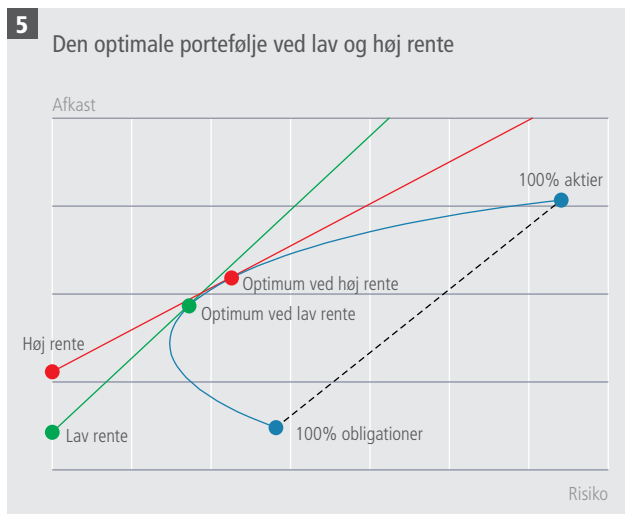
7) Det kan betale sig at låne...

Hvis vi holder fast i, hvad vi ved – og ikke hvad vi håber, kan det betale sig at låne – også til en rente, der kan være højere end obligationsrenten (se figur 5). Når renten er lav, vil den optimale portefølje indeholde relativt mange obligationer (den grønne linie) og når renten er høj vil den indeholde mange aktier (den røde linie).

Det er en almindelig misforståelse, at man ikke bør anvende lån, hvis blot én del af porteføljen giver et forventet lavere afkast end lånerenten – f.eks. at lånerenten i en periode skulle være højere end obligations-

renten. Det ses af grafen, at selv i en situation, hvor lånerenten er højere end obligationsrenten giver det et bedre resultat at fastholde tangentporteføljen (den røde linie) end andre alternativer.

Mange investorer er skeptiske overfor finansielle teorier eller har svært ved at forstå dem. De vil se resultater. Vi har mere end 50 årsresultater i Formueplejeselskaberne, så der er talmateriale nok til at konstatere, at teorien holder i praksis.



► Kilde: Se note 5

Teori er godt – men virkelighed er bedre

8 års resultater i 5 selskaber

Hvor stor er effekten i praksis af at lave balance-rede investeringer i aktier og obligationer? Vi har undersøgt perioden fra 1/1 1998 til 30/6 2006 for de fem Formueplejeselskaber, der har eksisteret i denne periode⁴⁾. Denne periode har været karakteriseret ved stigende aktiemarkeder fra 1998 til 2000 og aktiekrak i perioden fra 2001 til 2003 efterfulgt af aktiekursstigninger frem til 2006.

Obligationsrenten er i dag på samme niveau som i slutningen af 1998, hvor den nåede ned på 4%, som også er niveauet i dag (3,85%).

I denne periode har det danske obligationsmarked givet et afkast på 5% p.a. og det globale aktieindeks knap 3% p.a. I Formueplejeselskaberne har strategien altid været at fokusere på relativt sikre obligationer og relativt sikre aktier, og afkastet fra vores obligationsbeholdinger har udgjort 4,3% p.a. og aktieafkastet 7,2% p.a. Men det mest interessante er, hvad risikoen har været ved at have de blandede porteføljer.

Stor risikobesparelse ved blandede porteføljer

Der har været en (overraskende) stor risikobesparelse ved at anvende blandede porteføljer i et blandingsforhold, som netop beskrevet i

6

Investering	Risiko (kursudsving – std.afv.)	Afkast p.a.
1 Aktier		
Globalt aktieindeks (FT-World)	17,6%	2,7%
Ren aktieportefølje (Formuepleje Safe)	13,7%	7,2%
2 Obligationer		
Dansk obl. indeks (J.P. Morgan)	3,2%	5,4%
Ren obl. portefølje (Formuepleje Safe)	2,8%	4,3%
3 Samlede porteføljer		
Formuepleje Safe	2,5%	6,5%
Formuepleje Epikur	3,7%	6,9%
Formuepleje Penta	6,6%	6,7%
Formuepleje Pareto	3,1%	5,9%
Formuepleje Merkur	4,7%	6,2%

► Kilde: Årsrapporterne for Formueplejeselskaberne 1998 til 2006

starten af artiklen. I tabellen ovenfor er sammenlignet afkast/risikoforhold for aktier, obligationer og de samlede porteføljer i Formueplejeselskaberne – uden gearing.

Både selskabernes aktie- og obligationsporteføljer har udvist en mindre risiko end de sammenlignelige indeks. (se figur 6 punkt 1 og 2). Men hvad mere interessant er, at kursudsvin-

>>

gene for de fem Formueplejeselskabers pro anno afkast målt på den samlede portefølje af aktier og obligationer har ligget mellem 2,5% og 6,6%.

I perioden har selskabet med den laveste risiko pr. porteføljekrone været Formuepleje Safe med udsving på kun 2,5%, hvilket er lavere end både obligationsindekset og endog lidt lavere end Safes eget obligationsafkast. Det er det tydeligste eksempel på værdien af risikospredning blandt de fem selskaber. Safe har også i det meste af måleperioden ligget tættest på det teoretisk optimale, som det er beskrevet ovenfor under pkt. 5.

Som det mest risikable selskab fremtræder Formuepleje Penta med kursudsving på 6,6% på den samlede portefølje – altså dobbelt så højt som den rene obligationsportefølje, men kun 1/3 af det globale aktieindeks' kursudsving (se figur 7).

Fra starten af 2005 er alle selskaberne omlagt til samme strategi – kun med skalering (gearing) af porteføljen som eneste væsentlige forskel.

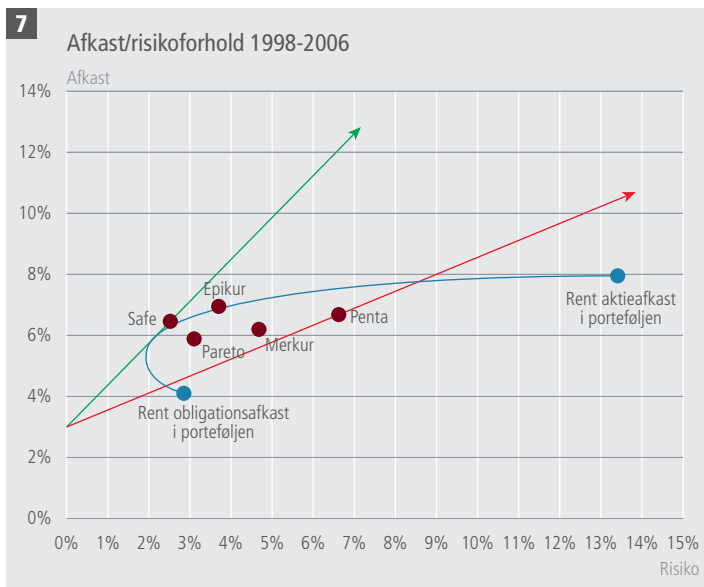
kast. Det ses også, at de mest "perfekte" porteføljer har været Safe og Epikur, hvilket stemmer fint overens med, at de også historisk har haft den teoretisk rigtigste sammensætning.

Det er netop det lave risikoniveau for den samlede portefølje, der gør det muligt at anvende skalering, uden at risikoen behøver at blive højere end for en 100% aktieportefølje. Ved hjælp af konservativ brug af lån kan grundporteføljen skaleres (geares) som skitseret ved de to pile.

Konklusionen er, at tangentporteføljeteorien virker – også i praksis. Ikke hvert år, men over længere investeringshorisonter. Det er baggrunden for, at vi har kunnet skabe et gennemsnitligt afkast efter selskabskat og omkostninger på 15% om året, siden vi startede.

Investering er omtanke, disciplin og tålmodighed

Der er ingen smarte genveje for os som investorer. Min erfaring er, at den gode investering kræver lige dele viden, omtanke, disciplin og tålmodighed. Hvis nogen prøver at fortælle dig andet, så er der grund til at være skeptisk.



► Kilde: Formuepleje

I figuren er vist dels det isolerede, rene aktieafkast, det isolerede, rene obligationsafkast og det samlede porteføljeafkast for de fem Formueplejeselskaber. Som det ses af figuren, har der været en stor risikogevinst ved at have blandede porteføljer frem for det rene aktieaf-

Noter

- 1) Mange undersøgelser har vist, at risikoen ved aktieinvesteringer falder ift. risikoen ved obligationsinvesteringer, når man har lang tidshorison, men det vil vi lade ligge her, da vi også ønsker mulighed for en konservativ brug af lån og så skal risikoen også være lav på kort sigt.
- 2) Ved en korrelation på 0, finder man risikoen ved at tage risikoen fra obligationsinvesteringerne og opløfte den i 2. potens, gøre det samme med aktieinvesteringerne og tage kvadratroden af summen af begge. Det indses intuitivt, at den laveste samlede risiko fås, hvis der tilføres lige mange "risikopoint" fra begge markeder.
- 3) Den samlede risiko er:

$$\text{Kvadratoden} (3,75\%^2 + 3,75\%^2) = 5,3\%.$$
- 4) Pareto dog først fra 1/7 1999.
- 5) Markowitz, Harry M. (1952). *Portfolio selection*, *Journal of Finance*, 7 (1), 77-91.
 Sharpe, William F. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of market equilibrium under conditions of risk*, *Journal of Finance*, 19 (3), 435-442.
 Tobin, James (1958) *Liquidity preference as behaviour towards risk*, *The Review of Economic Studies*, 25, 65-86.

Tak for en fantastisk dag



Den 15. december 2006 rundede jeg de 50 år, og det blev en uforglemmelig dag for min hustru Birgit og jeg.

Jeg ønsker at takke alle de mange kunder, forretningsforbindelser, kolleger, venner og familiemedlemmer, der fejrede dagen med mig. Ligeledes tak for de mange flotte hilsner, der kom til at udgøre et overvældende gavebord.

Mange tak.

Claus Hommelhoff



Spørgsmål & Svar

Her kan De læse et udpluk af de spørgsmål, som vi ofte modtager fra investorer.

? Hvad er et Formueplejeselskab?

Et Formueplejeselskab er et børsnoteret aktieselskab, som investerer i andre børsnoterede værdipapirer efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller.

Hvert af de syv Formueplejeselskaber er uafhængige aktieselskaber, der ejes 100% af aktionærene og har egen generalforsamling og egen valgt bestyrelse. Som investor i Formueplejeselskaberne bliver De således medejer og aktionær – og får stemmeret på generalforsamlingen i forhold til Deres aktiepost.

Fælles for Formueplejeselskaberne er endvidere, at der er indgået administrationsaftale med investeringshuset Formuepleje A/S, som varetager selskabernes investeringer mod at få et 10% resultatshonorar, når der er overskud samt et minimumhonorar på maksimum 0,5% af investeringerne.

Formueplejeselskaberne har siden 1988 skabt afkast på gennemsnitligt 15% om året, opgjort efter selskabs-skat og alle omkostninger.

Formueplejeselskab	Risikoklasse
Formuepleje Optimum	Lav
Formuepleje Pareto	Mellemlav
Formuepleje Safe	Mellem
Formuepleje Epikur	Mellemhøj
Formuepleje Penta	Høj
Formuepleje Merkur	Mellem
Formuepleje LimiTellus	Mellem

? Hvor formuende skal jeg være for at blive kunde hos jer?

Efter børsnoteringerne af Formueplejeselskaberne er det muligt, at købe aktier for mindre beløb end før noteringerne. Har De en investérbar formue på op til 400.000 kr., anbefaler vi Dem at søge oplysning på vores hjemmeside for at finde det/de Formueplejeselskaber, der passer bedst til Deres risikoholdning.

Har De mellem kr. 400.000 og 5 mio. kr. i investérbar formue, er De også meget velkommen til at kontakte vores kundeseekretariat, tlf. 87 46 49 00, som kan hjælpe Dem med at sammensætte den rigtige investering.

Har De over 5 mio. kr. i investérbar formue vokser mulighederne for at sammensætte formueplaceringerne optimalt, og derfor tilbyder vi uden beregning en konsultation hos en af vore formuerådgivere, som kan rådgive Dem nærmere om den optimale placering af Deres formue.

? Hvor adskiller I jer fra investeringsforeningerne?

Formueplejeselskaberne er selvstændige børsnoterede aktieselskaber. Vores investeringsstrategier er kun underlagt selskabets vedtægter og bestyrelsesbeslutninger. Det giver en stor frihed, bl.a. til at anvende fremmedfinansiering, hvilket har gjort det muligt at bruge det såkaldte tangentporteføljeprincip, som har givet en Nobelpris.

I en investeringsforening kan den strategi ikke bruges, da foreningen ikke må anvende lån og har et meget bundet mandat, hvor alle midler skal være investeret – oftest i ét bestemt marked.

I aktieselskaber – som Formueplejeselskaberne – ligger kapitalen fast, hvilket er perfekt til både langsigtede investeringer og til effektiv skattestyring. I Investeringsforeninger øges eller mindskes kapitalen – afhængigt af om der er flest købere eller sælgere. Det gør det svært at foretage langsigtede investeringer, og det er næsten umuligt at skatteplanlægge – både for foreningen og for den enkelte investor. Han bliver skattepligtig af foreningens realiserede gevinster, selv om det er andre medlemmer, der har solgt. Eksempelvis når en virksomhed udbetaler et udbytte på 10 kr., falder kursen næsten pr. automatik med 10 kr. Samtidig har man et beløb, som ofte skal genplaceres med købsomkostninger til følge. Hvis man investerer i aktier for frie midler, bliver der ydermere omgående trukket udbytteskat.



Hanne Kring
Finansrådgiver
Formuepleje A/S

Vest for Storebælt
Telefon: 87 46 49 17



René Juul
Formuerådgiver
Formuepleje A/S

Øst for Storebælt
Telefon: 87 46 49 42

? Hvordan køber jeg aktier?

Som investor i Formueplejeselskaberne har De flere muligheder for at effektuere et køb.

Via Københavns Fondsbørs

De kan kontakte Deres eget pengeinstitut og indlægge købsordrer. Langt størstedelen af danske pengeinstitutter tilbyder desuden en handelsløsning via netbank/homebank, hvor De hjemme fra kan følge kursudviklingen og selv afvikle handelsønsker.

Via Formuepleje – ingen kurtag

Ved handelsordrer til en værdi af mindst kr. 400.000 kan De kontakte Formuepleje A/S. Via vores brede kundebase vil vi på Deres vegne søge kontakt til en modpart. Gennemføres handlen gennem Formuepleje beregnes der kun et notagebyr på kr. 350 til Jyske Bank A/S, som afvikler handlen. Gennemføres handlen gennem Deres pengeinstitut, gælder Deres normale vilkår og priser. Formuepleje har således ingen indtægter relateret til handlens gennemførelse, men yder denne investorservice ud fra ønsket om en nem, billig og effektiv handelsafvikling for vores kunder.

? Det med gearing – er det ikke farligt?

Gearing er det populære finansudtryk for at have finansieret sine investeringer delvist via lån. Hvis man kan låne billigere end man kan investere til – så kan det betale sig at låne, hvis man vel at mærke kan styre den risiko, der måtte følge med lån og investeringer.

I 5 af de 7 Formueplejeselskaber anvender vi en gearing, der svarer til 1-3 gange egenkapitalen. Når man tager det koncept, som Formueplejeselskaberne bygger på i betragtning, hvor aktieandelen typisk udgør omkring 30%, mener vi på ingen måde, at gearing er farligt.

Aktionærer hæfter naturligvis ikke for de lånte midler, da Formueplejeselskaberne er aktieselskaber med begrænset hæftelse.

? Hvordan kan jeg investere pensionsmidler i Formueplejeselskaberne?

Formueplejeselskaberne er børsnoterede, og De kan investere pensionsmidler som i alle andre børsnoterede aktier. Der gælder den generelle begrænsning for pensionsmidler, at De maksimalt kan investere 20% af pensionsformuen i ét enkelt selskab. Men da der findes syv Formueplejeselskaber, har De alligevel mulighed for at placere hele pensionsformuen i Formueplejeselskaberne ved at fordele investeringen på fem eller flere selskaber. I 2007 kan De investere op til 43.100 kr. i et selskab – uanset 20%-reglen. I pensionsdepoter betaler De årligt 15% skat af afkastet mod hhv. 28 og 43%, når en investering af frie midler realiseres.

Pas på! Livet er dødeligt

De fleste har et lidt aparte forhold til deres forsikringselskab. De har købt et produkt, som de mest af alt ikke ønsker at gøre brug af. Drevet af synlige katastrofer og globaliseringens eksport af velstand er forsikringer i vækst. Derfor har Formuepleje investeret i sektoren.



Nicolai Borch Hansen
 Seniorkapitalforvalter
 Formuepleje A/S

Efter længere tids kronisk dårlig samvittighed fik jeg for nylig besøg af en såkaldt forsikringskonsulent. Til min store overraskelse viste det sig, at vores ulykkes- og indboforsikring knap havde ændret sig siden min studietid for knap 10 år siden. Min hustru havde svært ved at skjule sin

skuffelse over, at økonomien i huset tilsyneladende havde udvist en udtalt grad af lemfældig omgang overfor husstandens forsikringsforhold.

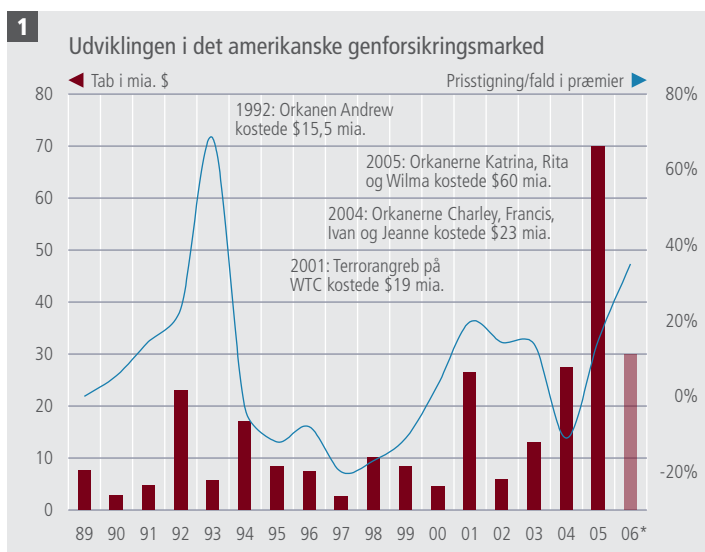
Lykkeligvis krævede det ikke et uheld før vores forsikringsforhold blev bragt i orden. Og vi er i dag dækket til overflod med indboforsikring til en værdi, der langt overgår de faktiske værdier, en lukrativ livsforsikring, der endda dækker, hvis jeg måtte blive overfaldet af en sindsforvirret alkoholisk voldsmand – forsikringskonsulentens frase.

Sidstnævnte havde jeg vanskeligt ved at forestille mig, men jeg var næppe i en position til at fremstå genstridig.

Gevinsten ved katastrofer

Ovenstående tilståelse er ifølge branchen et ganske normalt tilfælde. De fleste forsikrings-tagere er underforsikrede, og det kræver ofte en større hændelse for at få bragt forholdene i overensstemmelse med de sande værdier – eller måske en smule bedre.

Netop derfor ses ofte et spring i præmi priserne i forlængelse af større katastrofer.



► Kilde: Credit Suisse, FBR og Formuepleje
 *) Forventede data

I kølvandet på orkanen Katrina, der skabte massive ødelæggelser i den mexicanske golf, og ikke mindst efter orkanen i New Orleans, formåede den amerikanske forsikrings- og genforsikringsbranche at gennemføre lukrative prisstigninger.

Olie- og borerigge måtte se præmierne stige med 150-300%, ejendomsmarkedet i de udsatte områder så prisstigninger i niveauet 30-35%. Selv områder i USA, der befandt sig uden for risikoområderne, oplevede prisstigninger på over 5% ¹⁾.

De stigende præmieindtægter er naturligvis en konsekvens af øgede skadesudgifter. Forsikringspolicerne har dog ofte en længerevarende løbetid. Det betyder, at stigningen i præmiepriserne, der var knyttet til en enkelt hændelse, vil være gældende i en årrække fremover – uanset niveauet af skadshændelse fremadrettet.

Markedets ofte enøjede fokus på orkanaktiviteten er derfor forfejlet. I 2006 udeblev orkanerne i USA, og det påvirker forsikrings- og genforsikringsselskaberne positivt for indeværende år. Men det har negative konsekvenser for genforhandlingen af forsikringspræmier gældende de kommende år.

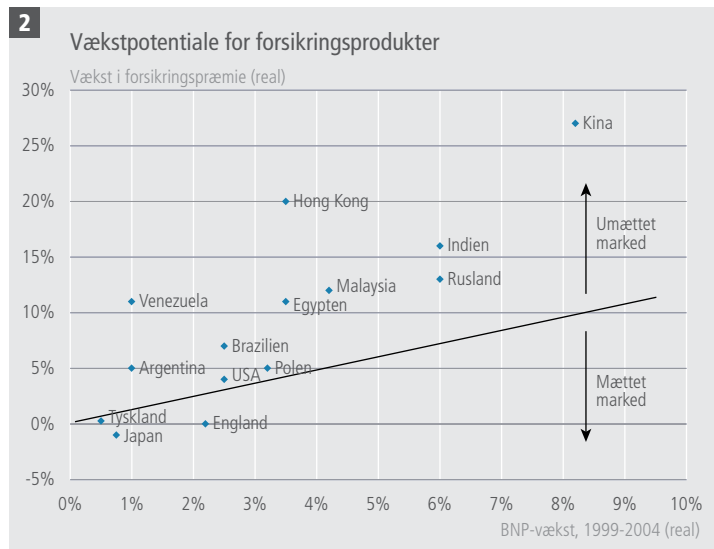
Derfor er orkaner og oversvømmelser fra tid til anden en nødvendig drivkraft for forsikringssektoren, hvis priserne på præmier skal fastholdes på et højt niveau.

Stigende velstand driver forsikringspræmier

En anden drivkraft i forsikringssektoren er den stigende globale velstand. I takt med den øgede velstand er formueværdierne også steget. Det påvirker positivt på flere niveauer. Den stigende formue iblandt eksisterende forsikringstagere betyder, at eksempelvis behovet for indbodækning ligeledes vil stige. Det vil alt andet lige betyde højere præmiebetaling.

Et andet og mere langvarigt strukturelt element er den stigende velstand i de nye økonomier. Denne har resulteret i et nyt behov for forsikringsdækning i mange af disse lande. Det betyder, at det globale antal forsikringstagere stiger i takt med globaliseringen og velstanden.

Denne tendens ses ganske tydeligt af figur 2. Mens modne økonomier som Tyskland, Japan, USA og England oplever en udfladning i præmiestigningen, oplever



► Kilde: Swiss Re, Sigma, No 5/2005

mange udviklingslande en markant højere vækstrate i præmiestigninger. Det er et resultat af den ovenfor nævnte "dobbelttælling" – dvs. såvel stigende forsikringsdækning som stigende antal kunder.

Forskellen mellem de modne økonomier og de hurtigt voksende kan fortsætte i en længere årrække.

At der vitterlig er stor forskel mellem forsikringsniveauerne i den vestlige verden og udviklingslandene, kom tydeligt til udtryk i forbindelse med den økonomiske opgørelse efter tsunamien i december 2004. De hårde tal viste, at 220.000 omkom. Det totale økonomiske tab var \$13,4 mia, hvoraf \$2 mia. var for forsikret ²⁾.

Sammenlignes dette med terroranslaget mod bl.a. World Trade Center i 2001, omkom 3.100. Det økonomiske tab (i 2005 priser) var \$98 mia. og det forsikrede tab var \$21 mia ³⁾.

Trods tsunamien mere omfattende ødelæggelser og det større mennesketab var det tydeligt, at det økonomiske- og forsikringsmæssige tab blot udgjorde en brøkdel af angrebet på World Trade Center.

Over tid vil denne forskel i samfundsmæssig velstand udlignes. Der vil dog gå mange år før udviklingsøkonomierne når vestligt niveau. Og i den tid vil væksten og penetreringsgraden gøre disse markeder interessante.



Case: Aegon

Vores positive vurdering af forsikringsbranchen kan bedst illustreres ved en gennemgang af den hollandske forsikringskoncern, Aegon.

Jeg havde for nylig fornøjelsen af at besøge hovedkontoret for deres amerikanske aktiviteter i New York. Jeg talte med ledende medarbejdere om, hvor selskabet og branchen bevæger sig hen. Selskabets amerikanske aktiviteter udgør i dag knap 60% af den samlede aktivitet.

Den demografiske udvikling

Et af de forhold, der understøtter vores positive syn på Aegon, er, at selskabet nyder godt af den generelle tendens med en stigende andel af ældre. Udsigten til en øget ældrebyrde i de modne økonomier har lagt et pres på statens evne til at forsørge befolkningen efter den arbejdsdygtige alder. Resultatet er et stadigt stigende opsparingsbehov.

Et af Aegon's største forretningsområder er salg af pensions- og livsforsikringsprodukter. Alene på det område forventer Aegon de kommende år en vækst på det amerikanske marked på 13% per år. En af drivkræfterne bag denne vækst er en fortsat forbedring af de tilbudte produkter, således at de i højere grad end tidligere tilpasses den enkelte kunde.

Et spil på emerging markets

Et andet interessant aspekt ved Aegon er den internationale profil. Mens Vesteuropa og USA fortsat udgør fundamentet i Aegons indtjening, ser vi en stigende aktivitet i de såkaldte emerging markets. Til trods for at disse udviklingslande udgør en begrænset del af den samlede forretning, vil de i høj grad være blandt løftestængerne til den fremtidige vækst.

Denne vurdering understøttes blandt andet af figur 2, der tydeligt illustrerer de attraktive forsikringsmiljøer i Asien og Østeuropa.

Men det er værdiansættelsen, der tæller

I det globale investeringsunivers findes flere hundrede selskaber, hvor der kan fortælles interessante historier om selskabet og dets udviklingsmuligheder.

Hos Formuepleje er det i sidste ende prisfastsættelsen, der afgør, om selskaberne er interessante at investere i. I Aegons tilfælde er det absolut tilfældet. Med følgende nøgletal er selskabet blandt de billigste i forsikringssektoren:

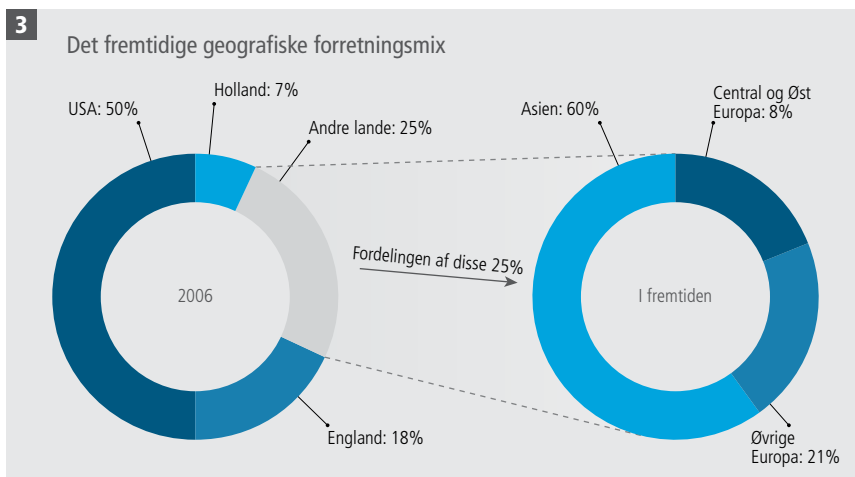
- ▶ Egenkapitalforrentning = 12%
- ▶ P/E = 9
- ▶ P/EV⁴⁾ = 1

Især understreger sidstnævnte nøgletal attraktiviteten i Aegon. Trods debatten om præcisionen af EV, ændrer det ikke ved, at en P/EV = 1 fortæller, at den aktuelle pris på selskabet svarer til værdien af de eksisterende forsikringspolicer. Dermed tilføjer markedet ingen værdi til Aegons formodede evne til at skabe vækst årene fremover. Det vurderer vi, er et for pessimistisk syn.

Forsikring – derfor en central investering

Som antydnet ovenfor ser vi ganske positivt på store dele af forsikringssektoren. Vores primære investeringer er derfor centreret omkring selskaberne Allianz (Tyskland), Aegon (Holland) og AIG (USA).

Disse selskaber er alle karakteriseret ved en global tilstedeværelse og billig prisfastsættelse. Selskaberne har derfor, og vil fortsat fremover have, en central position i Formueplejeselskabernes porteføljer.



▶ Kilde: Aegon

Noter:

- 1) Credit Suisse: Insurance Outlook 2006, januar 2006
- 2) Swiss Re: Sigma: Natural catastrophes and man-made disasters 2005, No 2/2006
- 3) Swiss Re: Terrorism – dealing with the new spectra, 2002
- 4) Embedded Value er en opgørelse over værdien af eksisterende og løbende forsikringspolicer

Det hele begyndte i 1606...



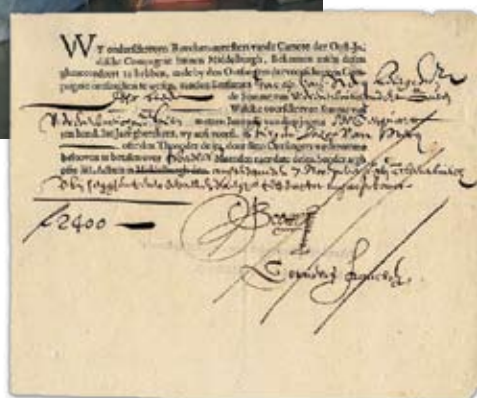
Aktiemarkedet har netop rundet de 400 år. Siden første aktieudstedelse i 1606 har investorer oplevet mange op- og nedture. Der har været bobler, fusere, valutakriser, krak, statsbankerotter, krige, depressioner og korrupsion. Ikke desto mindre har man med aktieselskabskonstruktionen skabt den sundeste investeringsmulighed, verden endnu har kendt.

Løbende er der jubilæer, der skal fejres. Men ikke alle får den opmærksomhed, de fortjener. I 2006 markerede hollænderne, at det den 15. juli var 400 års dagen for Rembrandts fødsel. Imidlertid var det ikke det eneste 400-års jubi-

læum, hollænderne kunne fejre i 2006, men i modsætning til markeringen af Rembrandt var det påfaldende så ubemærket det gik hen, at vi i efteråret kunne mindes 400-års dagen for verdens første aktieudstedelse. I hvert fald er det nu 400 år siden aktier i det senere så glørværdige søfartsselskab, Verenigde Oost-Indische Compagnie, VOC, blev handlet for første gang og til priser 10-15% over emissionskursen. >>



René Juul
Formuerådgiver
Formuepleje AIS



Aktierne gik som varmt brød ved emissionen i 1606. Blandt investorerne af den totale aktiekapital på lidt mere end 6,4 mio. gylden var mere end 350 småsparere, hvilket svarede til over 30% af aktionæerne. Emissionen var tilmed verdens første internationale emission, da investorkredsen både talte belgiere, tyskere og investorer fra mange af de nederlandske provinser.

Selskabet blev i de følgende år en indbringende forretning for aktionæerne. I den Perisiske Golf handlede VOC krydderier med salt som betaling, på Zanzibar salt mod nelliker, i Indien nelliker mod guld, i Kina guld mod the og silke, i Japan silke mod kobber og på andre sydøstasiatiske øer kobber mod krydderier. Rutenettet voksede og omfattede senere handel med sølv fra de spanske miner i Peru, der i kombination med det japanske kobber kunne handles mod indiske og kinesiske tekstiler. De portugisiske monopolruter blev brudt én efter én, aktieselskabet skovlede penge ind og blev uden sammenligning verdens største og rigeste selskab i 1600-tallet.

Fornøjede aktionærer

Den første udbyttebetaling var på ikke mindre end 75%, og de næste par århundreder modtog aktionæerne gennemsnitlige årlige udbytter på 18%, noget der aldrig siden er sket i verdenshistorien. Imponerende når man tænker på, at VOCs flåde på 150 handelsskibe i perioden 1652-1684 for at opretholde sejladserne måtte bekoste 40 krigsskibe og 10.000 soldater, for at holde de angribende englændere væk. De i alt 4 krige mod englænderne medførte dog alligevel omfattende ødelæggelse af produktionsapparatet, men de ukuelige hollændere opretholdt driften, ekspanderede så antallet af ansatte rundede 50.000, og indtjeningen fulgte med. Udbyttebetalingerne fra VOC skete ikke længere

kun i form af kontanter. Aktionæerne modtog desuden virksomhedsobligationer, statsobligationer og fryns i form af krydderier, hjemsejlet fra oversøiske lande. Jo, det var en fornøjelse at være aktionær i VOC. Fornøjelsen ved at være aktionær frem for obligationsejer blev i øvrigt ikke mindre af, at obligationsrenten årti for årti gennem det 17. århundrede faldt fra et niveau på 6-10% i århundredets første halvdel til 3-6% i århundredets anden halvdel.

De løbende indtægter fra den oversøiske handel var efterhånden af en sådan størrelse, at VOC til finansiering af den stadigt større drift aldrig fik behov for yderligere udvidelse af aktiekapitalen. I de første tiår optog man i mindre omfang kortfristede lån. Men senere udnyttede man helt i overensstemmelse med moderne finansieringsprincipper den stadigt lavere hollandske lånerente og udskiftede en del af egenkapitalen med gæld. Ledelsens blik for forretning ses også deraf, at VOC iværksatte en produktion af søkort, ligesom man helt i overensstemmelse med moderne tankegang flyttede hovedsædet fra Amsterdam til kolonien Batavia i det nuværende Indonesien, da dette viste sig fordelagtigt. Det dygtigt ledede aktieselskab voksede støt og var i over 100 år verdens største og et af de mest profitable, historien har kendt.

Anstødssten for dannelse af andre aktieselskaber

At VOC blev anstødssten til mange aktieemissioner i årene der fulgte, kan synes indlysende på århundreders afstand. Men faktisk havde aktieselskabsformen udenfor Nederlandene hårde odds imod sig. Danmark-Norge var et af de få lande, der relativt tidligt fik lagt sig i hollændernes kølvand mht. den nye selskabsform. Christian IV fik på foranledning af to handelsmænd fra Rotterdam i 1616 etableret Dansk

Ostindisk Kompagni som en partnerskabsaftale, der essentielt (nærmest med afskrift fra VOC-vedtægterne) var et aktieselskab. De fleste andre lande havde endnu noget tilsvarende til gode.

Søfarende fra den Iberiske halvø spillede selvfølgelig en rolle, men blev som århundredet skred frem agterudsejlet af nederlandske skibe. Og selv i England led erhvervslivet under rigide statsligt privilegerede monopolindustrier, der ikke skulle ændres ved under kongehuset Stuarts første regeringsperiode (Charles I).

Ansætterne til aktieselskabsdannelsen i England var i øvrigt også belastet af andre forhold. Dels krigen mod Nederlandene, der umuliggjorde en liberalisering af økonomien, dels ballade mellem puritanere og storkapitalister. De initiativrige puritanere modsatte sig at være i (aktie)selskab med forkælede hofsnoget fra en privilegeret overklasse. Kampens bølger gik så højt, at Daniel Defoe, Robinson Crusoes fader, der jo skrev om livet på de fjerntliggende sydhavsøer, foreslog, at man skulle boykotte bankveksler og konti. Og så var det egentlig først da Oliver Cromwell efter borgerkrigen i 1653 gjorde England til republik, at de samfundsmæssige betingelser for friere organisation af handel og produktion var til stede. Med 1600-tallets krige, statskup, religionskampe og politiske uroligheder i betragtning må man sige, at aktieselskabsformen overlevede trods vanskelige odds.

Aktiemarkedet har i sin nu 400-årige historie haft op – og nedture, uforsigtige investorer har under tiden ligget søvnløse om natten, og selv dét alle anser for det mest solide kan også vise svaghedstegn. VOC overlevede ikke 1790'ernes internationale krise. Ledelsessvigt, korruption og en ubetalelig gæld på 110 mio. gylden var medvirkende årsager. Konkursen og opløsningen nytårsaftensdag 1799 er en

historisk kendsgerning, men det ændrer ikke på, at man med aktieselskabskonstruktionen og de deraf senere opståede handelspladser for aktier, børserne, også for menigmand fik skabt det sundeste investerings- og finansieringsalternativ verden endnu har kendt. Aktiemarkedet har på det lange sigte vist sig at være det alternativ for pengeanbringelse, som giver investorerne det højeste afkast til en given risiko.

Tillykke med de 400 år.

1

Aktieselskabet = Begrænset hæftelse

Aktieselskabsformen havde naturligvis styrker og begrænsninger, hvilket ind imellem tydeligst er kommet til udtryk via adskillelsen af ejerskab og ledelse. Til de markante fordele hører, at erhvervsdrivende fik mulighed for at finansiere investeringer ved offentligt at indhente kapital fra andre indskydere, og at folk med opsparingsoverskud under den nye selskabsform fik mulighed for at indskyde en del af deres formue i forskelligartede bedrifter – uden at risikere hele deres opsparing. Med aktieselskabsformen indførtes således på en velorganiseret måde den begrænsede hæftelse, der muliggjorde at mange projekter, der ellers ikke kunne finde anden finansiering, med indskud af risikovillig kapital alligevel kunne realiseres. Også samfundsøkonomisk blev der fra starten tale om en win-win situation. Aktionærerne tjente penge og betalte skatter ligesom ikke-aktionærerne pludselig fik meget billigere krydderier og dermed større købekraft. I de efterfølgende århundreder er et utal af goder lige fra kræftmedicin til høreapparater og computerprogrammer i meget høj grad udforsket i foretagender, hvor en gruppe investorer, ganske som de gamle hollændere, har investeret deres opsparing med forventning om et senere afkast.

Kilder

www.en.wikipedia.org
www.oldest-share.com
www.scholiast.org

Masseødelæggelsesvåben eller blot sund fornuft?

Den kraftige vækst i brugen af derivater har skabt både begejstring og bekymring. Debatten er fokuseret på risikoen ved derivater, men burde være mere nuanceret, da derivater er afgørende i en effektiv risikostyring.



Peter Brink Madsen
Kapitalforvalter
Formuepleje AIS

Markedet for derivater er vokset eksplosivt de senere år, og på flere aktiver er selve derivatmarkedet større end det marked, derivaterne er afledt af. Denne udvikling har skabt begejstring, fordi derivaterne i dag muliggør at uønskede risici for virksomheden, landmanden eller investoren kan handles væk i et ofte meget likvidt marked.

Masseødelæggelsesvåben?

Samtidig har udviklingen også vakt bekymring. Warren Buffett, ofte betegnet som verdens dygtigste investor, har givet derivater prædikament "Finansielle masseødelæggelsesvåben" ¹⁾. Bekymringen er delvis begrundet, idet Buffetts argument er, at risiko ikke forsvinder ved at

1

Derivater er finansielle instrumenter, hvis afkast er bestemt af udviklingen i et underliggende aktiv eller indeks. Populære typer af derivater er futures, terminer, optioner og swaps – hver især forskellige i form og egenskaber. Dertil kommer en lang række af mere eksotiske derivater – der enten adskiller sig fra standarden ved at tilbyde en kompliceret afkaststruktur eller ved at være baseret på et mere abstrakt aktiv.

Derivater anvendes typisk til at styre kredit-, råvare-, rente- og aktierisici samt til at ændre pengestrømme.

den enkelte fjerner sin risiko via derivater. I sidste ende er et skifte af risiko mellem to parter kun effektivt, når modparten, der påtager sig en given risiko, er i stand til at honorere sine kontraktlige forpligtelser. I derivatmarkedet er der indbygget funktioner i form af sikkerhedsstillelse og løbende afregning, ofte på dagsbasis, der har som mål at sikre, at de kontraktlige forpligtelser overholdes.

Når det går galt

Det betyder desværre på ingen måde, at katastrofen ikke kan indtræffe. Der har gennem tiden været adskillige hændelser, der kan dokumentere, at derivater i de forkerte hænder kan komme tæt på at leve op til Buffetts prædikat. Vi så det i 1995, hvor den hæderkronede engelske bank, Barings Bank, gik konkurs og senest i 2006, hvor hedgefonden Amaranth måtte indkassere massive tab på 6 mia. USD svarende til 65% af kapitalen. I begge tilfælde var investering gennem derivater årsagen. I Barings tilfælde var der tale om svindel, hvorimod Amaranth udviste en ekstrem grad af risikovillighed. Men hvorfor kan derivater være så farlige?

Gearing ad libitum

Derivater adskiller sig fra de underliggende aktiver (aktier, obligationer, valuta etc.) ved at investor uden at tage penge op af lommen (futures, terminskontrakter og swaps) eller blot mod betaling af en mindre præmie (optioner), kan opnå ubegrænset gevinst. Modparten vil få en præmieindtægt, men samtidig ubegrænset risiko. Det giver i teorien mulighed for ubegrænset gearing for den glade (gale) spekulant.

Kirurgisk værktøj for forvalteren

For den professionelle investor har derivater klare fordele. Det er dog en generel fejlopfattelse, at en helt systematisk anvendelse af derivater vil medføre et bedre risikojusteret afkast. Derivater er omfattet af samme naturlov som gængse aktiver, f.eks. aktier og obligationer: Der findes ingen pengemaskine.

Der, hvor derivater til gengæld er meget præcise og fleksible, er som værktøj til opnåelse af den risiko og eksponering, som kapitalforvalteren opfatter som værende den rette. Det er derfor muligt næsten kirurgisk, at fjerne uønsket risiko og ændre afkastprofilen for en given investering.

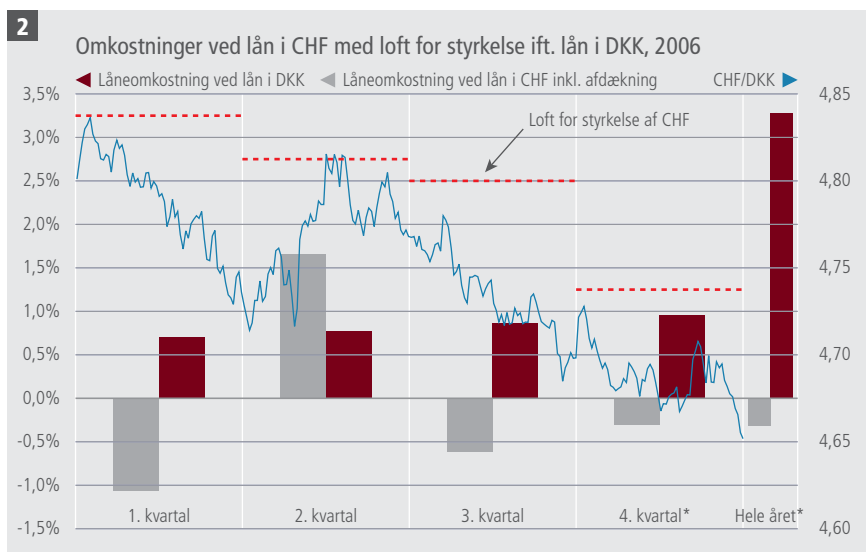
Derivater i Formueplejeselskaberne

I Formuepleje regner vi på tingene, hvilket også er udgangspunktet i vores tilgang til anvendelse af derivater i Formueplejeselskaberne. Anvendelsen af derivater begrænser sig dermed udelukkende til standardtyperne af derivater, hvor prisen ikke bestemmes af én enkelt modpart, men fastsættes i et ultralikvidt marked.

Det primære mål er *risikostyring* – for derigennem at optimere det risikojusterede afkast. Derivater bliver ALDRIG anvendt til at øge risikoen. Anvendelsen af derivater i Formueplejeselskaberne er i det efterfølgende eksemplificeret ved 3 faktiske investeringer, der er foretaget i løbet af 2006.

1. Forsikring på styrket schweizerfranc

På valutasiden anvender Formuepleje både optioner og terminskontrakter til at styre risikoen. Konkret foretages taktiske omlægninger af defensiv karakter, når dette vurderes opportunt.



► Kilde: Bloomberg og Formuepleje AIS
*) Indtil 19/12 2006



I gennem hele 2006 har finansieringen i CHF været suppleret med call-optioner på CHF overfor DKK. De købte call-optioner giver retten til at købe CHF på lave niveauer, såfremt denne skulle stige kraftigt, samtidig med at gevinsten ved en svækket CHF fastholdes. Strategien kan betragtes som en forsikring mod en kraftigt stigende CHF. Optionen koster en præmie, men ikke mere end, at CHF fortsat er billigere rent rentemæssigt end finansiering i DKK. Resultatet har været en samlet finansiering i CHF med forsikring på -0,32% (indtægt) mod alternativet i DKK på 3,28% (udgift) (se figur 2).

2. Udnyt aktiemarkedets hysteri

Efter lang tids fred og fordragelighed på aktiemarkedet oplevede vi i maj og juni 2006 fald på over 10%. Opturen på aktiemarkedet, som af medierne var blevet døbt en aktiefest, blev af de samme medier afløst af udsigten til langvarige kursfald. Vi vurderede, at der ikke var tale om en ændring af de fundamentale sunde forhold for aktierne – en oplagt købsmulighed i vores optik²⁾. På daværende tidspunkt var alle Formueplejeselskaber fuldt investeret, og muligheden for at udnytte panikken var at købe en ekstra gevinst i form af en call-option. Optionen koster en mindre præmie, men giver samtidig retten – men ikke forpligtelsen – til at købe aktier til en på forhånd aftalt kurs, såfremt disse er mere værd

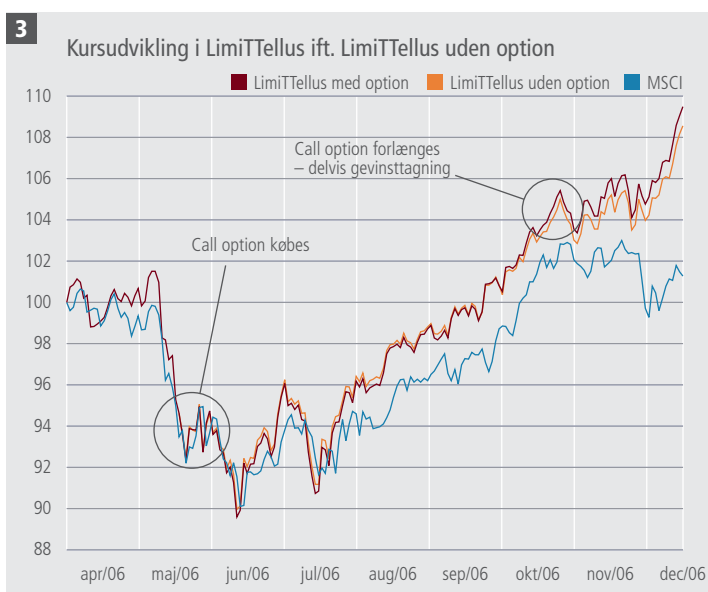
end aftalekursen. Optionen giver ikke ekstra risiko, da det maksimale tab er den betalte præmie.

Det ekstra afkast, der er opnået ved optionen, er illustreret ved kursudviklingen i Formuepleje LimiTtellus, både med og uden option. Til sammenligning er vist MSCI's verdensindeks i DKK. Optionsstrategien har givet et merafkast på godt 1%-point, hvilket ikke syner af meget i forhold til det samlede afkast i LimiTtellus. Sammenlignes der imidlertid med verdensindeksets samlede afkast i perioden på 1,25%, er billedet anderledes positivt.

3. Reducér renterisikoen

Formuepleje har gennem længere tid vurderet, at obligationer er dyre, og at den generelle positive udvikling i den globale økonomi vil resultere i rentestigninger. Risiko i obligationsmarkedet er i løbet af 2006 heller ikke blevet belønnet tilstrækkeligt i form af afkast. Det danske obligationsindeks har således kun givet 0% på trods af en risiko svarende til en lang obligation.

I Formueplejeselskaberne er renterisikoen holdt lav ved at sælge futures på europæiske og amerikanske statsobligationer. De solgte futures generer en gevinst, når renten stiger, som helt eller delvist kan opveje kursfaldet på porteføljen af danske realkreditobligationer i Formueplejeselskaberne. Resultatet er et samlet afkast fra obligationer og futures på 2,8% ved en markant lavere risiko end obligationsindekset.



► Kilde: Formuepleje A/S

Derivater giver mulighed for at skabe værdi

Derivater er et essentielt værktøj i Formueplejeselskaberne. I modsætning til investeringsforeningerne, der er underlagt en forældet dansk lovgivning, der fraskærer anvendelsen af derivater, giver Formueplejeselskabernes status som aktieselskaber en konkurrencemæssig fordel – og netop risikostyring er vejen til gode investeringsafkast i det lange løb.

Noter

- 1) Berkshire Hathaway Inc., Shareholder Letters 2002.
- 2) Se "Masochister tjener på aktiekorrekationer", Formuemagasinet nr. 3, juli 2006.

Nyt fra Formuepleje

Nyansættelse hos Formuepleje

Formuepleje har pr. 1. januar ansat Dorte Jacobsen som sekretær med ansvar for reception, servicering af kunder samt arrangementer. Dorte er 40 år,



uddannet kontorassistent og kender huset særdeles godt idet hun kommer fra en stilling som receptionist hos KPMG, hvor hun har været ansat siden 1996.



Formuepleje på P1

Siden foråret 2006 har Formueplejes kapitalforvaltere Søren Astrup, Nicolai Borch Hansen og Peter Brink Madsen haft sæde i panelet af aktieeksperter, som analyserer og kommenterer markederne i P1 Morgen, der sendes alle hverdage fra kl. 6 til kl. 9. Indslagene bringes ca. kl. 6.20 og igen ca. kl. 8.20. I første kvartal 2007 har De mulighed for at høre Formuepleje på P1 i uge 9 og 16.

500 aktionærer til seminarer i efteråret

Formuepleje har i efteråret afholdt en lang række faglige seminarer i samarbejde med fagspecialister på forskellige økonomiske og juridiske områder. Generationskifte, virksomhedsoverdragelse, fraflytning til udlandet og de svære nye pensionsdelingsregler er blandt de emner, som har fået omkring 500 aktionærer til at rive en aften ud af kalenderen. Der er i efteråret afholdt seminarer med bla. KPMG, Lett Advokatfirma, Kjærulff & Christensen Statsautoriserede Revisorer, PricewaterhouseCoopers, Handelshøjskolen i Århus, Finanssektorens Uddannelsescenter, Dansk Aktionærforening og foreningen Ejerlerderne. Se en opdateret oversigt over kommende arrangementer på www.formuepleje.dk/arrangementer.

Fire Formueplejeselskaber udvider aktiekapitalen

Formuepleje Safe, Epikur, Penta og Merkur udvider aktiekapitalen. Baggrunden er, at Formueplejeselskaberne oplever en stadig stigende interesse for selskabernes aktier fra investorer og offentligheden.

Formueplejeselskaberne har derfor ansøgt om optagelse af følgende antal nye aktier til notering på Københavns Fondsbørs:

Aktieudbud

Selskab	Styk	Stykstørrelse	Tegningsperiode	1. noteringsdag
Formuepleje Penta	2.550.000	100 kr.	2/1-15/1 2007	26/1 2007
Formuepleje Safe	5.575.000	10 kr.	5/2-26/2 2007	9/3 2007
Formuepleje Epikur	3.798.000	100 kr.	5/2-26/2 2007	9/3 2007
Formuepleje Merkur	2.486.000	100 kr.	5/3-19/3 2007	30/3 2007

Velkommen på Formueplejedage i marts 2007

Formueplejedagene afholdes denne gang i Turbinehallerne i Århus og i Experimentarium i København. Vi glæder os til at se rigtig mange nye som gamle aktionærer!

Århus: 12., 13. og 14. marts

København: 21. og 22. marts

Alle navnenoterede aktionærer modtager personlige indbydelser pr. brev i februar. Læs mere på www.formuepleje.dk



Forsikring af friværdien



Torben Vang-Larsen
Regionschef, partner
Formuepleje AIS

Dagligt bringes artikler om bobler på boligmarkedet, og mange boligejere er berettiget bekymret for udviklingen i priserne. Lån med renteloft og forsikring mod tab på fast ejendom er blevet et yndet samtaleemne. Vi har kigget på mulighederne og vores analyse viser, at helt traditionelle fastforrentede lån er den mest enkle løsning.

Frygt for, at boblen på boligmarkedet skal briste, med deraf følgende formuetab har givet mange noget at tænke over. Forsikringer af forskellig karakter, lån med renteloft m.v. diskuteres flittigt over middagsbordene i hele landet. Vi kan godt få øje på behovet, og vores analyse viser, at helt traditionelle 30-årige fastforrentede boliglån er den enkle løsning, der giver 3 fordele:

- 1) delvis forsikring af friværdien i tilfælde af rentestigning
- 2) spredning af investeringer og mindre risiko
- 3) mulighed for et forbedret afkast

Et fantastisk koncept

Det danske realkreditsystem er af mange forskellige årsager ofte blevet rost. Systemet har gjort det muligt for personer med almindelige indkomster at købe deres egen bolig. Udfordringen er, at de færreste har alle de penge, der skal til for at købe boligen, og det er derfor nødvendigt at låne ganske store beløb.

Det helt store problem er, at risikoen i den enkelte sag er enorm. Familien, der køber ejendommen, kan med et slag miste grundlaget for at kunne tilbagebetale – typisk som følge af arbejdsløshed, skilsmisse, ulykke eller død. Det er naturligvis en katastrofe for husejeren, men det er også et stort problem for kreditforeningen. Kreditforeningen har godt nok pant i ejendommen, men hvad er prisen i en salgssituation her og nu?

Prisen afhænger især af renten

Meget forsimplet kan man sige, at prisen på fast ejendom afhænger af den kapitaliserede værdi af den husleje boligkøberne kan – og vil – betale. Vil en familie f.eks. bruge 100.000 kroner om året til at bo for, så kan familien betale 100.000 divideret med omkostningsprocenten – her eksemplificeret ved renten:

$$\text{Rente 10\%: } \frac{100.000}{0,10} = 1 \text{ mio.}$$

$$\text{Rente 5\%: } \frac{100.000}{0,05} = 2 \text{ mio.}$$

Når renten halveres så fordobles boligprisen, uden det er blevet dyrere at bo i ejendommen. Vores analyser viser, at renten forklarer omtrent 75% af prisudviklingen.

Da man ikke kan spå om renten, kan man heller ikke spå om udviklingen i boligpriserne. Dermed er vi tilbage ved risikoen for låntager. Problemet er usikkerheden om, hvad værdien er den dag, hvor et eller andet er gået galt for vores familie, og huset skal sælges med det samme.

Løsningen er at finansiere sin ejendom med fastforrentede lån, der har den egenskab, at værdien af gælden falder samtidig med, at renten stiger. Dermed kan låntager og kreditforeningen undgå en stor risiko, da husprisen og værdien af restgælden har en tendens til at følge hinanden. Populært sagt forsikrer man sin boliginvestering mod prisfald forårsaget af stigende renter, og den viden kan udnyttes af alle, der ønsker at forsikre sin friværdis mod rentestigninger.

Et eksempel med familien Danmark

En familie har investeret i et hus for 10 år siden og prisen er nu steget fra 1,2 mio. til ca. 4 mio. Da familien købte i 1996 belånte de huset med et 9% lån, hvorved den årlige udgift blev op imod 130.000 årligt. Siden har familien deltaget i konverteringsræset, og de har i dag et lån med variabel rente (F1), hvilket betyder en samlet udgift på 30.000 årligt. Familien betragter friværdien i deres hus som deres opsparing, og de sparer derfor ikke op ved siden af.

Hvis renten stiger med 2% vil værdien af huset, alt andet lige, falde med ca. 30%. Et tab

>>

” Det er en god ide at investere i fast ejendom, men der står ikke skrevet nogen steder, at det skal være gældfrit.

på 1,2 mio. Formuen falder fra 3 mio. til ca. 1,8 – et fald på 40%. En rentestigning på 2% er meget, men det er ikke urealistisk.

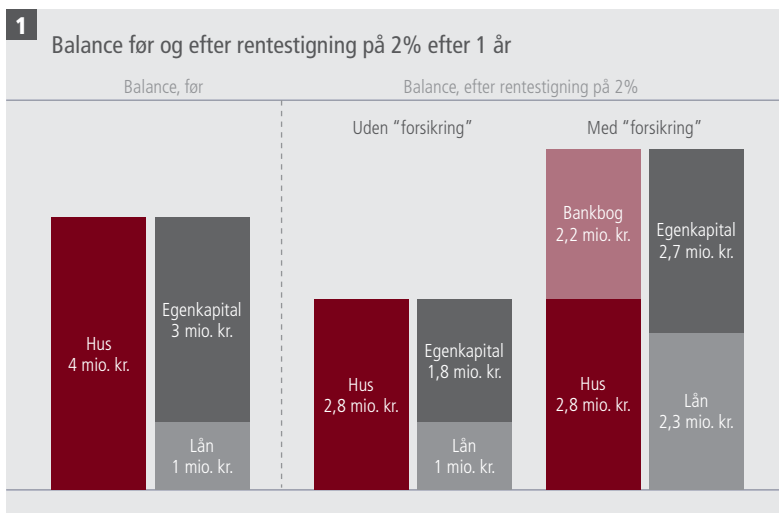
Vi forestiller os nu, at familien ønsker at forsikre sin friværdi mest muligt. Det kan ske ved at omlægge det eksisterende F1-lån samt belåne friværdien mest muligt. Familien kan låne 80% af 4 mio., hvilket svarer til 3,2 mio. Vælger familien et fastforrentet 30-årigt lån uden afdrag, bliver rentefølsomheden (varigheden) ca. 14. Varigheden fortæller, hvor meget kursen ændrer sig i procent, hver gang renten på obligationen ændrer sig med 1 procentpoint. Hvis vi antager, at renten på lånet stiger tilsvarende rentestigningen i samfundet, altså 2%, vil kursværdien af lånet falde med omtrent 28% og dermed hjælpe til at forsikre værdifaldet på ejendommen.

kursværdi på ca. 2,3 mio. Provenuet fra låneoptagelsen, 2,2 mio., har familien – i første omgang – blot anbragt på en bankbog. Vi ser nu, at formuetabet er reduceret til 300.000 kroner mod før 1,2 mio.

Konsekvenserne er, at

- 1) familien har opnået en forsikring af friværdien ved rentestigninger
- 2) familien kan sprede sine investeringer på andre ting end blot ejendommen og endelig
- 3) hvis familien investerer midlerne i værdipapirer, kan der opnås et højere afkast end den rente man p.t. kan låne til.

Samlet set er familiens risiko formindsket drastisk, og der er også mulighed for at opnå et merafkast af familiens formue.



► Kilde: Egne beregninger.

Lad os kigge på balancen, efter omlægning og belåning af friværdi, og efter en rentestigning på 2%.

Vi ser, at huset er faldet i værdi, og at lånet, der er på nominelt 3,2 mio. kr., er faldet til en

Brug muligheden for rådgivning

Familiens situation i eksemplet er stærkt forenklet. Derfor anbefaler vi alle at søge rådgivning om deres konkrete formueforhold. Forsikringen af friværdien er kun et element i en formueanalyse. Øvrige forhold som eksempelvis pension og værdipapirer skal regnes med ind. I eksemplet vælger vi også et afdragsfrit lån, og det skyldes, at det i mange situationer ikke kan svare sig at spare op i huset, hvis man alternativt kan investere bedre.

Det er en god ide at investere i fast ejendom, men der står ikke skrevet nogen steder, at det skal være gældfrit – tværtimod, viser vores eksempel. Vi anbefaler at få lavet en analyse, der viser, hvordan udviklingen i familiens formueforhold sandsynligvis vil blive med og uden forsikringen og inklusive pension, værdipapirer m.v.

Formueplejeselskaberne på tværs

2006 – generelt et middelmådigt år

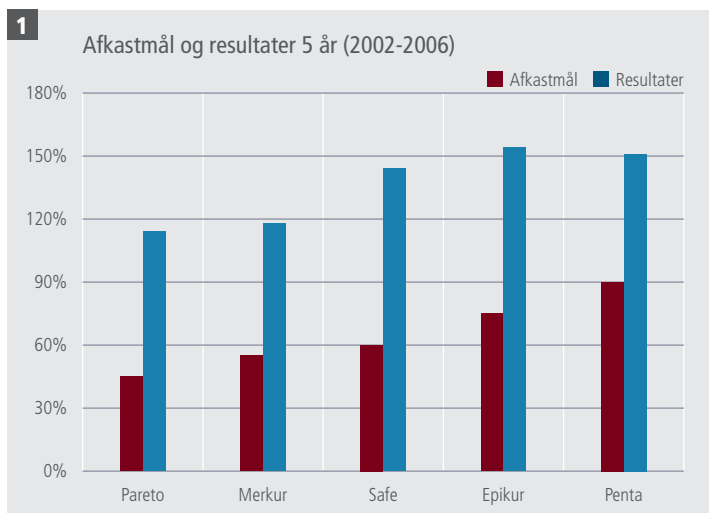
2006 blev generelt et middelmådigt investeringsår. Det globale aktieindeks steg 6,8% i 2006, det danske aktieindeks 12,2% og det danske obligationsindeks 0,0%. Der er endog danske pensionskasser, der er kommet ud med et regulært underskud for 2006.



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

2006 – for Formueplejeselskaberne et tilfredsstillende år

Afkastet i Formueplejeselskaberne efter omkostninger og selskabsskat har til sammenligning ligget fra 5% i Optimum (startet februar 2006), som er selskabet med den laveste risiko, og op til 30% i Penta, som er selskabet med den højeste risiko. Porteføljerne i alle Formueplejeselskaberne har ligget fordelt med 30-40% i aktier og 60-70% i obligationer (LimiTTellus dog med 100% i aktier).



► Kilde: Årsrapporterne for Formueplejeselskaberne

2006 blev fjerde år i træk med pæne overskud i alle selskaber. Finansresultatet (resultat før skat og omk.) i selskaberne blev 3,3 mia. kr. i 2006 og der blev der gennemført aktieemissioner for 4,5 mia. kr. i løbet af året. Selskaberne har nu en samlet portefølje på 42 mia. kr. i obligatio-

ner og aktier, som er finansieret via en egenkapital på 15 mia. kr. og lånekapital på 27 mia. kr. Lånekapitalen udgør således en faktor 1,8 (27/15) ift. egenkapitalen.

Holdt det vi lovede?

Da 2006 startede, havde vi stillet aktionærerne 3 ting i udsigt.

- 1) De 7 Formueplejeselskaber skulle børsnoteres inden årets udgang. Det er gennemført og så vidt vides med de laveste omkostninger pr. egenkapitalkrone, der er set i Danmark.
- 2) Selskabernes risiko målt som maksimalt tab på 3-års horisont skal søges overholdt. Det seneste tabsår har været 2002 med et maksimalt tab på 12%. Alle selskaber ligger derfor langt fra deres risikomål.
- 3) Formueplejeselskabernes afkastmål for en 5-års periode ligger mellem 25% og 90% målt efter alle omkostninger og selskabsskat. Selskabernes afkastmål over 5-års perioder – aktuelt femårsperioden fra 2002 til 2006 – er overholdt, som det også fremgår af figuren. Det har været lidt udfordrende, fordi 2002 var et af de værste enkeltår på aktiemarkederne med tab på globale aktier på 32%.

Verdensindekset: 3% på 5 år

Udfordringen ses også af, at 45% af alle investeringsforeninger i globale aktier stadig har underskud over de seneste 5 år. Alle fem Formueplejeselskaber med 5 års statistik har givet mellem 100 og 150% nettoafkast. Til sammenligning har verdensaktieindekset FT World givet 3% i alt i afkast de seneste 5 år.

Afkast og risikomål bliver overholdt i 2007

Det er altid dejligt at kunne holde, hvad man har stillet folk i udsigt. Velvidende, at vi taler om fremtid, tyder alt på, at både afkast- og risikomål også bliver overholdt i 2007.

Introduktion til faktasiderne

Faktasiderne giver et overblik over investeringerne i Formueplejeselskaberne. Her kan De se en forklaring til de mange fagudtryk, der anvendes på de følgende sider. Alle resultater er opgjort efter selskabsskat og efter alle omkostninger.

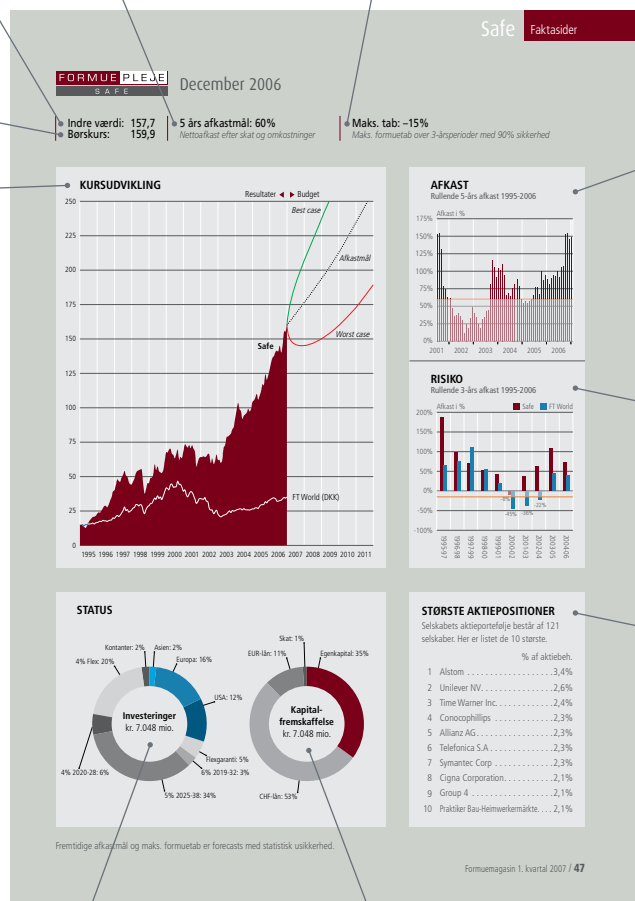
Indre værdi er værdien af alle aktiver og passiver i selskabet omregnet til en kurs pr. aktie. Den indre værdi opgøres og offentliggøres hver dag.

Børskursen er gennemsnitskursen af alle handler på opgørelsesdatoen på Københavns Fondsbørs.

Kursudviklingen viser selskabets kursudvikling sammenholdt med enten JP Morgans danske Obligationsindeks (Kun Formuepleje Optimum) eller det globale aktieindeks, FT World. Endvidere vises afkastmålet samt forventede best case og worst case scenarier opgjort på baggrund af historiske kursdata og med 90% sandsynlighed. Det understreges, at afkastmål, best case og worst case ikke er garantier men alene ambitiøse og realistiske mål.

5 års afkastmål er selskabets officielle afkastmål på 5-års perioder, opgjort efter selskabsskat og alle omkostninger. Afkastmålene er ikke og må ikke forveksles med garantier.

Risikorammen er et mål for selskabets maksimale formuetab på 3-års perioder, målt med 90% sandsynlighed. Risikorammerne er ikke og må ikke forveksles med garantier.



Afkast viser rullende 5-års afkast opgjort måned for måned, fx januar 2001 – januar 2006. Afkast er sammenholdt med selskabets afkastmål, markeret med den røde linje.

Risiko Viser rullende 3-års afkast sammenholdt med det globale aktieindeks, FT World, samt selskabets risikoramme, markeret med den røde linje.

Største aktiepositioner viser antallet af aktier i porteføljen samt de ti største aktieinvesteringer med angivelse af den procentvise andel.

Investeringer viser fordeling på aktier og obligationer. De blå farver angiver aktieinvesteringer fordelt på markeder mens de grå farver viser fordelingen af obligationer.

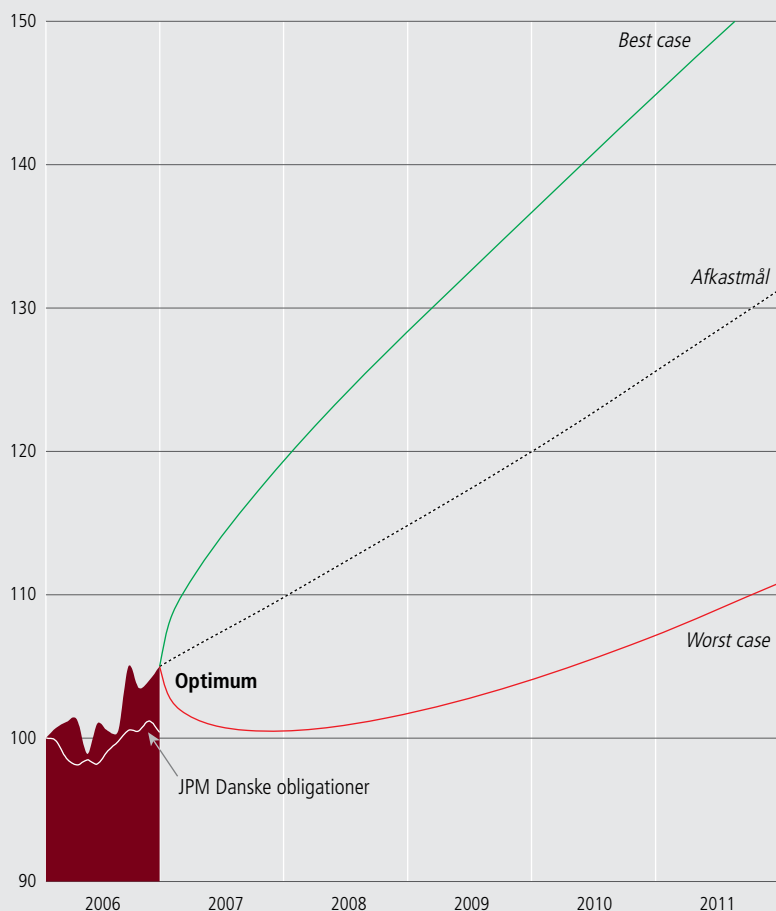
Kapitalfremskaffelsen viser egenkapitalens andel af balancen samt lånekapitalens fordeling på valutaer.

Indre værdi: 105,5
Børskurs: 105,0

5 års afkastmål: 25%
Nettoaafkast efter skat og omkostninger

Maks. tab: -5%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING

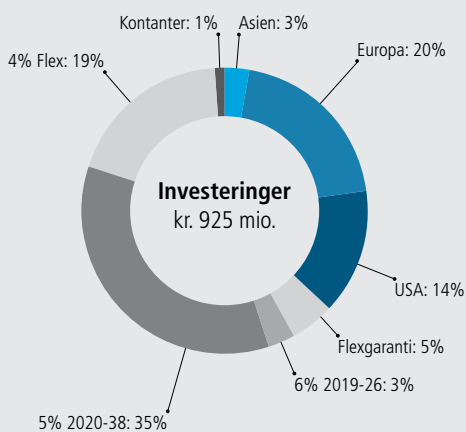


RISIKO

Formuepleje Optimum har startet sine investeringer 1/2-06 og har i sagens natur derfor en kort afkast- og risikostatistik. På de første 10 måneder har Optimum forrentet egenkapitalen med 5%. Til sammenligning har obligationsindekset givet 0,5% i samme periode.

Optimums portefølje er sammensat med maksimum 35% i aktier og minimum 65% i obligationer. Det har historisk vist sig ikke at udgøre en større tabsrisiko end en investering i 100% obligationer. Udover det absolute afkastmål på 25% efter omkostninger og selskabsskat er det derfor naturligt at sammenligne afkastet i Optimum med det danske obligationsindeks.

STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 51 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Volkswagen	3,7%
2 Alstom	3,3%
3 Ahold	3,0%
4 Merck & Co. Inc.	2,9%
5 A.P. Møller Mærsk B	2,8%
6 Rentokil	2,8%
7 Time Warner Inc.	2,8%
8 Symantec Corp	2,7%
9 Praktiker Bau-Heimwerkermärkte	2,7%
10 Cigna Corp	2,6%

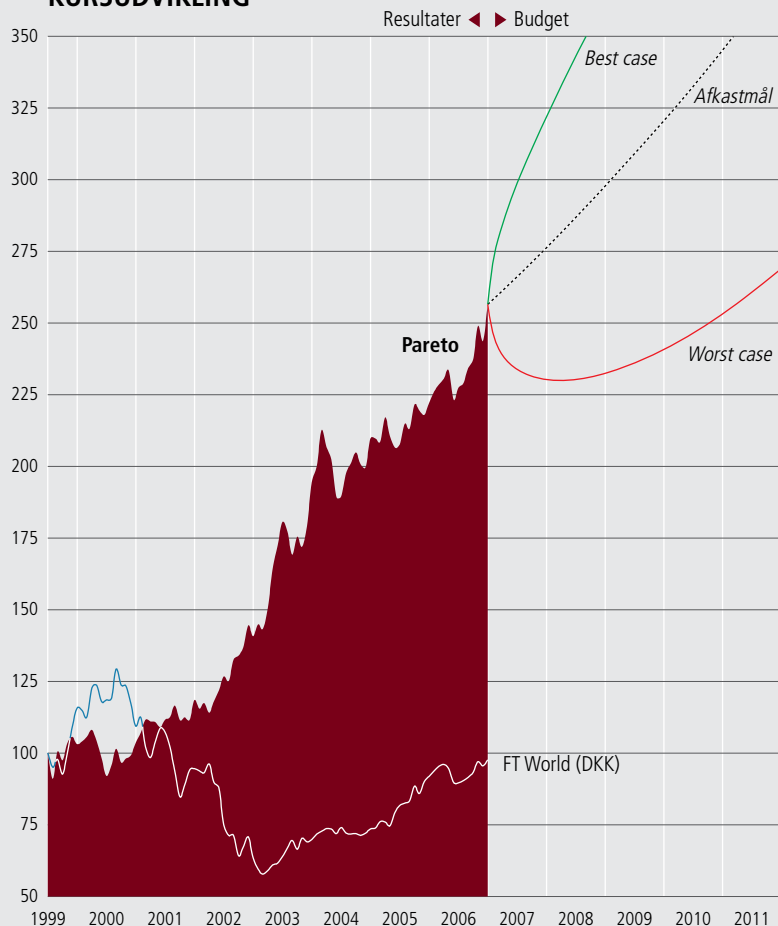
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 254,2
Børskurs: 256,5

5 års afkastmål: 45%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

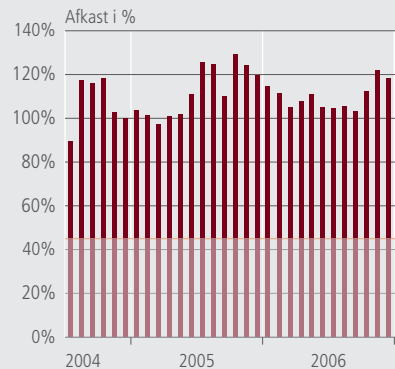
Maks. tab: -10%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



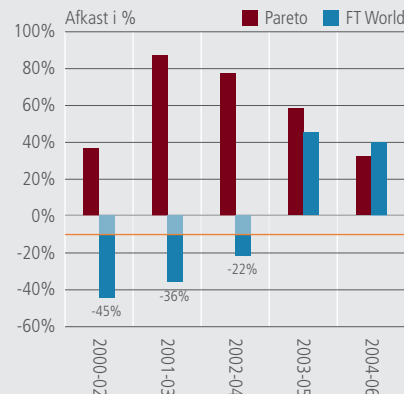
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1999-2006

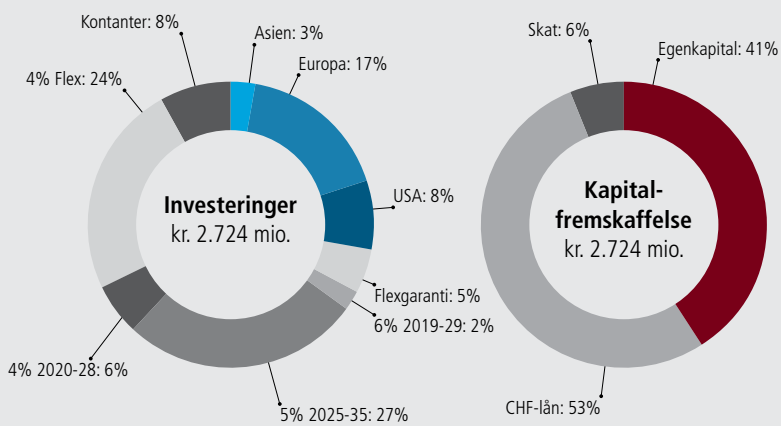


RISIKO

Rullende 3-års afkast 2000-2006



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 57 selskaber. Her er listet de 10 største.

% af aktiebeh.

- 1 Alstom4,9%
- 2 Electricite De France3,5%
- 3 Phelps Dodge Corp.2,9%
- 4 A.P. Møller Mærsk B2,7%
- 5 Volkswagen2,5%
- 6 Merck & Co. Inc.2,4%
- 7 Group 4 Securicor2,2%
- 8 Vivendi Universal.2,1%
- 9 Komeri Co Ltd2,1%
- 10 Conocophillips2,1%

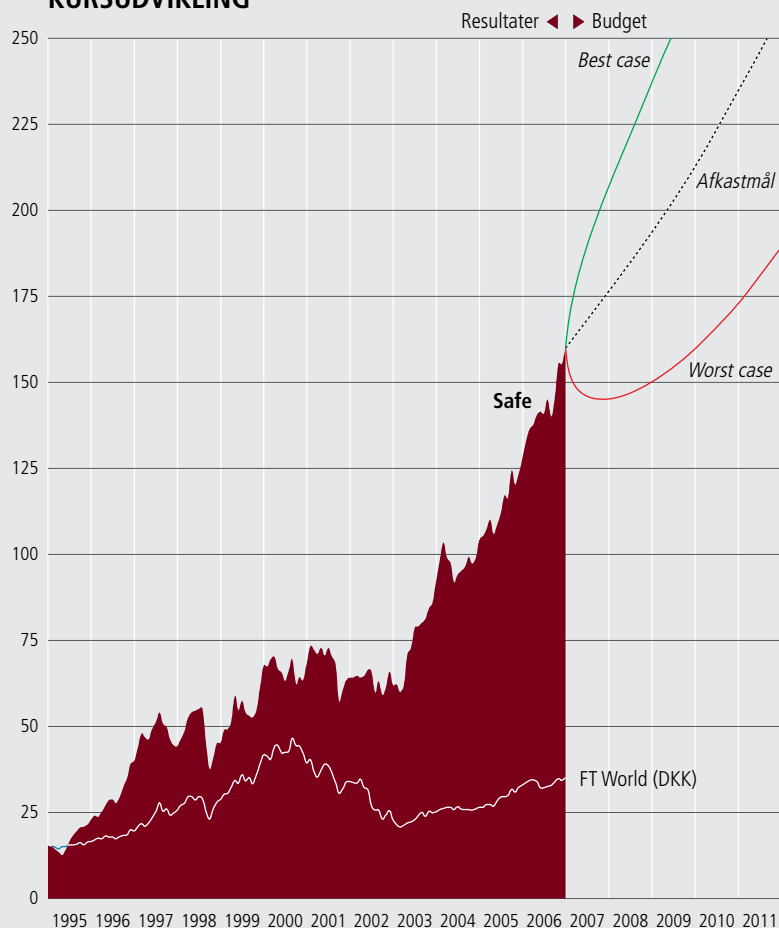
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 157,7
Børskurs: 159,9

5 års afkastmål: 60%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

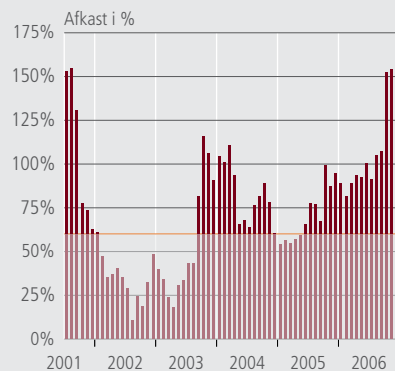
Maks. tab: -15%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



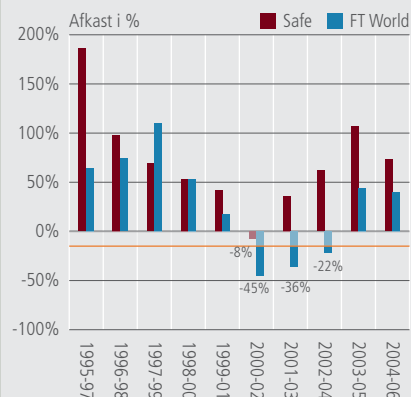
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2006

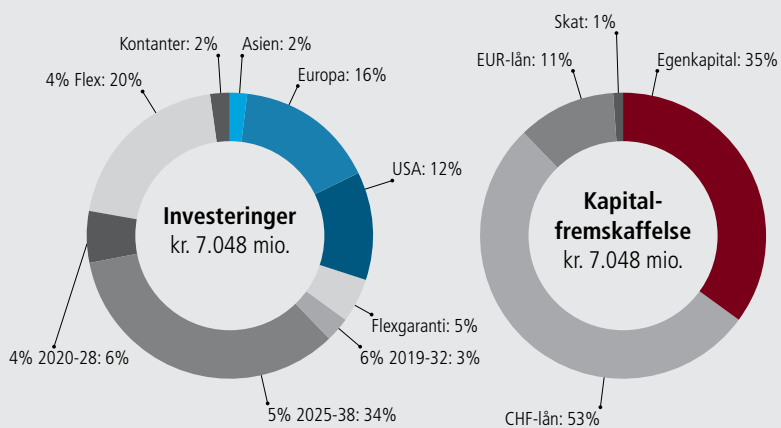


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2006



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 121 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Alstom	3,4%
2 Unilever NV	2,6%
3 Time Warner Inc.	2,4%
4 Conocophillips	2,3%
5 Allianz AG	2,3%
6 Telefonica S.A	2,3%
7 Symantec Corp	2,3%
8 Cigna Corporation	2,1%
9 Group 4	2,1%
10 Praktiker Bau-Heimwerkermärkte	2,1%

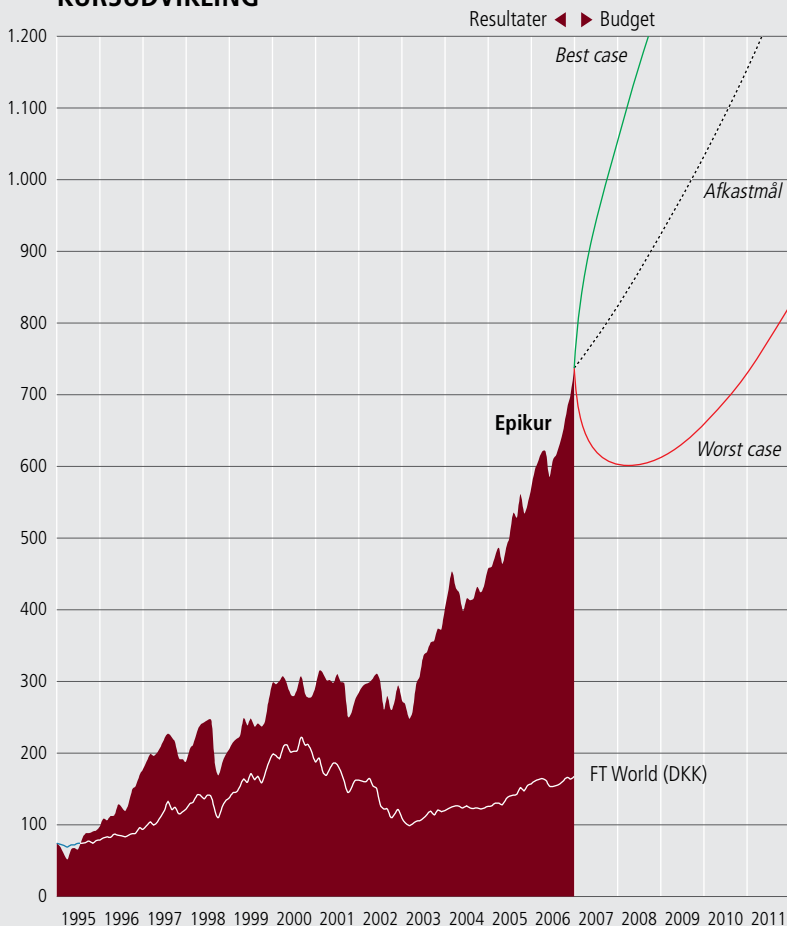
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 731,0
Børskurs: 737,0

5 års afkastmål: 75%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

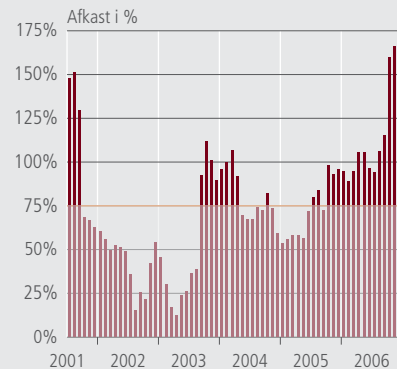
Maks. tab: -20%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



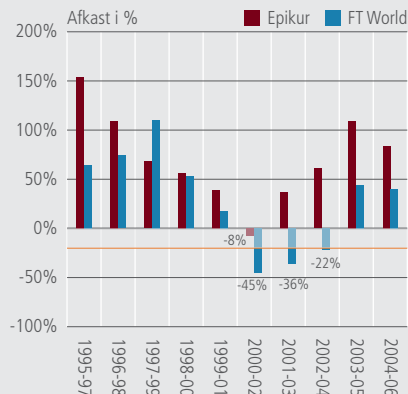
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2006

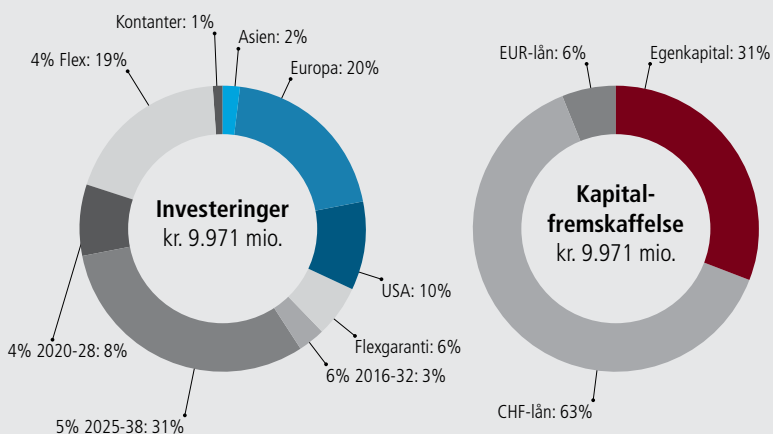


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2006



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 133 selskaber. Her er listet de 10 største.

% af aktiebeh.

- 1 Time Warner Inc. 3,5%
- 2 Vivendi Universal. 3,1%
- 3 France Telecom 2,3%
- 4 Allianz AG. 2,2%
- 5 Praktiker Bau-Heimwerkermärkte. 2,2%
- 6 Unilever NV. 2,1%
- 7 Rentokil 2,1%
- 8 Vodafone Group Plc. (UK) 1,8%
- 9 Deutsche Telekom 1,8%
- 10 Conocophillips 1,8%

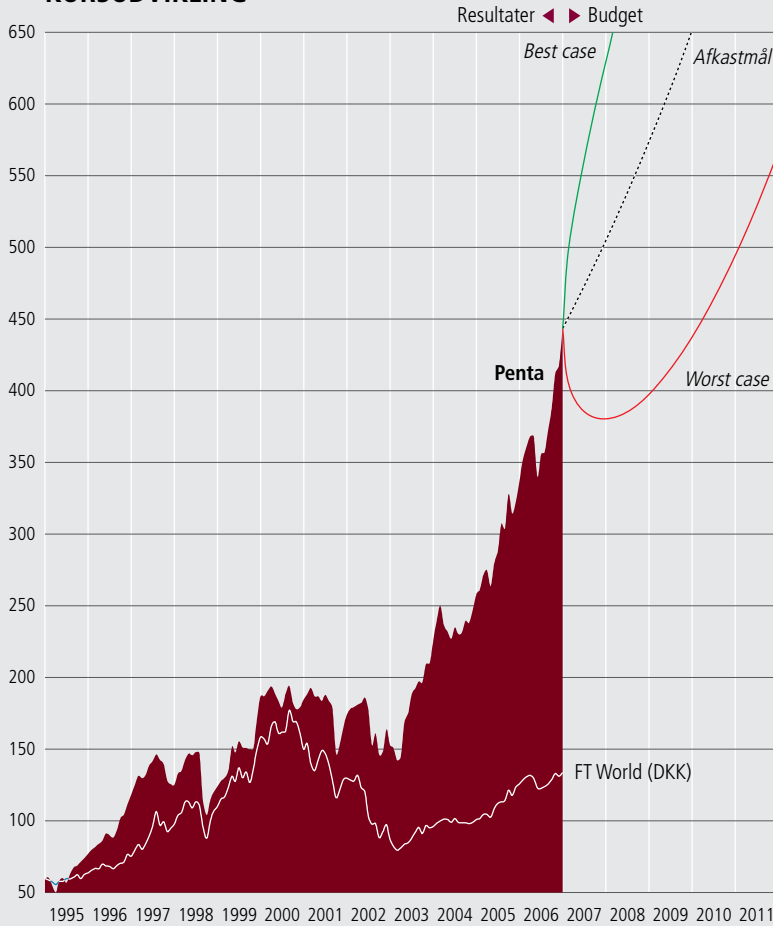
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 438,4
Børskurs: 443,1

5 års afkastmål: 90%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

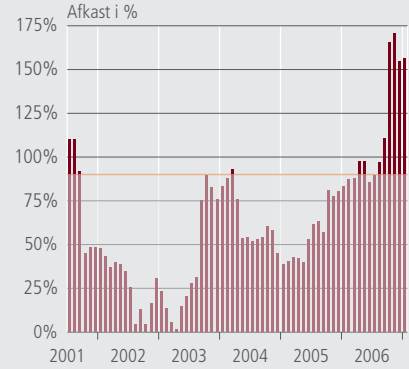
Maks. tab: -25%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



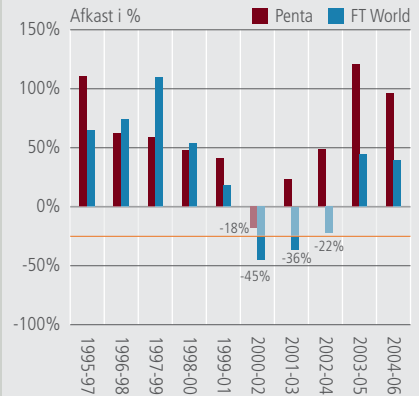
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2006

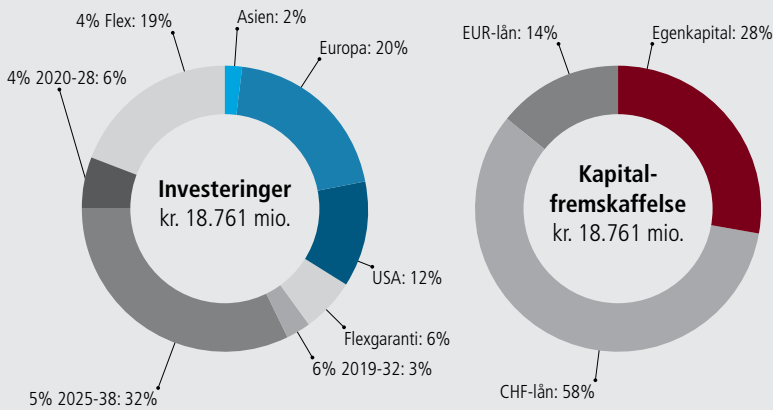


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2006



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 133 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Time Warner Inc.	3,2%
2 Rentokil	2,5%
3 France Telecom	2,4%
4 Vodafone Group	2,4%
5 Allianz SE	2,3%
6 Vivendi Universal	2,2%
7 Cigna Corporation	2,2%
8 A.P. Møller - Mærsk	2,1%
9 Deutsche Telekom	2,1%
10 Telefonica S.A.	2,0%

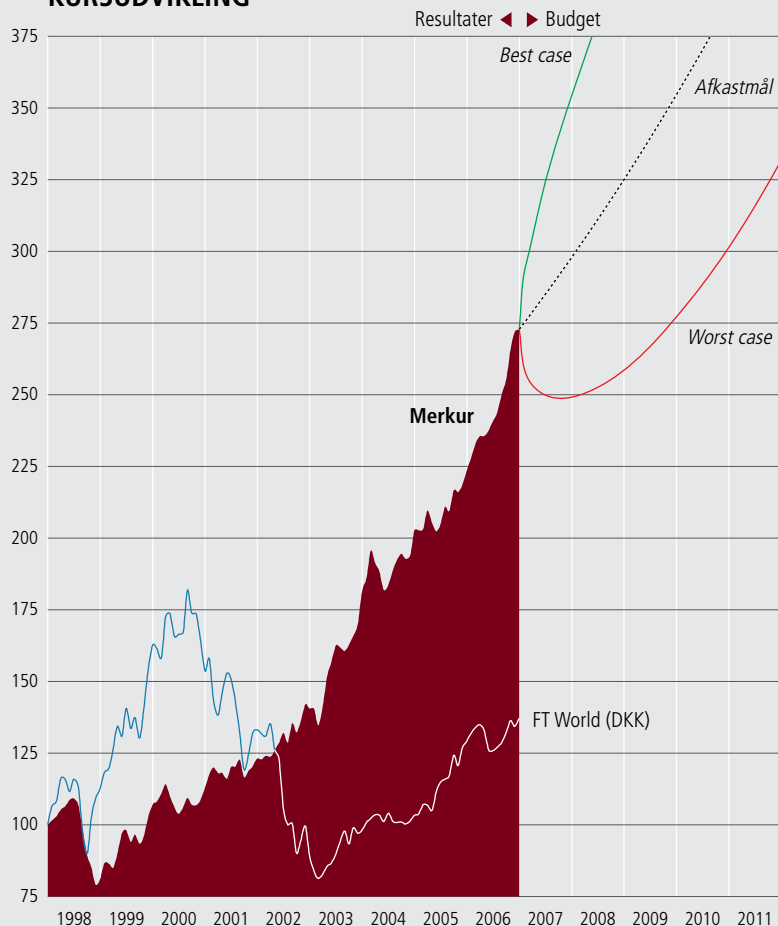
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 270,1
Børskurs: 272,8

5 års afkastmål: 55%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

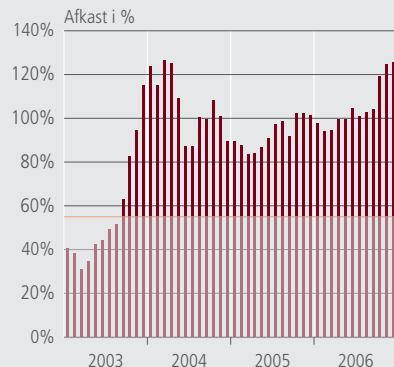
Maks. tab: -12,5%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



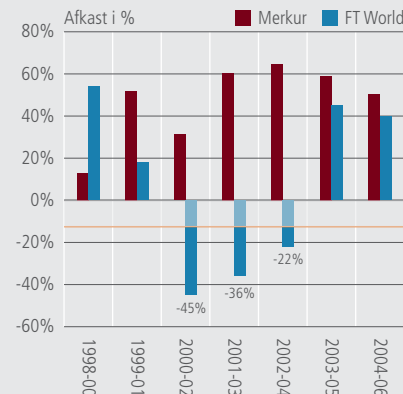
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1998-2006

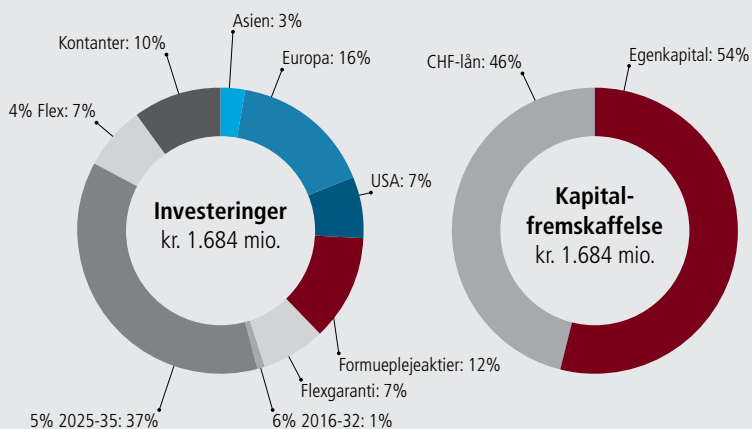


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1998-2006



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 59 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeholdning
1 Formuepleje Pareto A/S	18,9%
2 Formuepleje Epikur A/S	8,2%
3 Formuepleje Safe A/S	5,8%
4 Formuepleje Penta A/S	4,3%
5 Metro AG	2,0%
6 Group 4 Securicor	2,0%
7 Conocophillips	1,9%
8 Glaxosmithkline Plc	1,9%
9 Siemens AG	1,9%
10 Time Warner Inc.	1,8%

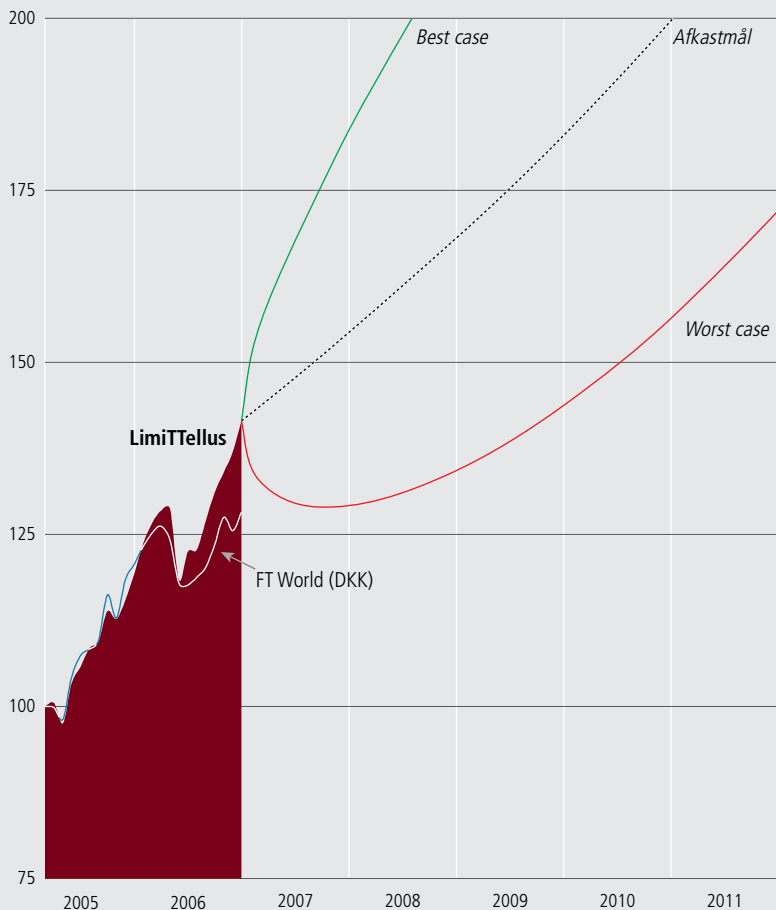
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 140,4
Børskurs: 141,5

5 års afkastmål:
Bedre end FT World

Maks. tab: -15%
Maks. formuetab over 3-årsperiode med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING

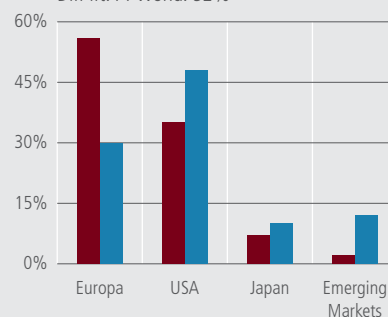


AKTIEFORDELING

■ LimiTTellus ■ FT World

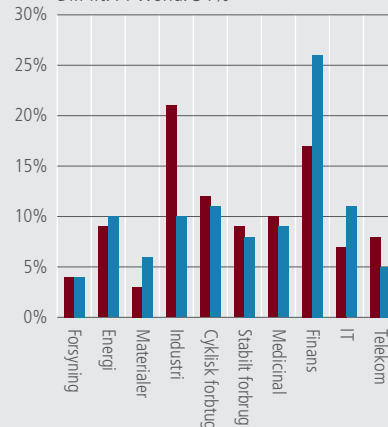
Regionsfordeling

Diff. ift. FT World: 52%

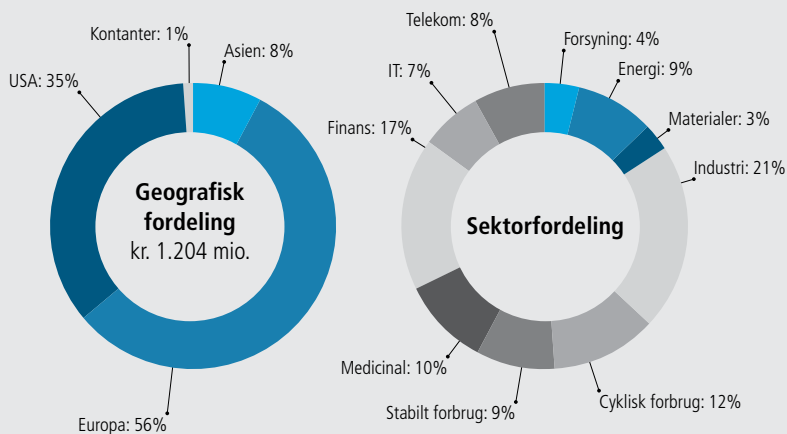


Sektorfordeling

Diff. ift. FT World: 34%



STATUS – Aktieportefølje



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 57 selskaber. Her er listet de 10 største.

Rang	Selskab	% af aktiebeh.
1	Alstom	4,9%
2	Electricite De France	3,5%
3	Phelps Dodge Corp.	2,9%
4	A.P. Møller Mærsk B	2,7%
5	Volkswagen	2,5%
6	Merck & Co. Inc.	2,4%
7	Group 4 Securicor	2,2%
8	Vivendi Universal	2,1%
9	Komeri Co Ltd	2,1%
10	Conocophillips	2,1%

Maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Selskabernes Mission

MASERATI = MAx SharpE Ratio After Tax and Interest.

Selskabernes formål er at søge det højeste risikojusterede afkast efter selskabsskat og renter.

Absolutte afkastmål: 25-90% netto på 5 år.

25-90% forrentning af egenkapitalen efter renter, omkostninger og selskabsskat inden for en 5-års investeringshorisont.

Risikomål: Max. tab 5-25%.

Maksimalt et urealiseret tab af egenkapital på 5-25% inden for en 3-års investeringshorisont.

Formueplejeselskaberne består af 7 børsnoterede porteføljeselskaber med hjemsted i Århus. Selskaberne har mellem 500 og 3.000 aktionærer pr. selskab. Alle syv selskaber investerer udelukkende i værdipapirer. Selskabernes investeringsfilosofi bygger på Nobelpristageren James Tobins tangentialporteføljeteori, hvor man kombinerer en optimal portefølje af obligationer og aktier med relativt lav risiko, som derefter skaleres ved brug af lånekapital. Teoretisk giver denne type porteføljer det bedste afkast/risikoforhold. Det er denne teori, som selskaberne har omsat til et afkast på 1.500% siden 1988.

Formueplejeselskaberne har indgået administrationsaftale med Formuepleje A/S, som også rådgiver om investering i Formueplejeaktier.

Udgiver:



Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C

Telefon 8746 4900, telefax 8746 4901
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk

Rådgivning og formidling:



Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C
Tuborg Havn, Tuborg Boulevard 12, 2900 Hellerup

Telefon 8746 4900, telefax 8746 4901
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk