

FORMUE **magasin**

AKTIONÆRORIENTERING FRA FORMUEPLEJESKABERNE

WARREN BUFFETT

SUPERINVESTORENS 6 DRÆBERSPØRGSMÅL
TIL VIRKSOMHEDERNE

BOMBE UNDER FINANSVERDENEN

FINANSTILSYN VIL FORBYDE
PROVISIONER

10 AKTIER

KIK FORMUEFORVALTERNE
OVER SKULDRENE





AF ERIK MØLLER, DIREKTØR, FORMUEPLEJESLSKABERNE

The long view

Overskud: Godt 1,5 mia. kr. i 3. kvartal

Efter en tumultagtig start på 2009 kombineret med nye skatteregler, der fjernede værdien af de skattemæssige underskud, har selskaberne skabt meget attraktive resultater i 2009. 3. kvartal 2009 gav et overskud på godt 1.500 mio. kr.

Aktier har efterslæb

Aktier har generelt stadigt givet negativt afkast de seneste ti år – også efter de seneste pæne stigninger. I dag handles aktier til en P/E på 12-14 for forventede 2010-resultater. Siden 1955 har aktierne handlet til en P/E på 18-20, når renter og inflation har været så lav som i disse år, altså over 40% dyrere end i dag. Modargumentet er, at specielt OECD-landene går ned i vækst efter finanskrisen og den amerikanske forbruger har nedsat sit forbrug semi-permanent. Men det er ikke OECD-landene, der afgør væksten, det er den globale vækst. Hertil kommer, at amerikanske virksomheder i dag henter mere end 50% af deres omsætning i udlandet. BRIK-landene vil få markant større betydning for både vækst og indtjening fremover – også i OECD-landene.

Meget attraktiv lånerente støtter både aktier og obligationer

Nationalbankerne vil fastholde de lave lånerenter langt ind i 2010 for med sikkerhed at undgå, at verden ender i en recessions- og deflationsfælde, som Japan gjorde i 1990'erne. Det gør det meget attraktivt at låne og giver et godt afkast ved investering i obligationer og øger samtidig interessen for at investere i aktier, fordi kontant-beholdninger ikke giver noget afkast.

Likviditet og gennemskuelighed skal være i top

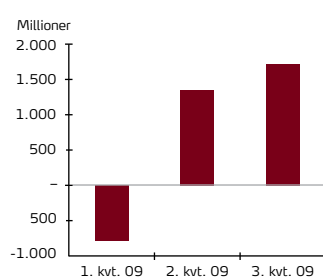
Bestyrelserne ønsker at indstille, at der tilbydes aktionærerne en permanent indfrielsesmulighed til f.eks. indre værdi -3%, så snart den nye aktieselskabslov træder i kraft – forventet 1. januar 2010 med generalforsamlinger i Formueplejeselskaberne umiddelbart efter. Vi kan i dette nummer af Formuemagasinet samtidig præsentere de nye faktaark, der giver et godt overblik over de enkelte selskaber.

Den procentuelle upside er intakt

Siden markederne vendte den 9. marts har alle Formueplejeselskaberne skabt attraktive afkast mellem 16% (Optimum) og 102% (Penta). Det siger ikke noget om, hvornår den enkelte investor når sin oprindelige købspris, men det fortæller ret præcist, hvor potentialet er størst ved en investering på 100 kr. i dag. Begivenhederne i 2008 kan godt skygge, når man prøver at kigge fremad. Men udsigterne for Formueplejeselskaberne har sjældent set mere attraktive ud end netop nu. Hertil kommer så, at valutarisikoen er halveret i selskaberne, og der er skåret 10% af de maksimale aktieposter i de enkelte selskaber. Men selskabernes skattefrihed gør, at 5 års afkastene alligevel stiger med 5-15 %.

I næste magasin præsenteres nye udfaldsrum efter den opnåede skattefrihed.

RESULTAT EFTER SKAT OG OMK.



FORMUEMAGASIN

Formuemagasinet

udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

Udkommer

fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

Oplag

17.000 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

Kommunikationskoordinator

Gitte Wenneberg

Grafisk design Hanne Skov

Offsettryk Zeuner Grafisk

Fotografer Christoffer Håkansson

Istockfoto

Polfoto

Scanpix

Forsidefoto: Scanpix

Bidragydere

Direktør Erik Møller

Direktør Henry Høeg

Direktør Søren Astrup

Direktør Torben Vang-Larsen

Aktiestrateg Stephen Rømmer

Formueforvalter René Rømer

Formueforvalter Erik Bech

Formueforvalter Thomas Berggruber

Formuerådgiver Helle Snedker

Formuerådgiver Anders Bjørnager

Kommunikationschef

Kristian R. Hansen

4. KVARTAL 2009 · 24. ÅRGANG

Redaktionen er afsluttet

1. oktober 2009

Indhold



10

14



ARTIKLER

- 02 | Leder: The long view
- 04 | Hvad kan vi lære af Warren Buffett?
- 07 | Warren Buffetts seks dræberspørgsmål til virksomhederne
- 09 | Nyt fra Formuepleje
- 10 | Ny lovgivning på vej: Slut med provisioner
- 13 | Nyt fra Formuepleje
- 14 | Sådan bliver skatten
- 16 | Skattefrihed løfter afkastet for pensioner
- 28 | Verden vågner
- 34 | Hvad kan vi bruge statistik til?

MARKEDER

- 18 | Bliver det anderledes denne gang?
- 20 | Aktier med større frihedsgrader
- 24 | Centralbanker holder renterne i et jerngreb
- 26 | Formueplejeselskaberne sænker valutarisikoen

FAKTASIDER

- 38 | Introduktion til faktasider
- 39 | Optimum
- 40 | Pareto
- 41 | Safe
- 42 | Safe VSO
- 43 | Epikur
- 44 | Penta
- 45 | Merkur
- 46 | LimiTtellus
- 47 | Fokus

04



28



34



"Look at market fluctuations as your friend rather than your enemy; profit from folly rather than participate in it."

Warren Buffett





AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE A/S

Hvad kan vi lære af Warren Buffett?

79-årige Warren Buffett er en gammel ræv på de finansielle markeder. Disciplin og indsigt er to af grundstenene i hans succes – krydret med en enestående evne til ikke, at lade sig styre af markedspsykologien. Så hvad kan vi lære af ham, Oraklet fra Ohama, der opfattes som verdens dygtigste investor?

Selv succesinvestoren Warren Buffett har mærket finanskrisen på sin portefølje og titlen som verdens rigeste er efter tab på over 130 mia. kr. vristet fra ham. Finanskrisens hærgen har dermed betydet, at Buffett ikke har kunnet holde sig til sine to vigtige investeringsregler:

- 1) Tab aldrig penge
- 2) Glem aldrig regel nummer 1

Buffett er uden tvivl verdens mest succesrige investor. Han investeringselskab, Berkshire Hathaway, som blev oprettet i 1965, har i den grad klaret den sværeste test af alle på markederne – *nemlig tiden...*

>>

"A public-opinion poll is no substitute for thought."

Warren Buffett

"I never attempt to make money on the stock market. I buy on the assumption that they could close the market the next day and not reopen it for five years."

Warren Buffett

"Derivatives are financial weapons of mass destruction."

Warren Buffett

Det er ikke kun Warren Buffetts status som succesinvestor og de utallige underholdende citater, som gør at han i gennem mange år har været en stor inspirationskilde til vores investeringsfilosofi. Det er derimod det faktum, at vi i Formuepleje anvender fundamentalanalyse, hvor vi har stor fokus på value-investeringer, som er den "investeringskole", Warren Buffett i dén grad har været læremester i gennem snart et halvt århundrede.

Oprindelig var Warren Buffett selv elev på universitetet hos Benjamin Graham (1894 – 1976), som bl.a. med sin bog "The Intelligent Investor" fra 1949 må siges at være faderen til valueinvesteringer. Buffett blev kraftigt inspireret af Grahams investeringsværktøjskasse og har i interviews beskrevet Benjamin Graham som den næstmest betydningsfulde person for ham – kun overgået af Buffetts egen far. Det er derfor ikke helt tilfældigt, at Warren Buffetts søn kom til at hedde Howard Graham Buffett.

Noget fra værktøjskassen

En del af forklaringen på Warren Buffetts succes er, at han uden tvivl er dygtig. En anden væsentlig del er, at han er disciplineret i sin investeringstilgang, at han investerer i virksomheder, han forstår, og at han ikke lader sig styre af markedspsykologien – såsom frygt og grådighed. Eller som endnu et af de utallige citater lyder: "Vær frygtsom, når andre er grådige – og grådige, når andre er frygtsomme".

Virker det – kan det kopieres?

At Warren Buffetts investeringsfilosofi virker, kan selvsagt hurtigt bekræftes ved at kigge på de afkast Berkshire Hathaway har leveret til sine investorer – herunder ham selv. Afkastene kan naturligvis ikke kopieres, men det ville næsten være tåbeligt, hvis vi i Formuepleje ikke lod os inspirere af Buffetts investeringstilgang. For den helt store fællesnævner er, at vi er langsigtede investorer, som anvender fundamentalanalyse, at vi investerer sammen med vores kunder og at vi ikke tjener en krone på kortage og returkommissioner.

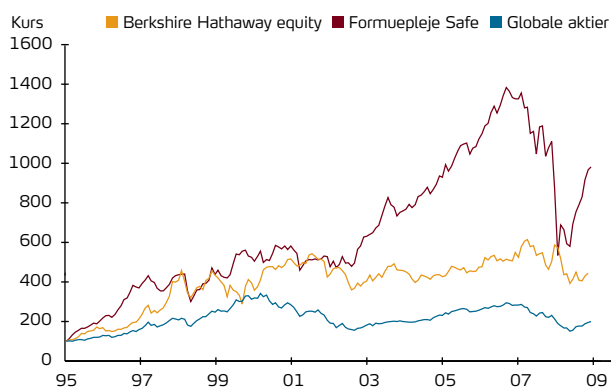
Den sværeste test - tiden

Vores største og ældste selskab, Formuepleje Safe, mener vi også har klaret den sværeste test af dem alle. Safe har eksisteret i mere end 20 år og har dermed været styret gennem talrige op- og nedture på de finansielle markeder. Sam-

tidig ligger Safe i "midten" af vores risikoskala og har over tid en risiko, der svarer til aktiemarkedets, når der måles på afkastets standardafvigelse. Men selvom vi i Formuepleje gerne låner og lader os inspirere kraftigt af Warren Buffett, har det desværre ikke helt været nok, når vi sammenligner afkastet i Safe med Buffett siden Safe blev stiftet.

Faktum er, at Safe siden 1988 har skabt et afkast på 12,5% p.a., mens Buffett i tilsvarende periode har leveret 14,6% p.a. Globale aktier har i denne periode givet ca. 4,9% p.a (udbytte). Siden 1995, hvor vi indførte risikostyring via Value at Risk™¹⁾ i styringen af investeringerne har resultatet været et løft til den årlige performance i Formueplejeselskaberne. Safe har siden 1995 skabt et afkast på 17,3% p.a. Buffett har tilsvarende i samme periode leveret 11,0% p.a. Globale aktier har i denne periode givet ca. 4,9% p.a. inkl. udbytte.

1 AFKAST 1995-2009



1) Risikomålet Value-at-Risk (VaR), anvendes oftest af finansielle virksomheder til opgørelse af markedsrisici. VaR er et udtryk for, hvor meget værdien af et aktiv eller en portefølje af aktiver vil falde over en given periode med en given sandsynlighed (konfidens niveau) under normale markedsbetingelser. I tilfælde af f.eks. krig eller terrorangreb ophører normale markedsbetingelser, og VaR-målet er knapt så brugbart. Det blev muligt i 1994 at anvende VaR, da den amerikanske investeringsbank J. P. Morgan gjorde de nødvendige data til beregningerne offentligt tilgængelige.

Warren Buffetts seks dræberspørgsmål

Warren Buffett er kendt for at stille en lang række kritiske spørgsmål til virksomhederne, før han investerer. Spørgsmål, der også indgår i Formueplejes investeringstilgang:

1) Har selskabet en god, konsistent performance?

En måde at evaluere et selskabs performance på er ved at betragte egenkapitalforrentningen, som fortæller, hvorvidt selskabet er i stand til at levere et afkast til investor. Egenkapitalforrentningen skal naturligvis analyseres over en årrække på 5-10 år og sammenlignes med konkurrerende selskabers egenkapitalforrentning.

2) Hvor meget gæld har selskabet?

Her kan man analysere et selskabs gældsgrad, målt som gæld divideret med egenkapital. Warren Buffett har gennem tiden foretrukket selskaber med en lav gældsgrad ud fra deisen om, at det er bedre, at indtjeningen og væksten genereres af egenkapitalen frem for at man "pynter" sig med lånte "fjer". Bemærk også, at en meget høj gældsgrad typisk vil resultere i større udsving i indtjeningen fra år til år.

3) Er profitmarginen høj? Er den stigende?

Profitmargin kan simpelt defineres som resultatet efter skat divideret med omsætningen, og man bør som minimum kigge fem år tilbage i tiden for at få et billede af, hvordan et selskab klarer sig. En høj profitmargin indikerer selvsagt, at et selskab og ledelsen gør et godt stykke arbejde, mens en stigende profitmargin år efter år viser, at ledelsen er ekstrem effektiv og har styr på omkostningsudviklingen.

4) Hvor gammelt er selskabet? Hvor længe har det været børsnoteret?

Grunden til, at alder på et selskab er væsentlig, er den simple, at det giver investoren mulighed for at vurdere den historiske performance og om selskabet og ledelsen har været i stand til at øge værdien for aktionæerne – også selvom historisk performance aldrig er en garanti for fremtidig performance. Buffett har ry for kun at overveje investeringer i selskaber, som har eksisteret i mindst 10

"It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price."

Warren Buffett

"I always knew I was going to be rich. I don't think I ever doubted it for a minute."

Warren Buffett



år. Kombineret med, at han gerne indrømmer, at han kun investerer i selskaber, hvor han forstår, hvad de producerer - er det måske forklaringen på, at han undgik slemme skrammer omkring IT-boblen i år 2000.

>>

"If a business does well, the stock eventually follows."
Warren Buffett

"You only have to do a very few things right in your life so long as you don't do too many things wrong."
Warren Buffett

"Only buy something that you'd be perfectly happy to hold if the market shut down for 10 years."
Warren Buffett

"Price is what you pay. Value is what you get."
Warren Buffett

"Only when the tide goes out do you discover who's been swimming naked."
Warren Buffett

5) Har selskabet en "økonomisk voldgrav?" (Economic Moat)

Dette begreb dækker over et selskabs konkurrencemæssige situation, og hvor nemt det er for konkurrerende virksomheder at få del i et lukrativt marked. Buffett har brugt begrebet voldgrav, idet en bred og dyb voldgrav er en barriere, som beskytter et selskabs konkurrencemæssige fordele. Typisk er et velkendt brand, stor markedsandel eller stærk "pricing power" gode barrierer, der kan mindske lysten for konkurrenterne til at gå ind på et marked. Et resultat af denne tankegang er, at Buffett meget sjældent investerer i råvareselskaber som olie- og gasselskaber, fordi mange råvareselskaber blot har produkter, som ikke adskiller sig væsentligt fra konkurrenternes.

6) Kan aktien købes med rabat til "den sande" værdi?

Det absolut sværeste spørgsmål at besvare, og hvor svært kræver ganske meget arbejde. Det skyldes naturligvis, at det kræver en del analyse at vurdere den "sande værdi", eller fair værdi / intrinsic value. Det er også her, at hele den fundamentalanalytiske værktøjskasse kommer til sin ret og her selskabets indtjening, omsætning, balance og diverse nøgletal skal analyseres ved hjælp af sund fornuft og en række modeller. Warren Buffett siges at benytte den tommelfingerregel, at han kun køber et selskabs aktier, når der er mere end 25% rabat til den fair værdi, han har beregnet. Ellers har investeringen ikke værdi. Fordi Warren Buffett kun køber aktier i selskaber, hvor han har vurderet selskabets evne til at generere indtjening til aktionærerne på lang sigt, er han også kendt for at være ret ligeglad med, hvad der foregår på aktiemarkedene.

Warren Edward Buffett



- 79 år. Født 30. august 1930.
- Bestyrelsesformand, CEO og storaktionær i Berkshire Hathaway Inc., som han har domineret siden 1962.
- Samlet afkast 1965-2008: 362.319%, svarende til 20,3% i årligt gennemsnit.
- 50 mia. \$ under forvaltning (2008)
- Investerer langsigtet efter fundamentalanalyse og value-princippet.
- Nr. 2 på Forbes liste over verdens rigeste. Anslået formue: 37 mia. \$ i 2009 efter tab på 25 mia. \$ i 2008. Overgås kun af Microsoft-grundlæggeren Bill Gates, til hvis velgørende fond Warren Buffett har foræret 85% af sin formue.
- www.berkshirehathaway.com



FORMUE nyt

Justeret investeringsstrategi

I forbindelse med offentliggørelse af årsrapporter valgte bestyrelserne i de syv børsnoterede Formueplejeselskaber at justere investeringsstrategierne, hvilket er offentliggjort via NASDAQ OMX Copenhagen A/S:

Markant lavere valutarisiko

Med baggrund i den historisk lave rente i euro, der har medført, at renteforholdet ved at låne i schweizerfranc er på et historisk lavt niveau - samtidigt med, at fastkurspolitikken gør, at der må forventes meget små kursudsving på euro i forhold til danske kroner - har bestyrelserne besluttet, at mindst halvdelen af finansieringen sker i euro/danske kroner. Dette svarer i øvrigt til den aktuelle sammensætning i selskaberne og sker bl.a. for at undgå en situation, som vi oplevede i efteråret 2008, hvor det blev nødvendigt at frasælge porteføljer i to af selskaberne.

Aktieandel 10% lavere end vedtægterne

Selskabernes status som skattefrie investeringsselskaber favoriserer en lidt større andel i obligationer mod en til gengæld mindsket aktieandel, da afkastet på obligationsbeholdningen stiger

med ca. 1,5% p.a. som følge af skattefriheden. Vedtægterne giver mulighed for at placere op til 30-130% af egenkapitalen i aktier på købstidspunktet, men med baggrund i skattefriheden har bestyrelserne besluttet, at aktieandelen indtil videre på købstidspunktet maksimalt kan udgøre 30-120%. De maksimale aktieandele i forhold til egenkapitalen er i de fleste selskaber fastsat 10 til procentpoint under de maksimale rammer i vedtægterne.

Selskab	Bestyrelsesbeslutning	Vedtægtsbestemmelse
Optimum	30%	30%
Pareto	60%	70%
Safe	80%	90%
Epikur	100%	110%
Penta	120%	130%
Merkur	100%	100%
LimiTTellus	100%	100%

Børskurs/indre værdi

Omkring forholdet mellem børskursen og indre værdi slår bestyrelserne fast, at det fortsat tilstræbes at børskursen

kommer tæt på indre værdi, og at man derfor fortsætter med at købe egne aktier, når kursen er under indre værdi. Hertil kommer, at man - når den nye aktielovgivning træder i kraft (formentlig pr. 1. januar 2010) - vil indkalde til ekstraordinære generalforsamlinger for at fjerne den nuværende 10% begrænsning ved køb af egne aktier (selskaber må højst eje 10% af egne aktier), samt - hvis lovgivningen tillader det - indføre en vedtægtsbestemt minimumskurs (fx indre værdi minus 3%), som aktionærerne er garanteret ved tilbagesalg til selskabet.

Fleere bestyrelsesmedlemmer

Bestyrelserne foreslår endvidere en vedtægtsændring, så bestyrelserne fremover kan bestå af 3-4 medlemmer mod de nuværende 3 medlemmer. Følgende foreslås valgt til bestyrelserne: Børge Obel, Finn Morell, Henrik Ahlefeldt-Laurvig, Lars Sylvest og Jørn Nielsen. Børge Obel er ny og er til daglig professor og dekan ved Handelshøjskolen, Aarhus Universitet, mens de øvrige er nuværende medlemmer af bestyrelserne.

Årsrapporter

Bestyrelserne i de syv børsnoterede Formueplejeselskaber har netop godkendt årsrapporterne for 2008/2009. Læs mere på formuepleje.dk.

Generalforsamlinger

Der afholdes ordinære generalforsamlinger i de syv børsnoterede Formueplejeselskaber i dagene 19.-22. oktober 2009. Indkaldelser med dagsordener er offentliggjort via NASDAQ OMX Copenhagen A/S og Dagbladet Børsen. Læs mere på formuepleje.dk.



Ny lovgivning på vej:

Slut med provisioner

Finanstilsynet i Storbritannien vil forbyde banker og finansielle rådgivere at modtage og betale provisioner for at anbefale investeringsprodukter for kunderne.



AF HENRY HØEG, ADM. DIREKTØR, FORMUEPLEJE A/S

I kølvandet på finanskrisen har det engelske finanstillsyn, FSA, udarbejdet et notat, hvori det foreslår at forbyde provisioner mellem udbydere af finansielle produkter og rådgivere. Det engelske finanstillsyn har altid haft stor indflydelse. Så stor, at en vedtagelse i Storbritannien gør det sandsynligt, at det øvrige EU, herunder Danmark, følger efter.

Anbefaler alt, bare det er mod betaling

I 2002 offentliggjorde FSA en rapport, som kortlagde forvrængninger i investeringsrådgivningen, fordi banker og øvrige rådgivere styres af de provisioner, der modtages for deres "anbefalinger". Analysen dengang konkluderede blandt andet, at en udbyder af strukturerede produkter (fx garantiobligationer) kunne forvente at øge sin markedsandel fra 10% til 16%, hvis samme udbyder øgede sin provision fra 5% til 5,5%, til de "rådgivere," som ville anbefale produktet. FSA kortlagde dengang, at provisionerne på netop denne gruppe af investeringer lå mellem 5,1% og 6,8% på investeringstidspunktet.

Kritikere af provisionssystemet jubler allerede i Storbritannien, mens finansindustrien frygter tab af tusindvis af jobs i den finansielle sektor. Da forslaget kom frem i juni 2009, skrev Financial Times, at engelske konsulentbureauer og interesseorganisationer forventer, at op mod 50% af alle rådgivere og forsikringsmæglere i Storbritannien må lukke ned. I arbejdspladser drejer det sig om op mod 50.000.

Set med danske briller vil vedtagelse af forslaget også få vidtrækkende konsekvenser. Nærmest uden undtagelse er al rådgivning i Danmark om investeringsprodukter forbundet med provisioner. Formuepleje og aflæggeren af Lønmodtagernes Dyrtidsfond – LD Invest - var indtil for nylig få af de udbydere af investeringsprodukter, som ikke har indgået aftale med banker om provisioner. Men LD Invest har for nylig ændret strategi og lavet provisionsaftaler, der honorerer banker, når de anbefaler LD Invests produkter. Formuepleje fastholder vores strategi om at holde os uafhængige af banksektoren, og har ingen provisionsaftaler.

En vedtagelse medfører, at finanssektoren står overfor dramatiske omvæltninger. Det skønnes, at omkring 90% af alle investeringsrådgivere og forsikringsmæglere i Europa har baseret hele deres forretning på provisioner fra de finansielle produkter, de anbefaler kunderne. I Danmark vil hele banksektoren påvirkes. Formentlig er der ingen investeringsprodukter på hylderne i danske bankfilialer, som ikke er knyttet til aftaler om provisioner. Selve udbydere af investeringsprodukter kan blive de største tabere, da de ikke længere kan "købe" sig til rådgivere og distributionskraft. Svaret fra FSA på de dramatiske omvæltninger er, at det er tid til oprydning. Det danske finanstillsyn har ikke officielt reageret på forslaget, men det må forventes at ske.

>>

Allerede vedtaget i Australien

FSA anbefaler først implementering i 2012, og af samme grund har forslaget kun fået lidt folkelig opmærksomhed. Kun i Australien har debatten været i gang. De første forbud mod provisioner er allerede vedtaget. Kæmpetab i den Australske pensionsfond Storm er et af flere eksempler, som har bidraget til hurtigere og bredere opmærksomhed på den anden side af jordkloden. Pensionsfonden kuldsejlede med flere milliarder kroner og tusindvis af investorer viste sig at hæfte for forpligtelser i fonden og har derfor måttet sælge hus og hjem. Rådgivere som havde anbefalet pensionsfonden havde modtaget 7% i provision allerede på investeringstidspunktet og yderligere bonus for hvert år kunden bevarede sin investering. Høje provisioner til rådgiver allerede på investeringstidspunktet er udbredt – ikke blot i Australien. De tidligere så populære garantiobligationer i Danmark har typisk provisioner på mellem 2% og 5%, som rådgiver modtager allerede på investeringstidspunktet – *up front*.

Investorer har aldrig villet betale på et girokort

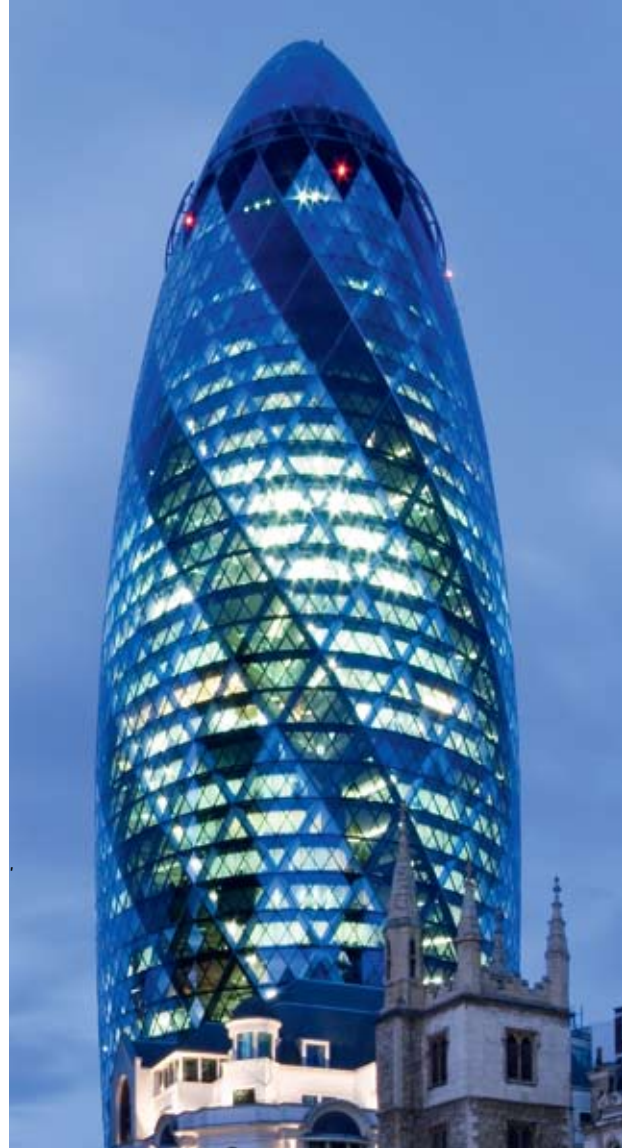
Næsten alle rådgivere siger samstemmende, at det er og bliver umuligt at få investorer til at betale for rådgivning. For at kunne skabe en forretning er det derfor blevet normalt, at rådgivere indgår provisionsaftaler med udbydere af investeringsprodukterne. Det engelske finanstilsyn er klar over dette forhold, og derfor vil det ud over at forbyde provisionerne pålægge, at der for rådgivning SKAL opkræves betaling. Det bliver ifølge forslaget forbudt at yde gratis rådgivning, da det konstant stimulerer finansindustrien til at lave direkte eller indirekte aftaler om provisioner.

Formuepleje vil med forslagets ordlyd blive pålagt at kræve betaling for den rådgivning, vi yder for aktionærerne i Formueplejeselskaberne. For eksempel har Formueplejes formuerådgivere det seneste halve år haft travlt med at informere aktionærer om betydningen af de mange nye skatteregler. Det vil ikke længere være tilladt at yde denne service gratis fra år 2012, hvis det står til det engelske finanstilsyn.

Grundlæggende er vi enige i mange af FSAs betragtninger. Vi kan dog frygte, at kortagecirkuset genopblusser. Det vil nemlig fortsat være muligt at tjene penge på kortage, og rådgivningen kan derfor i fremtiden risikere at komme til at fokusere på kortsigtede investeringer – fx hyppig handel med aktier. Det er og bliver imod Formueplejes principper at tjene penge på både provisioner og på kortage, så vi håber faktisk på, at en eventuel vedtagelse af forslaget i Danmark betyder flere konkurrenter, der ligesom os tilstræber at skabe egne investeringsprodukter med fokus på det langsigtede afkast.

KILDER:

- Financial Times 25/6 2009: FSA to ban commission for advisers
- Financial Services Authority: The effect of commission based remuneration on financial advice, 2002.
- Financial Services Authority, CP09/18. Distribution of retail investments: Delivering the RDR, 2009. www.fsa.gov.uk



Forslaget fra det engelske finanstilsyn FSA:

- Anbefaler ikrafttrædelse i 2012
- Forbyder udbydere af investeringsprodukter og andre finansielle produkter at tilbyde provision til rådgivere, sælgere og mæglere. Forslaget rettes mod banker, rådgivere, forsikringsmæglere m.v.
- Forbyder rådgivere, sælgere og mæglere at modtage provision.
- Pålægger rådgivere at opkræve honorar fra investorer, som modtager rådgivning eller anbefalinger. Det bliver "forbudt" at yde gratis rådgivning.
- Der indføres klassifikationen "restricted adviser" (begrænset rådgiver), som rådgivere af egne produkter kan anvende. Betegnelsen uafhængig rådgiver må kun anvendes, hvis man hverken har provisionsaftaler eller egne produkter. Rådgivere skal tydeliggøre for alle investorer, om der ydes uafhængig rådgivning eller begrænset rådgivning.



FORMUE nyt

Ledelsesrokade i Formueplejeselskaberne

Da bestyrelsesformand Esben Vibe er tiltrådt en ny stilling som direktør i Formuepleje A/S ønsker han at udtræde af bestyrelserne i Formuepleje Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta og LimiTellus på de ordinære generalforsamlinger i oktober. Carsten With Thygesen er villig til at indtræde som ny formand. Samtidig ønsker Carsten

With Thygesen at udtræde af bestyrelsen i Formuepleje Merkur. Jørn Nielsen er villig til at indtræde som ny formand. Der er valg til bestyrelserne på de ordinære generalforsamlinger. Efter generalforsamlingerne er det bestyrelserne i de enkelte selskaber, der udpeger nye formænd.



Esben Vibe

Esben Vibe ny direktør i Formuepleje A/S

Formuepleje A/S har ansat Esben Vibe, 54 år, som direktør med ansvar for kommunikation, sekretariat og regnskab. Esben Vibe er i dag bestyrelsesformand i otte af de ni Formueplejeselskaber og udtræder af bestyrelserne i de børsnoterede selskaber ved de ordinære generalforsamlinger i oktober. Esben Vibe er uddannet cand. oecon. og har mere end 20 års erfaring fra finansverdenen - som fondschef i det daværende Aktivbanken, som koncernøkonomidirektør i Aarhus United A/S og som direktør i advokatfirmaet DELACOUR. Esben Vibe har siddet i bestyrelser for Formueplejeselskaberne siden 1991.

- Jeg glæder mig utroligt meget til denne opgave, da jeg igennem mit mangeårige bestyrelsesarbejde i Formueplejeselskaberne har fået indtryk af en yderst engageret og kompetent organisation i Formuepleje A/S, siger Esben Vibe.

Esben Vibe indgår i den øvrige direktion i Formuepleje A/S, der desuden består af adm. direktør Henry Høeg, direktør for formueforvaltning Søren Astrup og direktør for formuerådgivning Torben Vang-Larsen.



Foto: Jens Honoré

Skatteministeren: Det er en OM'er

Tusindvis af almindelige danske investorer bliver nu formentlig reddet på målstregen og slipper for at betale skat af fiktive gevinster. - Jeg har tænkt mig at komme med et lovforslag i den kommende folketingssamling, der sikrer det helt naturlige, at der kun er beskatning, hvis der er en reel gevinst. Jeg synes selv det er en OM'er. Vi har en ambition om at gøre det bedre, og det vil vi gerne fremlægge til oktober, siger skatteminister Kristian Jensen til TV2. Ændringsforslaget kommer ovenpå massiv kritik fra bla. Formueplejeselskaberne. To aktionærer i Formueplejeselskaberne har i Jyllands-Posten fremlagt dokumentation for hvordan de kan komme til at betale skat, selv om de ikke har haft en reel gevinst.

Sådan bliver skatten



Skattefrihed for visse investeringsselskaber og en skattereform, der sænker skatten på arbejde er nogle af de temaer, vi har beskæftiget os med i 2009. De mange ændringer har skabt usikkerhed om, hvorledes investorer fremover skal forholde sig, og hvor det er mest hensigtsmæssigt at spare op.

AF HELLE SNEDKER, FORMUERÅDGIVER, FORMUEPLEJE A/S

I Formueplejeselskaberne glæder vi os over, at afkastet af vore investeringer – uanset om de kommer fra aktier eller obligationer – fremover vil være skattefrie. Dette øger vores frihed til at foretage investeringer ud fra det grundlæggende princip at søge det højeste afkast til den laveste risiko – uden at investeringsbeslutningerne påvirkes af beskatningsformen. For den enkelte investor er det også i fremtiden vigtigt at søge de investeringer, der giver det højeste afkast – med den mindste risiko og til de laveste omkostninger. Under sidste punkt hører skatten, der som bekendt er den største omkostning ved en vellykket investering. I skattemæssig henseende skal investor overveje hvilken opsparingsform, der matcher bedst til planer og forventninger til fremtiden. Grundlæggende er det spørgsmålet om opsparingen skal foregå i frie midler, pensionsmidler eller i et personligt ejet selskab. I det

følgende gennemgår vi reglerne, som de ser ud fremover for de 3 skattemiljøer. Ét er de overordnede regler – ét andet er de individuelle hensyn, forventninger, planer og præferencer, der knytter sig til den enkelte investor. Disse bør behandles ved en samlet gennemgang af den enkeltes formueforhold – eventuelt i samarbejde med investors foretrukne rådgivere.



Pension

I pensionsopsparingen er alt ved det gamle. Her anvendes lagerprincippet, hvor investeringsresultatet gøres op hvert år – og eventuel gevinst beskattes med 15%. Er resultatet negativt, betales der ikke skat, før tabet igen er tjent hjem. Beskatningen er ens for alle typer investeringer – aktier, obligationer, Formueplejeselskaber og kontant – hvorfor det alene handler om at sammensætte en investering, der leverer det højeste afkast med den laveste risiko og med lavest mulige omkostninger. Til og med 2009 har privatpersoner kunnet indbetale ubegrænset på en ratepension og dermed nedbringe den personlige indkomst, som topskatten beregnes af. Fremover vil der maksimalt kunne indbetales 100.000 kr. med fradrag i den personlige indkomst. Er der flere midler til rådighed for pensionsopsparing, kan disse indbetales på en livsvarig livrente-ordning i et pensionselskab, hvor der ikke er loft over fradrag for indbetalinger.

A/S og ApS

Investeringer i selskabsregi bliver fremover også omfattet af lagerprincippet – ligesom i pensionsordninger. Også her gøres afkastet op hvert år, beskatningen er på 25% og der er symmetri i behandlingen af gevinst og tab. Beskatningen er ens for alle investeringer – hvorfor det også her "kun" handler om at sammensætte en investering, der leverer det højeste afkast med den laveste risiko og med lavest mulige omkostninger. Når midlerne i selskabet hæves som udbytte, beskattes dette med 28% op til minimumsgrænsen på 48.300 kr. (2010). Denne sats nedsættes til 27% fra 2012. Udgør summen af udbytter og aktiegevinster mere end minimumsgrænsen, beskattes disse med 43/45% - hvilken sats ændres til 42% fra 2010.

Frie midler

Kun når det handler om opsparing i frie midler, vil det også fremover være nødvendigt at inddrage beskatning ved valg af investering. Her gælder det naturligvis fortsat også om at finde den sammensætning af investeringer, som giver det højeste afkast med den mindste risiko. Men hertil kommer, at den samlede økonomiske situation spiller ind. Gevinst og tab ved investering for frie midler, kan behandles på en af følgende to måder:

Kapitalindkomst

Kapitalindkomst er renteindtægter og -udgifter samt gevinster og tab på investeringer i akkumulerende investeringsforeninger og investeringsselskaber - herunder Formueplejeselskaber. Det er alene netto-kapitalindkomsten,¹⁾ der indgår ved beregning af skatten. Med andre ord – vil investorer med negativ kapitalindkomst (renteudgifter) med fordel kunne vælge investeringer, hvor afkastet behandles som kapitalindkomst (renteindtægter og afkast af investeringsselskaber – bl.a. Formueplejeselskaber og akkumulerende investerings-

foreninger). Positiv netto-kapitalindkomst beskattes fremover med 37,3%. Overstiger netto-kapitalindkomsten 40.000 kr. (80.000 kr. for ægtepar), beskattes den med 52,2%.

Aktieindkomst

Afkast af aktier, der ikke stammer fra akkumulerende investeringsforeninger og Formueplejeselskaber opgøres også fremover efter realisationsprincippet. Udbytter og realiserede gevinster beskattes med 28/43/45%. De højeste trin for aktieindkomst (45/43%) nedsættes til 42% fra 2010. Det laveste trin for aktieindkomst (28%) nedsættes til 27%, men først med virkning fra 2012. Aktiebaserede investeringsforeninger skal udbetale alle realiserede gevinster og udbytter hvert år – og en stor del af gevinsterne ved denne type investeringer, vil således også blive beskattet løbende.

Løbende beskatning, uanset hvad

Konklusionen er, at investorer fremover skal betale skat af deres gevinster løbende i langt de fleste situationer – uanset om gevinsterne realiseres eller ej. De ændrede skatteregler for Formueplejeselskaberne blev således en forløber for, hvad der siden blev vedtaget for de fleste alternativer i forskellige skattemiljøer. Skattefriheden i Formueplejeselskaberne betyder større manøvrerdygtighed i selskabernes investeringer og besparelsen kanaliseres direkte videre til investorerne i selskaberne.

Investortype	
Pension	Symmetri og ens beskatning 15% på: Aktier Formueplejeselskaber Obligationer og kontant
Via eget selskab	Symmetri og ens beskatning 25% på: Aktier Formueplejeselskaber Obligationer og kontant
Private midler	Individuelle forhold afgør beskatningen Generelt bør investorer med negativ kapitalindkomst bør søge investeringer, der beskattes som kapitalindkomst. Topskatteydere med positiv kapitalindkomst bør undgå asymmetri og investere i individuelle aktier/ aktiebaserede investeringsforeninger

1) Nettokapitalindkomst = positiv kapitalindkomst (renteindtægter, gevinster på aktier i Formueplejeselskaber mv.) fratrukket negativ kapitalindkomst (renteudgifter, tab på Formueplejeselskaber mv.)

Skattefriheden løfter afkastet for pensioner



Formueplejeselskabernes nyvundne skattefrihed betyder, at afkastet alt andet lige vil stige. Over 20 år vil merafkastet være over 50%.

AF ANDERS BJØRNAGER, FORMUERÅDGIVER, FORMUEPLEJE A/S

Overgangen til skattefrihed medfører, at det forventede afkast i pensionsregi stiger med op til 3,5% p.a. alene på baggrund af den nye beskatning. For den langsigtede investor vil det over en tidshorizont på 20 år give et merafkast på over 50%. Formueplejeselskaberne overgik i februar 2009 fra at være almindeligt beskattede aktieselskaber til skattefrie investeringsselskaber. Skattefriheden kommer med en pris, da den fulde beskatning sker hos aktionærene i form af kapitalindkomst (private) / selskabsindkomst (selskaber) efter lagerprincippet.

Pensioner går fri af skattereformen

Afkast i pensionsordninger er ikke berørt af den nye skattereform. Beskatningen sker fortsat efter lagerprincippet i pensionsregi i form af en pensionskat på 15% af den årlige værdiforskydningen fra 1/12 til 30/11. Før overgangen til skattefrit selskab blev afkast i et Formueplejeselskab på obligationer og valuta beskattet med 25%, mens aktier var skattefrie, såfremt ejertiden var over 3 år. Fremadrettet er alle indtægter i Formueplejeselskaber skattefrie (udbytte fra danske aktier beskattes dog med 15%).

1 Formuepleje Safe: Resultet efter pensionsskat							
	Før			Nu			Merafkast
	Beløb	% p.a.	Kr.	Beløb	% p.a.	Kr.	
Indtægter							
Aktier	70	9,0%	6,30	70	9,0%	6,30	
Obligationer	300	5,0%	15,00	300	5,0%	15,00	
I alt			21,30			21,30	
Udgifter							
Renter CHF	140	-1,0%	-1,40	140	-1,0%	-1,40	
Renter EUR	130	-1,8%	-2,28	130	-1,8%	-2,28	
I alt			-3,68			-3,68	
Investeringsafkast			17,63			17,63	
Skat	11,3	25%	2,83		0%	0,00	
Resultat efter skat			14,79			17,63	
Resultat efter pensionsskat		15%	12,57		15%	14,98	2,4%

Porteføljesammensætningen og afkastforventningerne kan ses i faktasiden for Formuepleje Safe.



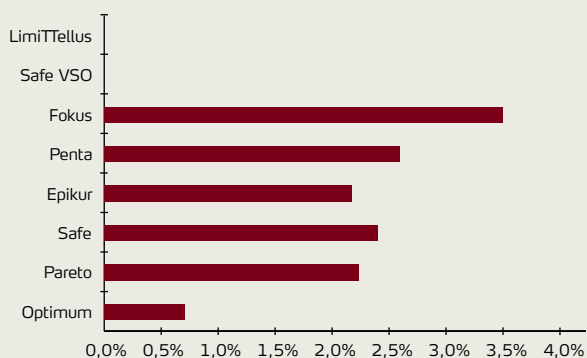
2 Formuepleje Safe: Effekt på obligationer og valuta

	Før	Nu	Merafkast
Kursgevinst på obligationer 1%	14,5%	17,5%	3,0%
Kurstab på obligationer 1%	10,7%	12,4%	1,8%
Kursgevinst CHF 1%	13,5%	16,2%	2,7%
Kurtab på CHF 1%	11,7%	13,8%	2,1%
Kursgevinst på obl. og CHF 1%	15,4%	18,7%	3,3%
Kurstab på obl. og CHF 1%	9,8%	11,2%	1,4%

Skattefriheden betyder, at investor i pensionsregi undgår dobbeltbeskatning i form af selskabsskat og efterfølgende pensionsskat. Figur 1 illustrerer forskellen.

Det forventede pensionsafkast i Formuepleje Safe forøges med 2,4% i forhold til de tidligere skatteregler. Fordelagtigheden af de nye skatteregler i pensionsregi afhænger af det forventede afkast på obligationsinvesteringerne og lånefinansieringen af denne. I formuepleje Safe vil kursudsving på obligationer og valuta (lån i CHF) give følgende merafkast som følge af de nye skatteregler, se figur 2.

3 MERAFKAST P.A. EFTER OVERGANG TIL STATUS SOM SKATTEFRIE INVESTERINGSSELSKABER



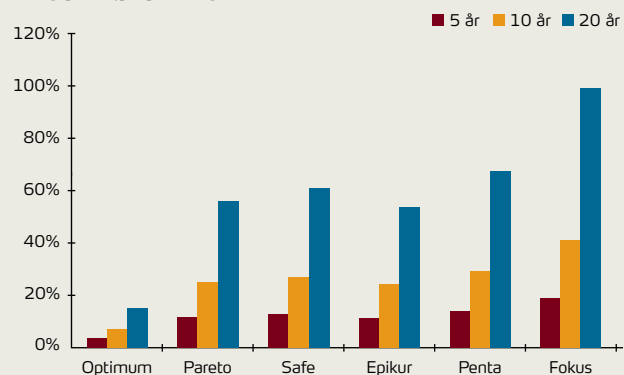
Beregningsen er foretaget på baggrund budgetforventningerne i fakasiderne. Formuepleje Fokus var et skattefrit selskab ved etableringen i 2009.

Jo større andel af indtjeningen, der kommer fra obligationer og valuta, jo større vil fordelagtigheden af de nye skatteregler blive. En kursgevinst på obligationer med 1% vil således forøge merafkastet med 0,6% (fra 2,4 til 3,0%). Omvendt vil et kurstab på schweizerfranc (CHF) på 1% formindske fordelagtigheden med 0,3% (fra 2,4% til 2,1%). En kombination af kursgevisnt/tab fra obligationer og valuta vil selvfølgelig forøge/formindske fordelagtigheden. For alle Formueplejeselskaberne kan merafkastet i pensionsregi opgøres som vist i figur 3

Formuepleje Safe VSO er skattefrit i forvejen og Formuepleje LimiTTellus investere kun i aktier (uden lånekapital) og har derfor ingen gunst af de nye skatteregler. Ser man merafkastet over en længere investeringshorisont, vil der være en markant værdiforøgelse af pensionsdepotet jf. figur 4.

Udover at være et attraktivt opsparingsmiljø vil pensionsordninger med aktier i Formueplejeselskaber blive begünstiget af de nye skatteregler, som med overgangen til skattefrie selskaber får forøget det forventede afkast med 0,7-3,5% p.a. For den langsigtede investor vil det over en tidshorisont på 20 år give et merafkast på over 50%.

4 AKKUMULERET MERAFKAST EFTER 5, 10 OG 20 ÅR SOM FØLGE AF SKATTEFRIHED





“The four most dangerous words in investing: This time it’s different”

*Sir John Templeton
(1912-2008)*

Bliver det anderledes denne gang?



Som investor er det vigtigt at skelne mellem dystre udsigter i samfundsökonomierne og muligheder på de finansielle markeder. Intet tyder på, at lærebøgerne skal skrives om.

AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE A/S

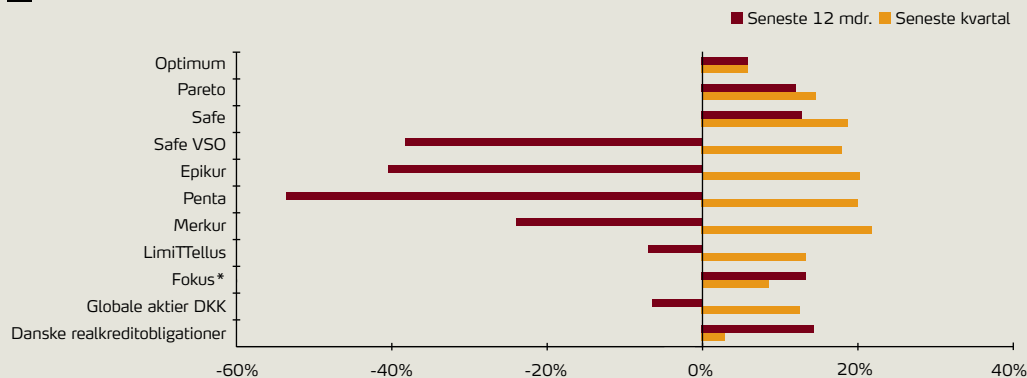
Aktiemarkederne havde igen et af de bedste kvartaler i mange år med en stigning på ca. 13% til globale aktier. Dette gik hånd i hånd med en positiv stemning på obligationsmarkederne, hvor danske realkreditobligationer i gennemsnit leverede et afkast på ca. 3%. På valutamarkederne var kvartalet roligt for schweizerfranc, mens US-dollars blev svækket på baggrund af bekymringer om gældsætningen i amerikansk økonomi. De Formueplejeselskaber, som led store tab, da finanskrisen var på sit højeste i 4. kvartal 2008 kom dermed et skridt nærmere til at indhente det tabte fra kurshøjdepunkterne i sommeren 2007.

Hvem har ret?

De to seneste kvartaler har budt på kraftige stigninger til aktiemarkedet, samtidig med at obligationsejerne er blevet belønnede. Umiddelbart en unormal cocktail, idet stigende aktiemarkeder typisk går hånd i hånd med stigende renter og dermed vigende obligationskurser. Kortsigtede markedsdeltagere, primært flere banker, har da også hæftet sig ved denne "unormale" tilstand og set det som et faresignal på, at ét af de to markeder har taget grueligt fejl og står overfor en kraftig korrektion. Faktum er, at det ikke er nyt, at aktie- og obligationsmarkedet i kortere perioder kan både stige og falde i takt. Det vil typisk være tilfældet før, under og efter kraftig uro i markederne, hvor der opstår unormale udbud- og efterspørgselssituationer. I figur 2 ses dog, at det normale over længere perioder er en relation mellem aktier og obligationer, dvs. stigende aktiekurser går hånd i hånd med stigende renter – og vice versa. Således også denne gang, hvor det kun er inden for de sidste 2 kvartaler, at aktierne er steget, mens renterne er faldet.

Valutabevægelser	Seneste kvartal	Seneste år
CHF	0,4%	4,0%
USD	-4,2%	-4,0%
JPY	2,9%	13,6%

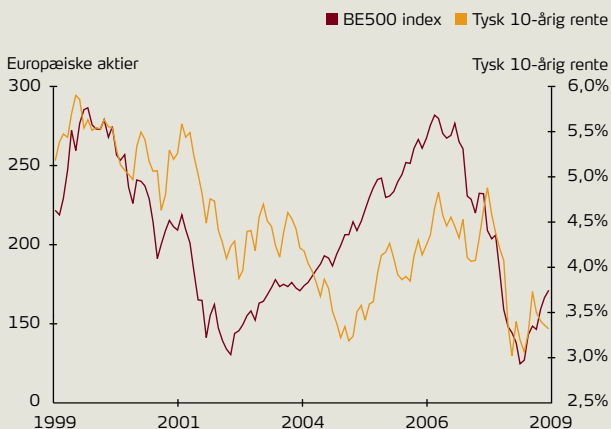
1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST



Kilde: Formuepleje og Bloomberg

* Fokus' afkast siden start i maj 2009. Alle Formueplejeselskaberne er blevet skattefrie som følge af ny lovgivning. Som konsekvens heraf har selskaberne måtte afskrive akkumulerede skattemæssige underskud, hvilket har påvirket indre værdier og dermed ovenstående afkast negativt. Se mere på www.formuepleje.dk

2 UDVIKLINGEN I AKTIER OG OBLIGATIONER



Anderledes denne gang? Eller...?

Fleere markedsdeltagere og økonomer har de seneste måneder advaret om, at verdensøkonomien står overfor en ny epoke, hvor bankerne bliver holdt i kort snor, hvor kreditvilkårene til stadighed strammes, og hvor væksten dermed bliver hæmmet. Afkastet fra erhvervsinvesteringer får det således svært, og umiddelbart burde man så holde sig fra aktieinvesteringer. I Formuepleje er vi enige. Men kun i forhold til, at vi står overfor en ny epoke, hvor bankerne bliver holdt i kort snor. Derimod er vi uenige i, at investeringsmulighederne skulle være ringe. Tværtimod har vi gang på gang set, at når verdensøkonomien og finansmarkederne i den grad har været præget af kurstab, tilbagegang og usikkerhed, så opstår de allerbedste investeringsmuligheder. Dels skyldes det, at der i "stress-perioder" iværksættes massive finans- og pengepolitiske lempelser, og dels at markederne er faldet til historisk billige niveauer på baggrund af markedskollaps og kapitulation.

Det er stadig et opsving

Efter alt at dømmen kan recessionerne i mange af de ledende økonomier nu afblæses. Senest har den Internationale Valutafond, IMF, opjusteret sin prognose for verdensøkonomien. Bl.a. mener IMF, at:

- Efter et historisk fald i den globale produktion på 1% i 2009, vil verdensøkonomien vokse med ca. 3% i 2010.
- De "gamle" økonomier med USA, Europa og Japan i spidsen vil kun vokse med moderate ca. 1,25% i 2010. Dette skal dog ses ovenpå tilbagegang på over 3% i 2009.
- Emerging Markets og udviklingsøkonomierne vil samlet kunne præstere vækstrater på 5% i 2010.

Vores holdning er, at selvom vi stadig vil se problemer i realøkonomierne med svag vækst, stigende arbejdsløshed og lav kapacitetsudnyttelse, så er opsvinget i gang. Og selvom det bliver et langt og sejt træk, er det dog stadig et opsving.

Markeder med ekstremt potentiale

Som investor er det i vores optik vigtigt, at kunne skelne mellem dystre udsigter i makroøkonomierne og muligheder på de finansielle markeder. Vores holdning er, at de ekstremt lave centralbankrenter og de massive finanspolitiske stimuli, som er iværksat verden over, har skabt nogle fantastiske investeringsmuligheder, som bør udnyttes af enhver investor.

Med andre ord, selvom regulering og tilsyn med finanssektoren og økonomierne verden over bliver skærpet kraftigt, skal man som investor ikke lade sig skræmme alt for meget til at tro, at alt er anderledes denne gang, og at det aldrig mere kan betale sig at tage en risiko på de finansielle markeder. Det er muligt, at vi er på vej mod en ny verdensorden for de toneangivende økonomier, men på finansmarkederne gælder stadig, at de fire farligste ord er:

This time it's different.

Aktier med større frihedsgrader



Den nye skattelov fjerner 3-års reglen, og dermed får Formueplejeselskaberne større frihed til at handle aktier optimalt. Det betyder, at selskaberne reducerer antallet af forskellige aktier. Læs også vores bud på 10 langsigtede aktier.

AF THOMAS BERNGRUBER, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Vedtagelsen af den nye skattelov har som bekendt betydet, at Formueplejeselskaberne er blevet skattefrie. Skattefriheden betyder, at obligationer i højere grad tilgodeses, når fordelingen mellem aktier og obligationer fastsættes, men også at Formueplejeselskaberne ikke længere er indirekte begrænset til at skulle holde aktierne over en 3-årig periode. Sagt på en anden måde, har vi fået en ekstra frihedsgrad til altid at handle i overensstemmelse med investeringsstrategien, samt skabe et attraktivt absolut afkast. I forbindelse med rebalanceringen i forhold til den "nye optimale portefølje", har Formueplejeselskaberne derfor udnyttet de nye regler til også at tilpasse porteføljerne på selskabsniveau.

Aktier med ekstra frihedsgrader

På trods af skatteændringerne fastholder vi selvfølgelig den langsigtede investeringsstrategi med fokus på det absolutte afkast. Vi går altså på ingen måde på kompromis med vores hidtidige investeringsprincipper. Vi ser udelukkende de nye skatteregler som en ekstra frihedsgrad. Hvor der tidligere var en skatteomkostning ved at sælge en aktieposition indenfor den 3-årige periode, kan den samme disposition nu foretages stort set uden omkostninger. Det er altså i højere grad muligt for os at agere på væsentlige markeds- eller selskabsspecifikke ændringer.

I et forsøg på at intensivere fokus yderligere på de enkelte aktier i porteføljen, forbedre beslutningsgrundlaget og dermed øge sikkerheden for, at vi til enhver tid betaler den "rigtige" pris for et givet selskab, har vi valgt at reducere antallet af aktier i Formueplejeselskaberne. Det er

målet at aktieporteføljen vil bestå af ca. 40-50 enkeltaktier, hvilket svarer til en reduktion i det nuværende antal aktier på ca. 33%. I forbindelse med reduktionsprocessen bliver der altså rensset ud i aktier, der primært har eksisteret af skattemæssige hensyn. Derudover bliver der samtidig tilføjet aktier, som i højere grad er i tråd med investeringsfilosofien og vores forventninger til markedsudviklingen.

Søges:

Høj gennemsnitlighed og omsætningsvækst

Regnskaberne fra første og andet kvartal i 2009 har utvivlsomt været bedre end ventet. Dog med en tydelig tendens til, at virksomhederne i høj grad har opnået deres indtjeningsniveauer ved at skære i omkostningerne. De kraftige omkostningsbesparelser vi har set, kombineret med faldende omsætning, er dog en uholdbar cocktail i længden. For at omkostningsbesparelserne skal blive en entydig positiv begivenhed, kræver det, at vi ser tegn på vedvarende omsætningsvækst i virksomhederne. Af samme årsag har vi i Formueplejeselskaberne øget fokus på virksomheder med høj gennemsnitlighed i indtjeningen, hvor vi samtidig forventer en – til prisen – attraktiv omsætningsvækst. Denne tilgang har betydet, at virksomheder som supermarkeds kæden Kroger og kabel-tv udbyderen Time Warner Cable er blevet en del af aktieporteføljen. Begge er amerikanske virksomheder indenfor henholdsvis defensivt og cyklisk forbrug, og begge er karakteriseret ved stabile forretningsmodeller af høj gennemsnitlighed, samt en høj omsætnings- og indtjeningsvisibilitet.

>>



Microsoft er én af de aktier, som Formueplejeselskaberne har investeret i. Se flere aktier på side 23.

”Rally” af lav kvalitet

Udviklingen på aktiemarkedet siden marts 2009 har på flere måder været historisk. Det er ikke så meget stigningen i sig selv, som nu nærmer sig 60% fra bunden. Det er mere, at det er sket på bare seks måneder. Det hurtige og kraftige stemningsskifte på aktiemarkedet giver måske fin mening, når man tænker på udviklingen, da krisen startede. Her blev flere aktier på kort tid værdiansat, som var virksomheden på randen af konkurs. Set i det lys, er det sådan set heller ikke overraskende, at det er de selvsamme aktier, som markedet primært belønner i situationen, hvor tingene bevæger sig tilbage mod en mere normal verden.

I takt med, at markedet har rettet sig er analytikernes indtjeningsforventninger løbende blevet opjusteret. Der indregnes derfor en pæn optimisme i markedet, hvilket bør øge fokus på sektorer med realistiske indtjeningsforventninger, som samtidig har oplevet mindre kraftige indtjeningsrevisio-ner. Kort sagt: En bevægelse mod virksomheder med høj indtjeningskvalitet og mere forsigtige indtjeningsforventninger. Helt specifikt favoriserer en sådan bevægelse sektorer som medicinal, stabilt forbrug og IT, hvor særligt selskaber som Microsoft og Nokia har vores fokus.

Regulering eller vækst

I de seneste 20 år har vi været vidner til en langsom international deregulering af banksystemet. Generelt har de løbende regelændringer i højere grad gjort bankerne mere og mere selvregulerende og givet mulighed for yderligere frigørelse af kapital til investeringer og udlån. Den indledningsvise effekt har været positiv og fungeret som væksthjælper for økonomien, men bankerne er samtidig langsomt blevet mere sårbare overfor tab og afhængige af subjektive risikovurderinger. Det er vores forventning, at en opstrammende reguleringspolitik vil få klare følger for bankernes drift. Heri ligger der selvfølgelig også en implicit trussel for overregulering, således at eventuelle initiativer kan blive væksthæmmende i en allerede presset økonomi.

Kan man udnytte reguleringen?

Vi håndterer risikoen omkring eventuelle regulatoriske tiltag ved, at bevæge os væk fra banker, der desuden besidder et yderligere usikkerhedselement i form af de mere recessionsrelaterede tab. I stedet har vi købt op i forsikringsselskaberne Münchener Rückversicherung og Allianz, men også i den tyske børsvirksomhed Deutsche Börse, som sågar kan drage nytte af eventuelle regulatoriske tiltag. Sidstnævnte mulighed opstår eksempelvis ved standardiseringen af de såkaldte CDS-kontrakter, der kort fortalt giver mulighed for at købe eller sælge konkursbeskyttelse. Kontrakterne har været en meget stor indtjeningskilde for bankerne og vil i høj grad være en positiv nyhed for Deutsche Börse.

Emerging markets

Der hersker ingen tvivl om, at potentialet i udviklingsøkonomierne er til stede. Befolkningens sammensætning og størrelse alene gør vækstpotentialet markant større, end det er tilfældet i blandt andet Europa og USA. Samtidig er der dog tale om en vækstudvikling, der skal have tid til at materialisere sig. Usikkerheden i udviklingsøkonomierne er samtidig væsentlig højere, end det er tilfældet for udviklede økonomier, hvilket intuitivt betyder, at der kræves et væsentlig højere afkast. Eksponeringen mod emerging markets behøver ikke nødvendigvis være gennem en direkte investering. Mindst lige så attraktivt kan det være at finde eksponeringen via vestlige virksomheder, der primært afsætter sine produkter i emerging markets. Dermed vil det i højere grad være muligt at mindske den selskabsspecifikke risiko, som ofte kan være svær at gennemskue i emerging markets. Det amerikanske IT-selskab Qualcomm er et godt eksempel på en emerging market eksponering gennem et vestligt selskab. Qualcomm har over 80% af sin omsætning i emerging markets, hovedsageligt i Sydkorea og Kina. Som de fleste andre IT-selskaber har de en stærk balance og ca. 7% af markedsværdien i kontanter. Et andet eksempel er det amerikanske kosmetik-selskab Avon, der har ca. 65% af deres omsætning i emerging markets.

Udbud og efterspørgsel

Den høje aktivitet i Asien kombineret med Kinas rolle som verdens største forbruger af især ”faste” råvarer må forventes at få stor indflydelse på råvarepriserne på lang sigt. Siden 2002 har Kina stået for halvdelen af væksten i verdens forbrug af stål, kobber og aluminium, næsten hele væksten i forbruget af nikkel og tin, samt mere end verdens samlede vækst i forbruget af bly og zink. Den høje vækst i Kina og det generelt store fokus på infrastrukturprojekter, der på det seneste er blevet yderligere adresseret gennem den kinesiske regerings stimuli, vil med stor sandsynlighed påvirke råvarepriserne i opadgående retning og dermed have en positiv langsigtet effekt på materialesektoren. Specielt industrielle metaller bør nyde godt af en sådan udvikling. Et af de selskaber, der vil kunne nyde godt af den positive og langsigtede trend i råvarer, er det brasilianske mineselskab Vale, der producerer og bearbejder mineraler som jernmalm, nikkel, kobber og aluminium.



Ti langsigtede aktier

Formueplejeselskabernes aktiebeholdninger i disse 10 selskaber udgør samlet 1 mia. kroner.



Allianz er et af Europas førende forsikringselskaber og har en stærk international tilstedeværelse. Selskabet tilbyder skades- og livsforsikring til både erhverv og private med Tyskland, Frankrig og Italien som de vigtigste markeder i Europa. I 1998 tilføjede Allianz porteføljepleje og bankdrift som supplement til forsikringsdelen. I forbindelse med kredittkrisen solgte man den kriseramte Dresdner Bank til Commerzbank. Dermed er fokus i højere grad tilbage ved den rene forsikringsdrift, hvilket gør Allianz langt mere attraktiv i den kommende tid.

AVON

Avon producerer og sælger kosmetiske produkter over hele verden. Avon har kun et begrænset antal butikker, og salget sker derfor fortrinsvis via knap 6 mio. selvstændige salgsrepræsentanter over det meste af verden. Forretningsmodellen har tidligere vist sig ganske modstandsdygtig under tidligere recessioner, og Avon kom således styrket ud af 30'ernes depression. Salget på nye vækstmarkeder udgjorde i 2008 omkring 65% af omsætningen. Avon betegner sig selv som den største "mikro udlåner" til fattige kvinder på nye vækstmarkeder, der via Avon får en mulighed for at etablere "egen virksomhed" som selvstændige salgsrepræsentanter.



Som den eneste børsvirksomhed blandt sine konkurrenter, dækker Deutsche Börse hele proceskæden i forbindelse med værdipapirhandel. Dette inkluderer blandt andet handel, clearing af transaktioner og depotfunktioner. Deutsche Börses Xetra er en af de mest kraftfulde elektroniske børser verden over. Sammen med den schweiziske børs har Deutsche Börse desuden et joint venture kaldet Eurex, der er verdens førende inden for handel og clearing af optioner og futures. Deutsche Börse har desuden potentiale til at kunne nyde godt af kommende reguleringstiltag.



Kroger er USA's næststørste supermarkedskæde med knap 2.500 butikker. Størstedelen af butikkerne indeholder apoteksudsalg, hvilket indirekte gør Kroger til USA's 5. største apoteker-kæde. Kroger satser på stærk lokal tilstedeværelse for at optimere stordriftsfordele og søger samtidig, at fastholde kunderne via omfattende loyalitetsprogrammer og attraktive priser, hvilket blandt andet sker via et meget bredt udbud af egne mærker, hvoraf mange produceres internt.



Brandet Microsoft er utrolig stærkt, hvilket i høj grad også gælder operativsystemet Windows. Microsoft bliver konstant udfordret af gratisprogrammer og nytænkning fra især Google. Ikke desto mindre har kundernes afhængighed af Microsofts produkter gentagne gange vist sig at være stærk.



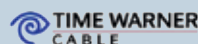
Münchener Rückversicherung er verdens største genforsikringselskab, hvis primære forretningsområde er genforsikring af ejendomme, samt livs og sundhedsforsikring. Münchener Rückversicherung tilbyder kort fortalt forsikringsprodukter til forsikringselskaberne. Blandt andet derfor er selskabet, især sammenlignet med andre finansielle virksomheder af yderst stabil karakter.



Finske Nokia er verdens førende producent af håndholdte apparater, med en markedsandel omkring 39%, og en aktiv spiller i internet og kommunikationsindustrien. Nokia står i høj grad for kvalitet og har med flere attraktive samarbejdsaftaler, herunder NokiaSiemens Networks og Qualcomm, sikret sig deltagelse i den fremtidige udvikling indenfor trådløse netværk og kommunikation.



IT-selskabet Qualcomm står for trådløs kommunikation af høj kvalitet. Qualcomm spiller derfor en central rolle i adopteringen af en mere mobil og trådløs kommunikationsform. I dagligdagen er Qualcomms teknologi tilstede i de fleste mobile kommunikationsformer. Heriblandt den trådløse adgang til internettet fra pc'er til diverse håndholdte apparater, men også i nutidens GPS-systemer. Qualcomms teknologi er altså en vigtig brik i en verden der i højere grad er afhængig af trådløs kommunikation.



Time Warner Cable er USA's næststørste kabel-tv udbyder med 14 mio. kunder i USA. Kabel-tv er et forholdsvis stabilt forbrugsgode, hvilket blev understreget i en nylig forbrugerundersøgelse i Wall Street Journal, der viste, at kabel-tv var et af de absolut sidste steder forbrugeren ønskede at spare. En gennemsnitlig amerikaner over 2 år ser i dag 150 timers tv om måneden, så omsætningen skal fortrinsvis øges via dyrere tv-pakker, on-demand film, digitale harddisk funktioner, samt i stadig højere grad at udnytte netværket til telefoni og højhastigheds internet.



Det brasilianske mineselskab Vale er et af verdens største. Hos Vale transformeres mineraler til produkter vi kender fra hverdagen. Heriblandt jernmalm og nikkel, der anvendes til stålproduktion og derfor findes i bl.a. jernbaner og byggeri generelt. På det seneste har selskabet taget markedsandele i Kina fra både australske og indiske spillere, og samtidig ser vi en forestående vending i Vales traditionelle markeder i Brasilien og Europa.



Centralbanker holder renterne i et jerngreb



Obligationskurserne er steget de seneste måneder, selvom de økonomiske nøgletal og aktiemarkedene har vist bedring. Det skyldes i høj grad centralbankerne, som har åbnet pengekassen og derved presset markedsrenterne ned. Med centralbankerne som en aktiv bremseklo, er der ikke udsigt til markante rentestigninger i de kommende måneder.

AF ERIK BECH, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Positive vinde er blæst ind over økonomierne i de seneste måneder med flere signaler om, at den økonomiske nedtur er stoppet, og at det nu langsomt begynder at gå i den rigtige retning igen. Det har medført optimisme på aktiemarkedet med kraftige kursstigninger, men overraskende har obligationsmarkedet stort set været immun overfor bedringen i de økonomiske nøgletal. Hvorfor har obligationsmarkedet tilsyneladende valgt at lukke øjnene overfor de mere positive signaler fra økonomierne? Der er flere faktorer, der kan forklare dette.

Centralbankerne har åbnet pengekassen

Den primære årsag er, at centralbankerne spiller en meget aktiv rolle for at hjælpe økonomierne ud af den værste krise siden 1930'erne. De fastholder de officielle renter på et historisk lavt niveau og signalerer, at der går lang tid, inden de begynder at hæve renterne igen. Samtidig har centralbankerne pumpet enorme summer af penge ud til især banker, dels for at sikre tilstrækkelig likviditet i det finansielle system, men også for at banker skal låne pengene videre til kunderne. Det er nemlig en stor hæmsko



for nye investeringer og derved for økonomien, når bankerne klapper kassen i og ikke vil låne penge ud. Hovedparten af de mange penge har bankerne dog suget til sig som en ekstra buffer i tilfælde af, at krisen skulle blusse op igen. Det har medført, at i stedet for at låne dem videre til kunderne, er pengene blevet parkeret på pengemarkedet eller i korte statsobligationer, hvilket har presset de korte renter ned.

Forbrugerne er tilbageholdende

En anden vigtig faktor er, at der fortsat hersker stor usikkerhed om økonomiernes tilstand. Bedringen i økonomien stammer dels fra industrien, hvor virksomhederne er begyndt at øge produktionen igen, fordi deres lagre er blevet skåret for kraftigt ned. Samtidig har forskellige tilskudsordninger pustet lidt liv i bilsalget i Tyskland og USA og i boligmarkedet i USA. Spørgsmålet er dog, hvad der sker, når disse ordninger snart bortfalder. Det store problem er nemlig, at forbrugerne i høj grad er tilbageholdende med at bruge penge. Det skyldes dels stigende arbejdsløshed og derved usikkerhed omkring indkomsten, og dels reducerede formuer i kølvandet af faldende boligpriser.

Så økonomierne kan sammenlignes med en bil, hvor motoren har været gået i stå og derfor har fået autohjælp i form af statstilskud, men kun langsomt er kommet i gang i første gear. Problemet er nemlig, at et par af hjulene har tabt luften, nemlig i form af forbrugerne, som står for over halvdelen af økonomien og bankerne, der fortsat er tilbageholdende med at låne penge ud.

Inflationen er lav

En tredje vigtig faktor er, at der er udsigt til lav inflation, som spiller en stor rolle i fastsættelsen af renteniveauet. Kerneinflationen er faldet i de seneste måneder jf. figur 1, og der er udsigt til, at den falder til under 1% i begyndelsen 2010. Der er masser af ledig kapacitet og stigende arbejdsløshed, hvilket vil være med til at dæmpe prispresset fremadrettet.

Udsigt til stabile renter

Rentemarkedet virker fastlåst i øjeblikket, hvor bedre økonomiske nøgletal og store udstedelser af statsobligationer trækker i retning af højere renter, mens centralbanker, tilbageholdende forbrugere og lav inflation trækker i den modsatte retning. Derfor er der udsigt til stabile lave renter i de kommende måneder, indtil der kommer en afklaring af økonomiernes bæredygtighed, når de forskellige tilskudsordninger og hjælpepakker stopper.

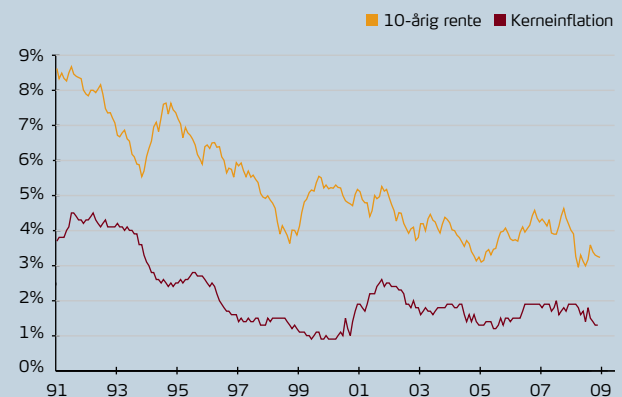
Hold øje med centralbankerne

Der er dog ingen tvivl om, at renterne aktuelt ligger på et historisk lavt niveau, jf. figur 1, og derfor vil de sandsynligvis stige igen, når der kommer mere gang i økonomierne. I den sammenhæng er det vigtigt at holde øje med centralbankerne. Renterne vil sandsynligvis først stige for alvor, når centralbankerne begynder løsne grebet, signalerer renteforhøjelser og begynder at mindske mængden af penge, som de har pumpet ud i systemet.

Stadig stor rentegevinst i Formueplejeselskaberne

Indtil videre er vi dog meget fortrøstningsfulde med hensyn til obligationerne, da vi ikke forventer markante kursfald i de kommende måneder. Derfor ligger rentefølsomheden på ca. 3,5 på obligationsbeholdningerne i Formueplejeselskaberne. Samtidig er der fortsat mulighed for høj rentegevinst, med lån i 1-3 mdr. euro og schweizerfranc til en rente på knap 1% og investering i danske realkreditobligationer med et forventet afkast på 4-5%.

1 RENTE OG INFLATION I EUROLAND



Kilde: Bloomberg

Formueplejeselskaberne sænker valutarisikoen



Formueplejeselskaberne reducerer finansieringen i schweizerfranc og nedbringer dermed valutarisikoen.

AF RENE RØMER, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Det generelle renteniveau i den vestlige verden er derfor på det laveste niveau i nyere tid.

Euro¹⁾ er det naturlige udgangspunkt for en dansk investor med ønske om at optage lån til investering. Dette skyldes to forhold: Dels den danske fastkurspolitik, der har medført, at valutakursudsvingene – og dermed udsvingene på lånets størrelse målt i danske kroner (DKK) – er små. Dels at renten på EUR typisk er lavere end på DKK. Dette står i modsætning til et lån optaget i anden udenlandsk valuta, hvor renten enten er højere eller lavere, men hvor det skyldige beløb målt i DKK varierer i takt med udviklingen i valutakursen. At fravælge EUR er derfor en afvejning af fordelene og ulemperne ved de mulige valutakursudsving og den anden valutas rente.

Alle renter er lave

I takt med finanskrisens spredning har centralbanker kloden rundt været flittigere til at tage rentesænkninger i brug. Det generelle renteniveau i den vestlige verden er derfor på det laveste niveau i nyere tid. Dette gælder også for renten fastsat af den europæiske centralbank (ECB), der i øjeblikket låner ud til 1%, mens f.eks. den schweiziske nationalbanks (SNB) styringsrente ligger på 0,25%. På overfladen er det altså en renteforskel på 0,75%, der skal med i afvejningen af fordele og ulemper. I praksis er forskellen dog meget mindre.



ECB presser renterne i bund

ECB fastholder altså den officielle rente på 1%, hvilket er et stykke over styringsrenterne fra de fleste andre store centralbanker. Men samtidig har ECB valgt at udlåne i princippet uendelige mængder EUR i op til ét år i håbet om, at bankerne ville låne disse penge videre til gavn for økonomierne. Dette er ikke sket.

I stedet er en stor del blev placeret hos ECB til 0,25% i rente eller i det korte pengemarked (det er på dette marked, lånesatserne for Formueplejeselskaberne bliver afgjort), hvor bankerne inden ECB's første store tildeling af udlån (442 mia. EUR) i midten af juni kunne få næsten 1% (se figur 1). Det store udbud af kontanter har siden presset denne rente ned i 0,4% - mens ECB altså har fastholdt den officielle rente på 1%. Renteforskellen mellem EUR og schweizerfranc (CHF) er altså ikke 0,75% men derimod 0,3%, hvilket, alt andet lige, gør EUR mere attraktiv som lånevaluta i forhold til CHF. Af samme årsag har Formueplejeselskaberne i løbet af kvartalet reduceret andelen af CHF i låneporteføljen fra ca. 60% til ca. 45%, når kursen på CHF blev vurderet lav. De præcise vægte i porteføljerne kan ses i på faktasiderne bagest i dette magasin.

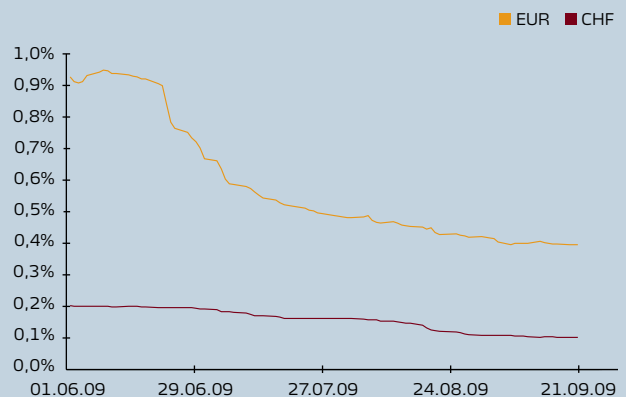
SNB manipulerer fortsat

Som en yderligere dimension til låneporteføljen er der i det forgangne kvartal fortsat blevet anvendt finansielle instrumenter²⁾ til at hæve eller sænke CHF-eksponeringen afhængig af valutakursen. Dette er blevet gjort ud fra en overbevisning om, at SNB fortsat vil holde en hånd over kursen på CHF. Årsagerne til troen på denne "hånd" er blevet beskrevet i alle de tre seneste Formuemagasiner, og bunder dybest set i, at SNB for alt i verden vil undgå en styrket CHF – senest "bevist"³⁾ ved interventionen i kursen på CHF over for USD og EUR den 30. september 2009. Denne tro på SNBs motiver og handlekraft, står vi fortsat ved. Af samme grund fortsættes denne strategi fremadrettet under hensyntagen til de priser de finansielle instrumenter handles til.

Kvalificeret gæt – ingen vished

Med ovenstående stærke tro på "en hånd over CHF" in mente kunne man undres over den forholdsvis lave andel af CHF i låneporteføljerne. Svaret er, at den nævnte tro netop kun er et kvalificeret gæt og ikke en vished. CHF er mere risikabel end EUR, og med den lave renteforskel er det Formueplejes vurdering, at risikorammerne kan bruges mere optimalt andetsteds. Af samme årsag er det blevet formaliseret af bestyrelserne i Formueplejeselskaber med låneporteføljer, at låneandelen i DKK og EUR tilsammen skal udgøre mindst 50% af den samlede låneportefølje. Denne beslutning kan dog omgøres af samme bestyrelser i fald, at omstændighederne vurderes opportune. Men for øjeblikket er risikorammerne i låneporteføljerne kraftigt formindskede.

1 PENGEMARKEDSRENTER 1 MÅNED



Kilde: Bloomberg

- 1) Med mindre man tvivler på viljen eller evnen til at udføre og fastholde fastkurspolitikken. Det gør Formuepleje ikke.
- 2) Med "finansielle instrumenter" menes næsten udelukkende valutaoptioner. Fx at sælge optioner, hvor Formueplejeselskabernes samlede CHF-eksponering automatisk sænkes med 10%-point, hvis kursen på CHF faldt under 4,82. Salgsprisen på optionerne – i praksis Formueplejeselskabernes overskud da CHF forblev over 4,82 – er højere, jo lavere kursen på CHF er. Ulempen er, at gevinsten ved evt. yderligere dyk i kursen på CHF mistes.
- 3) SNB kommenterer ikke på markedsbevægelser, og det er dermed ikke absolut sikkert, at kursbevægelserne skyldtes intervention fra SNB.

Verden vågner

Effekten af de mange hjælpepakker er så småt ved at slå igennem. Vi tager temperaturen på verdensøkonomien.



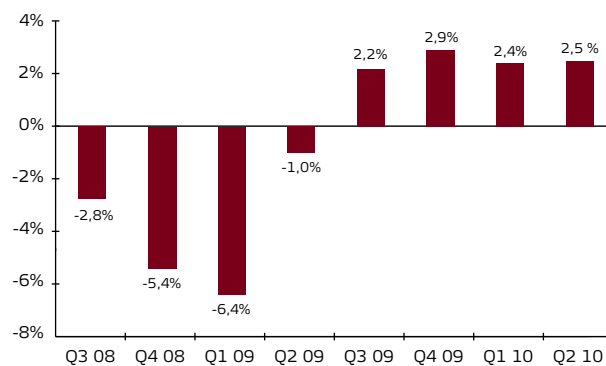


AF STEPHEN RAMMER, AKTIESTRATEG, FORMUEPLEJE A/S

Det skulle nu være sikkert og vist, at recessionen i USA ebber ud, og at verdens største økonomi kan påny se frem til vækst i BNP. Stigende eksport i forlængelse af den svækkede US-dollar og forventninger om et fortsat stort offentligt forbrug og investeringer ventes at være blandt de primære vækstdrivere. En stabilisering af boligmarkedet, stigende aktiemarkeder og højere opsparingskvoter kan på lidt længere sigt tilføre ny dynamik og være medvirkende til, at også privatforbruget retter sig.

De seneste indikatorer fra USA viser, hvordan effekten af de mange hjælpepakker så småt er ved at påvirke de centrale nøgletal positivt. Således ventes BNP for 3. kvartal at stige med ca. 3% (se figur 1) efter at have været nede med 6,4% i 1. kvartal i år.

1 UDVIKLINGEN I AMERIKANSK BNP VÆKST, KVARTALSTAL



Kilde: Bloomberg

Anatomien i et aktiemarked recovery

Anatomien i et recovery i aktiemarkedet bevæger sig typisk i 3 faser:

FASE I

Fase I er en likviditetsdrevet optur, som især initieres af den store pengeudpumpning og rentesænkninger fra centralbankerne. Forløbet starter typisk ved at tvangssalg fra gearede investeringer ebber ud, og short positioner lukkes ned gennem tilbagekøb af aktier. Kapitalmarkederne og især aktiemarkedet reagerer hurtigt og ofte ret positivt i denne initiale fase.

FASE II

Fase II er næste del af helingsprocessen, og den er en reel indtjeningsdrevet fase, hvor aktiekurserne drives frem af, at virksomhederne igen begynder at tjene penge. Det er overgangen til denne fase, vi befinder os i for nuværende. Katalysatoren er typisk et aftagende pres for at reducere varelagrene og senere absolutte stigninger i lagrene, der via multiplikatoreffekter tilfører økonomien fornyet momentum. Denne periode kan være af kortere eller længere varighed afhængig af, hvor hårdt et stød økonomien har været udsat for. I forløbet er det vigtigt, at forbrugerne så småt begynder at udvise købelyst, så virksomhederne ikke igen vælger at trække lagrene i bund. Fokus hos virksomhederne vil i overvejende grad være på omkostningsbesparelser, indtil forbrugeren genvinder den fulde tillid til, at det økonomiske opsving har bidt sig fast.

FASE III

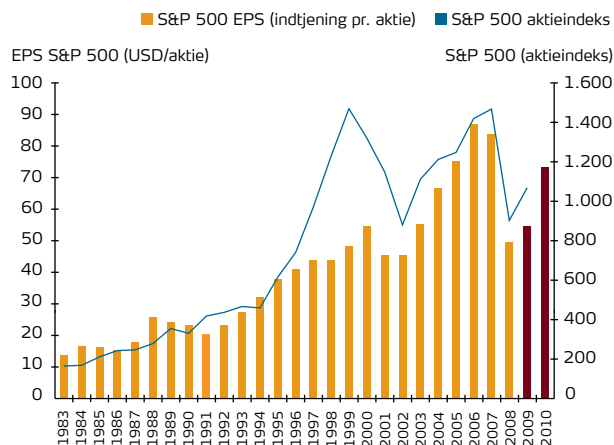
Fase III er den belåningsdrevet fase, som vi netop er kommet ud af, og som historien har vist, er den sidste og farligste del af opturen i aktiemarkedet.

Hvordan ser den aktuelle indtjenings-trend ud i virksomhederne?

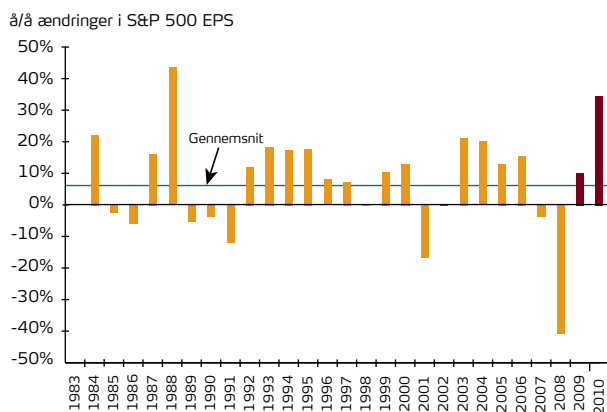
Potentialet i aktiemarkedet afhænger i høj grad af, hvor hurtigt virksomhederne genvinder deres indtjeningssevne samt værdiansættelsen af markedet. Sidstnævnte har været den væsentligste "driver" i aktiemarkedet de seneste 6 måneder, og kan nu vel nærmest siges at have normaliseret sig. Når værdiansættelsen alligevel kan tilføre markedet fornyet dynamik hænger det sammen med, at vi befinder os i den fase, hvor en skarp vending i indtjeningen typisk presser værdiansættelsen (f.eks. P/E) ned igen (ved at nævneren i P/E brøken "E" stiger). Historisk har værdiansættelsen ved indgangen til et indtjeningsrecovery ligget en del af over de historiske gennemsnit, hvilket altså ikke helt er tilfældet i øjeblikket.

Indtjeningen i S&P 500-selskaberne (de 500 største virksomheder på den amerikanske børs) tog et historisk stort dyk i 2008, som det fremgår af figur 2. Selv uden ekstraordinære store engangsnedskrivninger og hensættelser faldt resultatet tilbage til niveauet fra sidst i 1990'erne. Dermed var næsten 10 års uafbrudt resultatfremgang spist op på kort tid. Faldet i indtjeningen var i 2008 på hele 41% til 50 USD, hvilket overgik alle tidligere økonomiske tilbageslag siden depressionen i 30'erne. Den gennemsnitlige vækst i indtjeningen for S&P 500-selskaberne har de seneste 25 år ligget på knap 7% å/å, hvilket er næsten det dobbelte af den gennemsnitlige indtjeningsvækst i perioden 1913-2008. Negative EPS-vækstrater ligger normalt i intervallet 0 til minus 10% (se figur 3). Situationen i 2008 var dermed af helt ekstraordinær karakter.

2 INDTJENINGSTREND FOR S&P 500 SELSKABERNE OG Å/Å



3 VÆKST I IND TJENING FOR S&P 500 SELSKABERNE



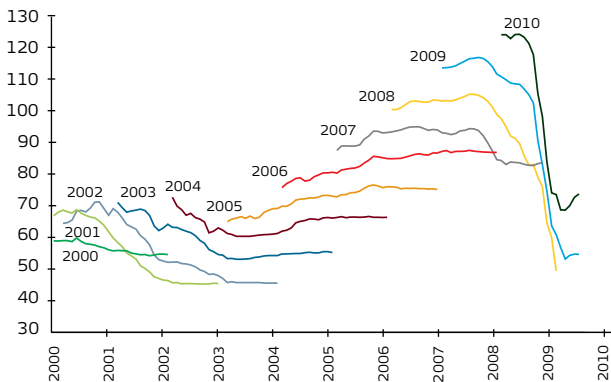
Kilde: Morgan Stanley

Analytikerne forventer til gengæld nu en fremgang i indtjeningen i 2009 til 54,6 USD svarende til +10% å/å og i 2010 en EPS på 73,5 USD svarende til en stigning på 35% å/å. Disse tal har dog svinget en hel del på det seneste, og som det fremgår af figur 3, har der været tale om historisk store nedjusteringer af estimerne de seneste måneder. 2009 og 2010 tallene er således nedjusteret med henholdsvis 52% og 41%, siden de første estimer blev udfærdiget i starten af 2007.

EPS-vækstraten for S&P 500-indekset i 2010 på 35% er den centrale retningspil for aktiemarkedet i øjeblikket. Vækstraten ligger et pænt stykke over de historiske niveauer på ca. 7% (jf. linien i figur 4) og er derfor genstand for nogen usikkerhed, selvom vi snart skriver 2010 og burde have en forbedret visibilitet.

4 UDVIKLINGEN I KONSENSUS – ESTIMATER

USD/aktie for S&P 500



Kilde: I/B/E/S og Morgan Stanley

En gennemgang af de foregående konjunkturcykler afslører dog, at tallet meget vel kan være realistisk. I de seneste 14 konjunkturcykler (se tabellen), har det gennemsnitlige løft i S&P 500-indtjeningen et år efter at bunden er nået, ligget på 36% - altså tæt på det samme tal som markedet p.t. opererer med. Spredningen er stor på grund af store udsving i starten af 1900-tallet, men senere ligger de fleste observationer i intervallet 10-40%.

Indtjenings- og afkastprofiler for konjunkturcykler i perioden 1900-2002.

EPS Top	EPS Bund	EPS Rebound (%)		Markeds Rebound (%)	
		1 år efter bund	2 år efter bund	1 år efter bund	2 år efter bund
Dec-09	Dec-14	69	194	29	33
Dec-16	Dec-21	138	238	37	26
Dec-29	Sep-38	31	74	121	113
Sep-41	Jun-46	71	122	54	59
Jun-51	Dec-52	5	16	42	59
Jun-56	Dec-58	18	13	31	44
Dec-59	Sep-61	15	30	33	56
Dec-66	Sep-67	11	20	33	42
Sep-69	Dec-70	17	37	44	60
Sep-74	Sep-75	30	55	38	67
Dec-81	Dec-82	21	43	58	62
Jun-86	Jun-87	41	66	21	57
Jun-89	Mar-92	14	43	29	36
Sep-00	Mar-02	22	49	34	44
Jun-09	Mar-09				
Historisk gns.		36	71	43	54

kilde: Goldman Sachs



Historiebøgerne afslører også, at indtjeningen i 2 år efter bunden er nået stiger med omkring 71%. Dette kunne alt andet lige indikere, at markedet fortsat har en del til gode.



Nedturen har i denne omgang været usædvanlig stor – og det er derfor ikke urimeligt at antage, at modreaktionen kan blive gennemsnitlig eller endda større. Vel er forbrugeren væsentligt mere forgældet denne gang end ved tidligere lejligheder, bankerne i dårlig forfatning, ledigheden stiger kraftigt og et stort fald i formueeffekterne spiller også ind. Til gengæld er både penge- og finanspolitiske tiltag af historisk omfang, ligesom emerging markets i stigende grad udgør en stabiliserende faktor. Historiebøgerne afslører også, at indtjeningen 2 år efter bunden er nået stiger med omkring 71%. Dette kunne alt andet lige indikere, at markedet fortsat har noget til gode.

Virksomhederne skærer ind til benet – potentialet er betydeligt

Usikkerheden omkring de nuværende indtjeningsudsigter i selskaberne er især knyttet til det svigtende salg og risikoen for et begyndende prispres i mange markeder.

Det er især den betydelige overkapacitet, som er oparbejdet igennem de senere år, der kan friste svage virksomheder til at konkurrere på prisen i stedet for at tilpasse kapaciteten til det aktuelle efterspørgselsniveau. Dette vil i første omgang ramme indtjeningsmarginalerne, men kan i yderste konsekvens også give anledning til en ny periode med deflationspres i økonomierne. Historisk har der været en relativ tæt sammenhæng mellem kapacitetsudnyttelsen og en lagget 15 måneders udvikling i CPI (consumer price index). Vores hovedscenarier er dog, at de begyndende tilpasninger i virksomhedernes produktionskapacitet vil accelerere yderligere i de kommende kvartaler og sammen med et fortsat pick-up i forbrugertilliden sikre, at et sådant scenarier i givet fald kun vil udspille sig kortvarigt.

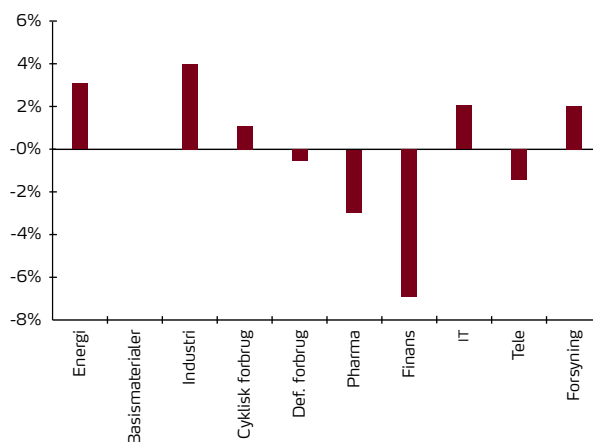
Fokus hos de fleste selskaber ligger nu på omkostningerne, som ledelsen selv kan styre. 10-15 års kraftig fremgang betyder, at mange virksomheder har fået meget fedt på kroppen, som nu skal skæres fra. Der ligger store besparelser og venter i kølvandet på den kraftige reduktion af medarbejderstaben. Ligeledes ser vi potentiale i mere effektiv sourcing, nedskæringer og hårdere prioriteringer inden for forskning og udvikling (F&U), opstramning af arbejdskapitalen (bl.a. mindre varelagre og nedbringelse af tilgodehavender), lavere investeringer og endelig en kritisk gennemgang af hele forretningsområder, som kan åbne op for lukning af urentable enheder, som måske har overlevet på krydssubsidiering fra andre velindtjenende områder.

A. P. Møller-Mærskes lukning af Lindøværftet er et godt eksempel herpå. Disse tiltag vil frigøre en hel del kapital, slanke balancen og betyde en lavere rentebyrde fremover. Vi ser mulighed for, at disse omkostningstiltag kan føre virksomhederne relativt sikkert igennem de nærmeste regnskabsår og skabe grobund for yderligere positive overraskelser, som det også har været tilfældet i 1. og 2. kvartal, hvor især teknologi- og materialeaktierne har overrasket positivt.

Sektoreksponering forbliver cyklisk

I lyset af ovenstående finder vi det fortsat rigtigt at bevare en cyklisk bias i vores aktieporteføljer. Den markante undervægtning af banksektoren består, mens materiale sektoren nu er løftet til neutral fra tidligere undervægt på bekostning af telekom. Vores fokus er fortsat på store selskaber, som er gældsfrie, har beskeden goodwill på balancen og et attraktivt frit cash-flow. Selskaber med operationel gearing står i stigende grad på investorerens ønskeliste, men vi er fortsat forsigtige med at påtage os for stor eksponering i denne type selskaber.


5 SEKTORVÆGTE I FORHOLD TIL MSCI WORLD



Vi ser langsigtet potentiale i emerging markets og råvarer

Kina har inden for den seneste tid indgået en lang række bilaterale handelsaftaler med andre emerging markets lande, som nu åbner op for, at den kinesiske valuta RMB, kan bruges som transaktionsvaluta. Vi tror, at denne udvikling og liberalisering af valutaen vil få stor betydning for væksten i det asiatiske område og BRIC landene i de nærmeste år fremover. Kina søger desuden i stigende grad at opbygge et effektivt banksystem, der tillige vil tillade landet at omstille sig mod mere indenlandsk drevet vækst, og samtidig supportere kinesiske virksomheder i ekspansionen uden for Kina.

Selvom emerging markets området har outperformat den vestlige verden igennem de seneste år og i det forløb noteret sig et mærkbart løft i værdiansættelsen af aktierne, ser vi fortsat store investeringsmæssige muligheder i disse lande på sigt. Den demografiske profil er særdeles tiltalende med en ung arbejdsstyrke, arbejdskraften fortsat billig, råvareintensiteten høj, valutaeserverne anseelige og ambitionerne om at spille en vigtigere og ansvarlig rolle i verdenssamfundet intakt. Kinas seneste succes - vedtagelse af store redningspakker - og evne til nærmest kirurgisk at styre den betydelige pengeudpumpning, gør indtryk. Vores fokus vil i den kommende tid blive drejet mere mod Asien i bestræbelserne på at kapitalisere yderligere på disse stærke trends.

A woman in a yellow shirt and white hairnet is focused on assembling a red toy car. She is using a white plastic component. In the background, another worker is visible, also working on a similar toy car. The setting appears to be a factory or assembly line.

Kina søger at opbygge et effektivt banksystem, der vil tillade landet at omstille sig mod mere indenlandsk drevet vækst, og samtidig supportere kinesiske virksomheder i ekspansionen uden for Kina.

Hvad kan vi bruge statistik til?



I kølvandet på finanskrisen er der skrevet og sagt meget om økonomiske prognoser, udfaldsrum og usikkerhed. Mange har sågar foreslået at forbyde prognoser i den finansielle sektor. Det er imidlertid meningsløst, da det svarer til at forbyde vejrudsigter, blot fordi der kommer en uforudset snestorm i april.

AF TORBEN VANG-LARSEN, DIREKTØR, FORMUERÅDGIVNING, FORMUEPLEJE A/S

På trods af den til tider tilsyneladende manglende pålidelighed og modellernes manglende forklaringsevne i specielle og atypiske situationen, er prognoser baseret på statisk og beregninger stadig det bedste, ja faktisk det eneste, den finansielle sektor kan byde på.

Statistik er ufarligt

– det er beslutningerne, der er farlige

Indledningsvis skal man huske på, at statistik jo blot er en samling af erfaring. Når man kan tillade sig at plantække havefester i juli og august, så skyldes det at man erfaringsmæssigt ved, at det som regel er godt vejr. Omvendt tager det sig ud i oktober. Det betyder ikke, at man ikke kan være heldig og have solskin og 20 grader. Men det er mere sandsynligt, at det er koldt og regner. Problemet er ikke statistikken, beregningerne og modellerne – nej, problemet er de konklusioner, beslutningstagerne kommer til. Problemet er, hvad man gør og undlader at gøre.

Når man skal lave en konstruktion, der skal anvendes i en uvis og usikker fremtid, så har man faktisk lidt af en udfordring. Der er, forenklet set, kun to metoder, når man skal lave noget nyt, der skal virke i en ukendt fremtid:

- 1) man har prøvet det før, og trækker derfor på sin erfaring
- 2) man laver en model og tester, hvordan modellen virker inden man starter.



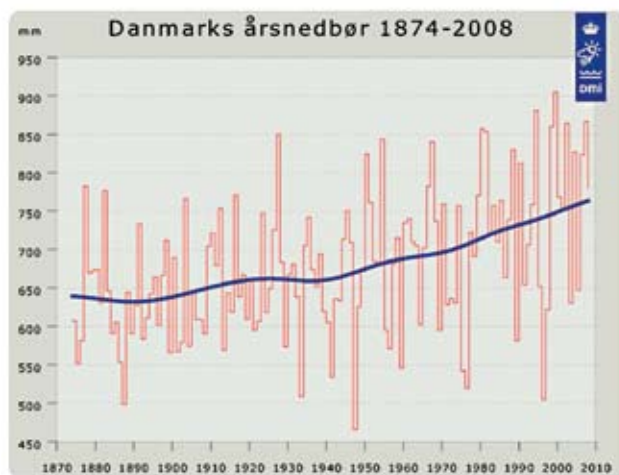
Det mest almindelige er selvsagt en kombination af begge. Dette gælder for broer, cykelarenaer og bygninger i det hele taget. Man har arkitekter og ingeniører til at regne ud, hvor meget og hvor længe konstruktionen kan holde. Men det er ingen garanti for, at konstruktionerne ikke ind imellem alligevel bryder sammen. Prøv at forestil jer at, vi skal bygge nye kloakker, der skal klare at lede regnvandet væk i de næste 100 år.

>>





Til en start vil man undersøge, hvor meget det regner. Man får oplyst, at det gennemsnitligt regner 750 mm om året og at den største nedbørs mængde, man har registret, var lige over 900 mm. Nu er kloakker jo investeringer i milliardklassen, hvorfor disse oplysninger selvsagt ikke kan stå alene. Man vil bede om at se tallene i figur 1;



Vi ser straks, at der er en tydelig tendens til, at nedbørsmængden stiger. Den er steget fra 650 til 750 mm. – en stigning på 15% på de godt 130 år. Hvis vi antager at udviklingen vil være den samme i de næste 100 år, så skal vi regne med en stigning på lidt over 11% på 100 år. Men når man kigger nærmere, så ser man, at nedbørsmængden næsten ikke steg de første 70 år – hele stigningen er kommet inden for de sidste 60 år. Hvis vi korrigerer for det, så

bliver vores forventning, at nedbørsmængden stiger med hele 25% i de næste 100 år. Men er det nu nok til, at danskerne kan undgå oversvømmede kældre med deraf følgende enorme skader? Den grundige analytiker vil nok forsøge at finde forklaringen på stigningen, for dermed at kunne udarbejde en mere nøjagtig prognose.

Vi kender jo problemet og ved, at det handler om global opvarmning og kommunerne i Danmark vil læne sig op ad klimaforskerne, når man skal bygge regnvandskloakker. Prognoserne fra forskerne siger, at nedbørsmængden vil stige med op til 40-50% inden 2050 – ret meget mere end de 11-25% vi først kiggede på.

Betyder det, at der ikke kan falde 1500 mm. allerede næste år? Nej, men det er ikke sandsynligt. Der er masser af vigtig viden gemt i statistik og modeller – de kan aldrig stå alene, og man skal passe på med pseudovidenskab. Når man skal tilrettelægge investeringsporteføljer, er udfordringen lige så stor, som når der bygges kloakker. Godt nok skal konstruktionen ikke holde i 100 år, men til gengæld indeholder porteføljerne dusinvis af forskellige risici.

Når Formueplejeselskabernes afkast faldt så langt ud af udfaldsrummet, som det faktisk gjorde i 2008, skyldes det ikke, at modellerne ikke holdt, eller for den sags skyld havde forudsagt, at det kunne ske. Sandsynligheden var blot minimal – 2008 var oversvømmelsen på de finansielle markeder, det sker heldigvis meget sjældent, men konsekvenserne er store. Vi bliver ofte spurgt om, hvad vi har lært af finanskrisen. Det kan der være mange svar på, men rent statistisk er svaret "intet". Statistisk set er resultatet i 2008 blot endnu en observation i rækken. Vi skal fortsat primært satse på den teori, der trods krisen har skabt Danmarks måske bedste investeringsresultater i mere end 20 år og dernæst af århundredes erfaringer – ikke af de sidste 12-24 måneder.

Læs også Formuemagasinet her:

HOTELLER:

Ballen Badehotel

Bogense Hotel

Bredal Kro

Brobyværk Kro

Color Hotel Skagen

Det Lille Hotel, Ærøskøbing

Havreholm Slot

Hellerup Parkhotel

Hotel Bretagne, Hornbæk

Hotel Ebeltoft Strand

Hotel Europa

Hotel Fjordgården

Hotel Hornbækhus

Hotel Kong Arthur

Hotel Kronprinds Frederik

Hotel Lunderskov

Hotel Maribo Søpark

Hotel Sct. Thomas

Hotel Strandtangen

Hotel Svedskegyden, Samsø

Hotel Svendborg

Hotel Sønderborg Garni

Hotel Viking

Hotel Villa Strand, Hornbæk

Hotel Vissenbjerg Storkro

Lind Hotel

Lundeborg Hotel & Café

Løndal Østerskov

Marielund, Skagen

Nørre Vinkel Hotel & Golfcenter

Otterup Hotel

Radisson SAS, Silkeborg

Rold Storkro

Royal Oak, Rødding

Ry Park Hotel

Skjoldenæsholm Hotel & Conferencecenter

Skodsborg Kurhotel & Spa

Snaptun Færgegaard

Sophienberg Slot, Rungsted

Steensgaard Herregaardspension

GOLFKLUBBER:

Kolding Golf Club

Hedens Golfbane

Rungsted Golfklub

Ree Golf

Værløse Golfklub

Odense Golfklub

Esbjerg Golfklub

Silkeborg Golf

Falster Golf Klub

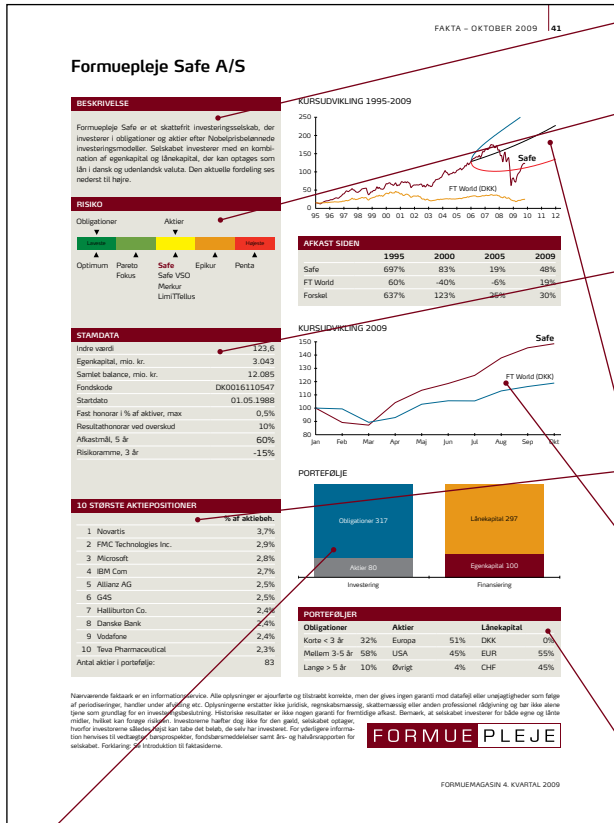
Hørsholm Golf

Golfklubben Hedeland

Proark Odense Eventyr Golf

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.



BESKRIVELSE
 Kort introduktion til selskabets investeringsstrategi.

RISIKO
 Indikerer selskabets placering på risikobarometeret i forhold til de øvrige Formueplejeselskaber og i forhold til risikoen på obligations- og aktiemarkedet.

STAMDATA
 Faktuelle oplysninger om selskabet. Afkastmål er selskabets forventede medianafkast under normale markedsforhold. Risikorange udtrykker det maksimale forventede formuetaf i selskabets indre værdi, der indtræffer med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

STØRSTE AKTIEPOSITIONER
 Viser antallet af aktier i porteføljen samt de ti største aktieinvesteringer med angivelse af den procentvise andel.

KURSUDVIKLING
 Figureerne viser udviklingen i selskabets indre værdi på både kort og lang sigt sammenholdt med udviklingen i det globale aktieindeks FT World eller det danske realkreditindeks (Optimum og Fokus). Tabellen viser afkast siden 1995, 2000, 2005 og 2009. For nye selskaber siden start.

PORTEFØLJER
Obligationer
 Fordeling på restløbetid i år udtrykt ved korrigeret varighed, der viser obligationers kursfølsomhed over for rentændringer. Korrigeret varighed viser, hvor meget kursen vil stige, hvis renten falder 1%-point og tager højde for, at obligationen kan blive udtrukket til kurs 100, hvis låntager vælger at indfri lånet før tid. En korrigeret varighed på 4 betyder, at kursen vil stige 4% hvis renten falder 1%-point.

Korte: Korrigeret varighed op til 3 år
 Mellem: Korrigeret varighed 3 – 5 år
 Lange: Korrigeret varighed over 5 år

Aktier
 Viser aktieinvesteringernes geografiske fordeling.

Lånekapital
 Viser lånekapitalens sammensætning på valutaer:
 DKK = danske kroner, EUR = euro, CHF = schweizerfranc.

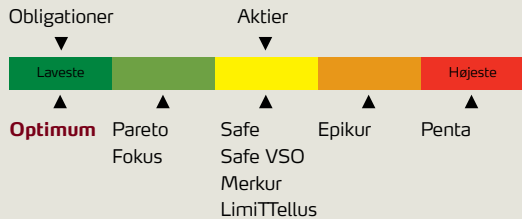
PORTEFØLJE
 Figuren viser sammensætningen af selskabets investering og finansiering. Egenkapitalen, som er aktionærens indskud, sættes altid til 100. I selskaber, der investerer for lånte midler anføres tillige, hvor stor lånekapitalen er i forhold til egenkapitalen.
 En lånekapital-værdi på 200 betyder, at selskabet optager lån på 200 kr. for hver 100 kr. aktionærerne skyder ind. Selskabets gearing kan da opgøres til 2, idet egenkapitalen geares 2 gange. Selskabets solvens kan opgøres som 100/300 = 33%. En aktie-værdi på 80 betyder, at 80% af egenkapitalen er investeret i aktier.

Formuepleje Optimum A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Optimum er et skattefrit investeringselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer udelukkende for egne midler.

RISIKO



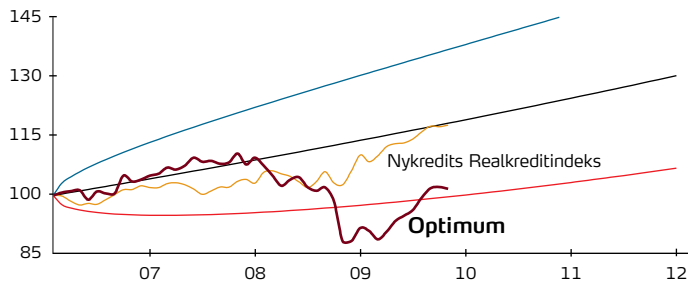
STAMDATA

Indre værdi	102,1
Egenkapital, mio. kr.	975
Samlet balance, mio. kr.	975
Fondskode	DK0060026680
Startdato	01.02.2006
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	25%
Risikoramme, 3 år	-5%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje LimiTellus A/S	18,6%
2 Danske Bank	3,4%
3 Allianz AG	3,0%
4 Microsoft Corp	2,7%
5 IBM	2,6%
6 FMC Technologies	2,6%
7 Teva Pharmaceutical	2,3%
8 G4S	2,3%
9 France Telecom	2,2%
10 Halliburton	2,2%
Antal aktier i portefølje: 69	

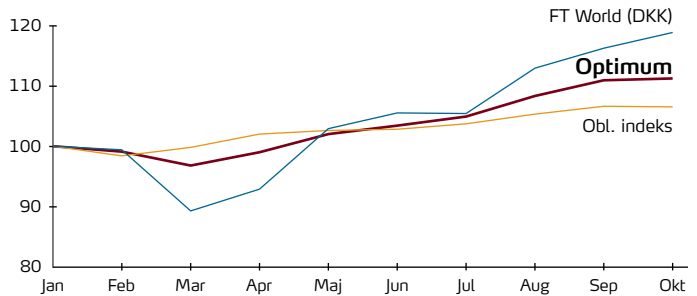
KURSUDVIKLING 2006-2009



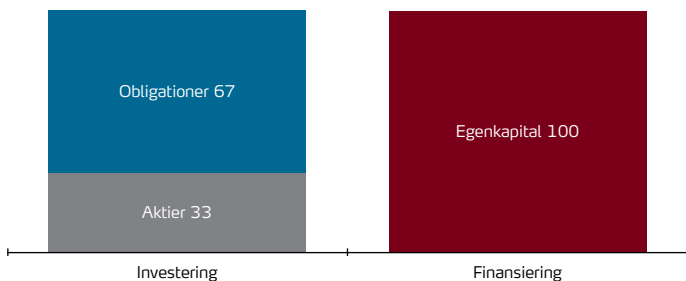
AFKAST SIDEN

	2006	2007	2008	2009
Optimum	2%	-3%	-6%	11%
NYK Obl.indeks	17%	15%	14%	6%
Forskel	-15%	-18%	-20%	5%

KURSUDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer		Aktier	
Korte < 3 år	24%	Europa	47%
Mellem 3-5 år	65%	USA	46%
Lange > 5 år	11%	Øvrigt	6%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

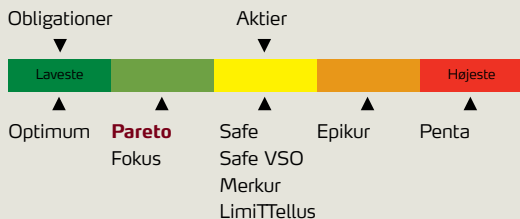
FORMUEPLEJE

Formuepleje Pareto A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Pareto er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

RISIKO



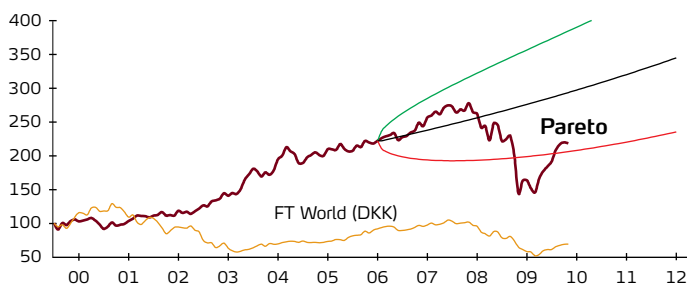
STAMDATA

Indre værdi	219,6
Egenkapital, mio. kr.	1.034
Samlet balance, mio. kr.	3.709
Fondskode	DK0016023494
Startdato	01.07.1999
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	45%
Risikoramme, 3 år	-10%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje Merkur A/S	7,4%
2 Formuepleje LimiTtellus A/S	3,4%
3 IBM	2,7%
4 FMC Technologies	2,6%
5 Microsoft	2,6%
6 Teva Pharmaceutical	2,4%
7 G4S	2,4%
8 Formuepleje Penta A/S	2,3%
9 Formuepleje Optimum A/S	2,3%
10 Halliburton Co.	2,2%
Antal aktier i portefølje:	78

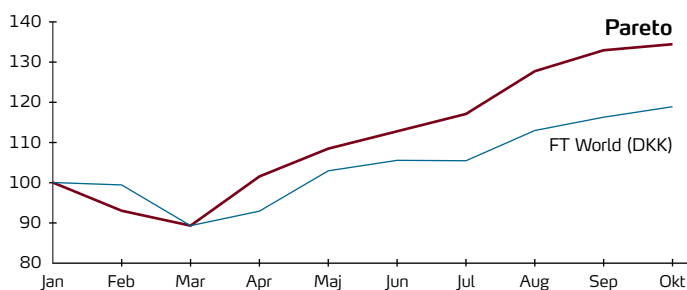
KURSUDVIKLING 1999-2009



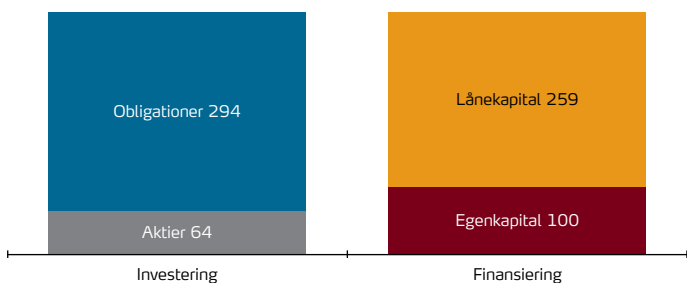
AFKAST SIDEN

	1999	2000	2005	2009
Pareto	120%	113%	5%	34%
FT World	-31%	-40%	-6%	19%
Forskel	151%	154%	11%	16%

KURSUDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer	Aktier	Lånekapital
Korte < 3 år	24%	Europa 45% DKK 0%
Mellem 3-5 år	65%	USA 46% EUR 53%
Lange > 5 år	11%	Øvrigt 8% CHF 47%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

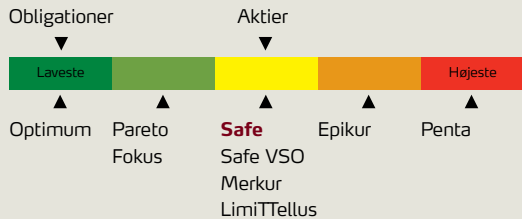
FORMUEPLEJE

Formuepleje Safe A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Safe er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

RISIKO



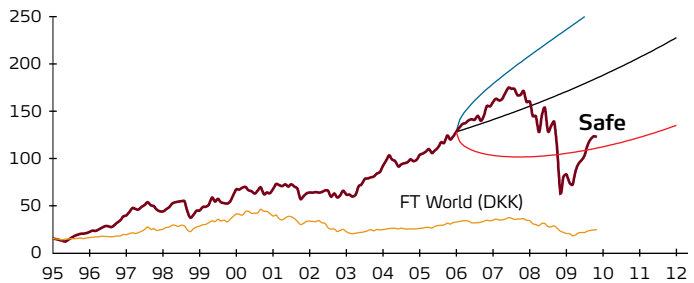
STAMDATA

Indre værdi	123,6
Egenkapital, mio. kr.	3.043
Samlet balance, mio. kr.	12.085
Fondskode	DK0016110547
Startdato	01.05.1988
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	60%
Risikoramme, 3 år	-15%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Novartis	3,7%
2 FMC Technologies Inc.	2,9%
3 Microsoft	2,8%
4 IBM Com	2,7%
5 Allianz AG	2,5%
6 G4S	2,5%
7 Halliburton Co.	2,4%
8 Danske Bank	2,4%
9 Vodafone	2,4%
10 Teva Pharmaceutical	2,3%
Antal aktier i portefølje: 83	

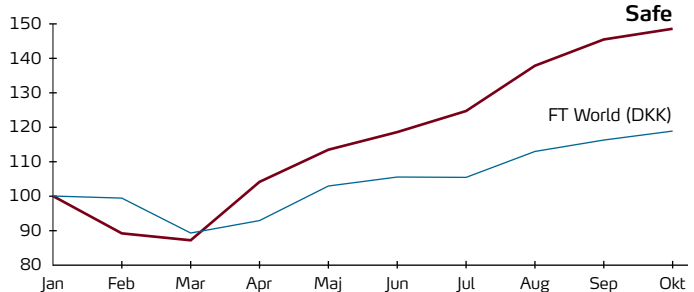
KURSDVIKLING 1995-2009



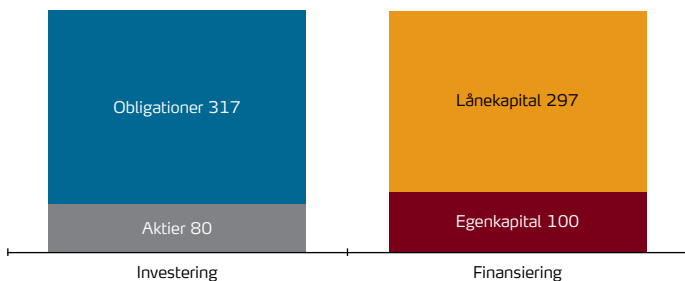
AFKAST SIDEN

	1995	2000	2005	2009
Safe	697%	83%	19%	48%
FT World	60%	-40%	-6%	19%
Forskel	637%	123%	25%	30%

KURSDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Korte < 3 år	32%	Europa	51%	DKK 0%
Mellem 3-5 år	58%	USA	45%	EUR 55%
Lange > 5 år	10%	Øvrigt	4%	CHF 45%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsårsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktaarkets siderne.

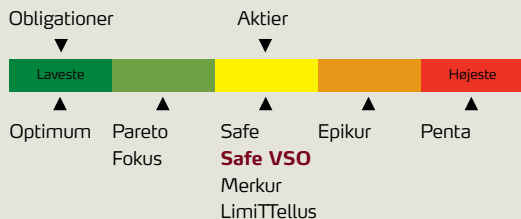


Formuepleje Safe VSO A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Safe VSO er et skattefrit investeringselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

RISIKO



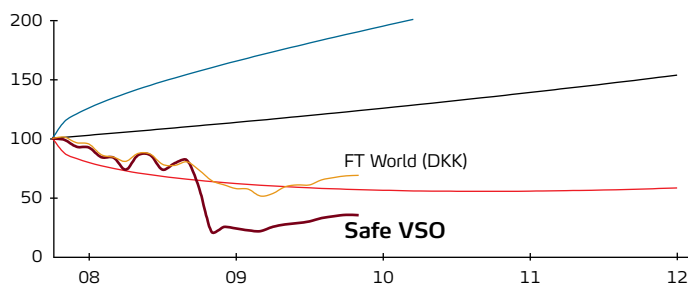
STAMDATA

Indre værdi	35,6
Egenkapital, mio. kr.	175
Samlet balance, mio. kr.	772
Fondskode	-
Startdato	01.10.2007
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	65%
Risikoramme, 3 år	-15%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 IBM	5,5%
2 Novartis	3,7%
3 Microsoft	3,5%
4 FMC Technologies Inc.	3,2%
5 Vodafone	2,9%
6 Danske Bank	2,9%
7 G4S	2,9%
8 Halliburton Co.	2,8%
9 Conocophillips	2,7%
10 Telenor ASA	2,4%
Antal aktier i portefølje:	63

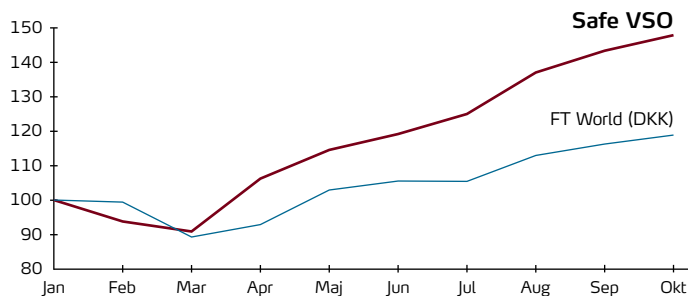
KURSUDVIKLING 2007-2009



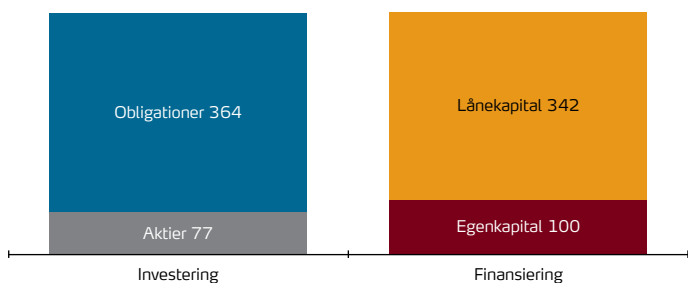
AFKAST SIDEN

	2007	2008	2009
Safe VSO	-64%	-61%	48%
FT World	-32%	-28%	19%
Forskel	-33%	-33%	29%

KURSUDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Korte < 3 år	40%	Europa 47%	DKK 0%
Mellem 3-5 år	60%	USA 50%	EUR 57%
Lange > 5 år	0%	Øvrigt 3%	CHF 43%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskaberne optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter samt årsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

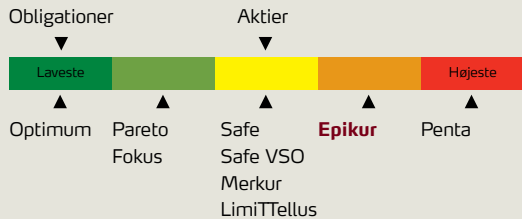
FORMUEPLEJE

Formuepleje Epikur A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Epikur er et skattefrit investeringselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

RISIKO



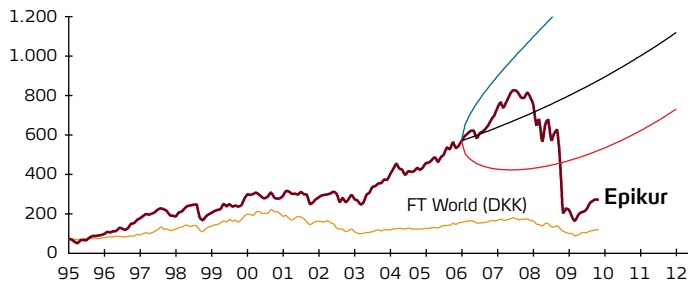
STAMDATA

Indre værdi	272,5
Egenkapital, mio. kr.	1.649
Samlet balance, mio. kr.	5.849
Fondskode	DK0016079288
Startdato	01.11.1991
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	75%
Risikoramme, 3 år	-20%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Allianz AG	3,4%
2 Novartis AG	3,3%
3 FMC Technologies Inc.	3,1%
4 Conocophillips	3,1%
5 IBM	2,8%
6 Hewlett-Packard Co.	2,7%
7 Aegon NV	2,7%
8 G4S	2,6%
9 Formuepleje Penta A/S	2,5%
10 France Telecom	2,5%
Antal aktier i portefølje: 73	

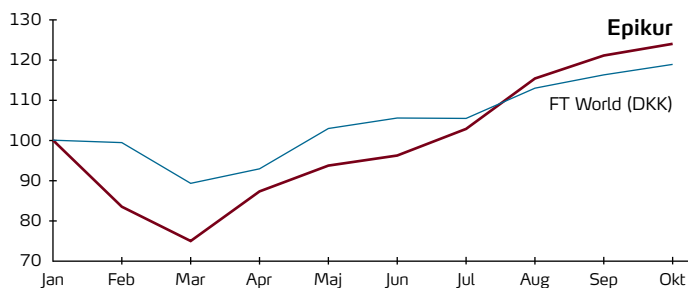
KURSUDVIKLING 1995-2009



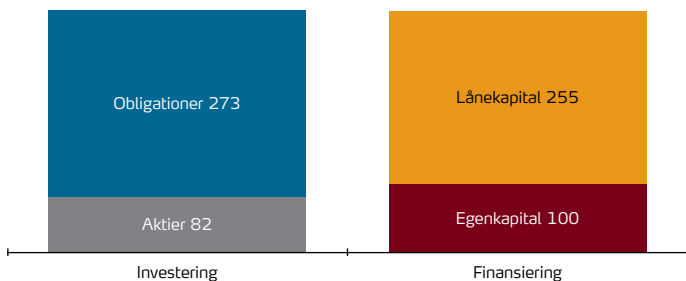
AFKAST SIDEN

	1995	2000	2005	2009
Epikur	269%	-9%	-40%	24%
FT World	60%	-40%	-6%	19%
Forskel	209%	32%	-34%	5%

KURSUDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Korte < 3 år	37%	Europa	48%	DKK 3%
Mellem 3-5 år	53%	USA	48%	EUR 50%
Lange > 5 år	11%	Øvrigt	5%	CHF 48%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsårsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktaarkene.

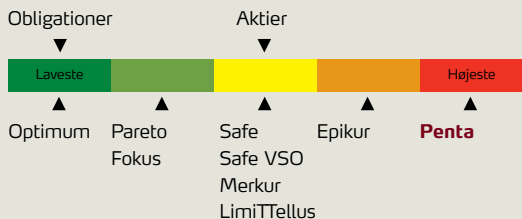


Formuepleje Penta A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Penta er et skattefrit investeringselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

RISIKO



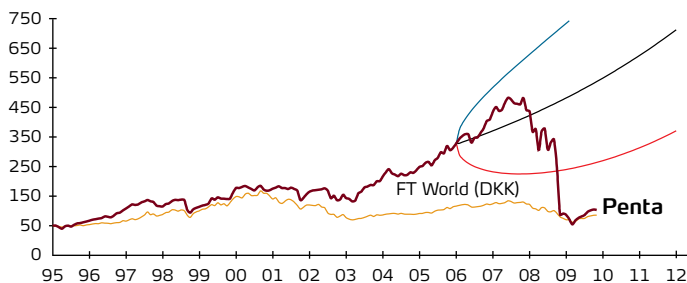
STAMDATA

Indre værdi	113,6
Egenkapital, mio. kr.	1.854
Balance incl. futures, mio. kr.	7.783
Fondskode	DK0016079361
Startdato	01.01.1994
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	90%
Risikoramme, 3 år	-25%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Novartis AG reg.	3,9%
2 Allianz SE	3,8%
3 IBM	3,6%
4 Microsoft Corp.	3,3%
5 FMC Technologies Inc	3,1%
6 France Telecom	2,9%
7 Danske Bank	2,8%
8 G4S	2,7%
9 Halliburton Co.	2,6%
10 Formuepleje Safe A/S	2,5%
Antal aktier i portefølje:	71

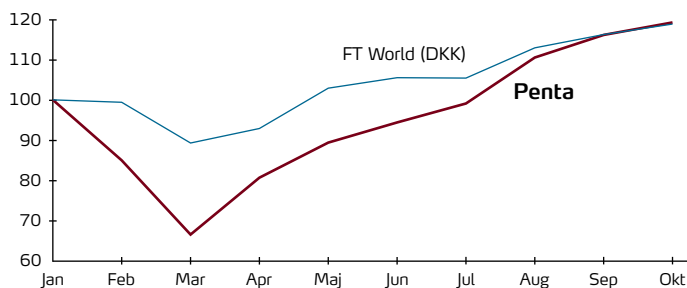
KURSUDVIKLING 1995-2009



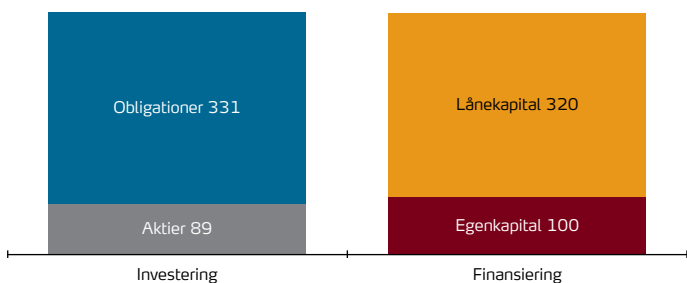
AFKAST SIDEN

	1995	2000	2005	2009
Penta	93%	-39%	-56%	19%
FT World	60%	-40%	-6%	19%
Forskel	33%	1%	-50%	0%

KURSUDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligations	Aktier	Lånekapital	
Korte < 3 år	35%	Europa 53%	DKK 0%
Mellem 3-5 år	57%	USA 42%	EUR 59%
Lange > 5 år	7%	Øvrigt 5%	CHF 41%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

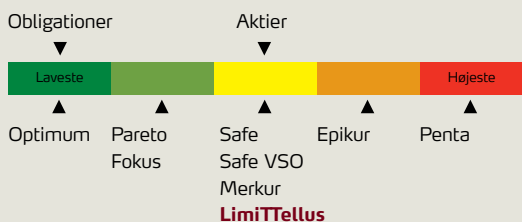
FORMUEPLEJE

Formuepleje LimiTellus A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje LimiTellus er et skattefrit investeringselskab, der investerer i globale børsnoterede aktier. Selskabet investerer udelukkende for egne midler.

RISIKO



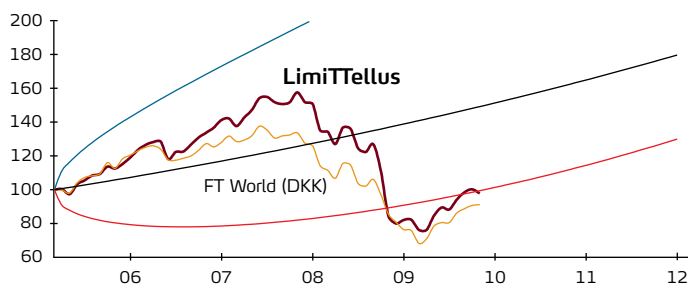
STAMDATA

Indre værdi	100,3
Egenkapital, mio. kr.	857
Såmlø balance, mio. kr.	857
Fondskode	DK0016310980
Startdato	01.03.2005
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	>FT World
Risikoramme, 3 år	-15%

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 FMC Technologies	3,3%
2 IBM	3,2%
3 Microsoft	2,8%
4 Teva Pharmaceutical	2,8%
5 Danske Bank	2,8%
6 G4S	2,7%
7 Halliburton Co.	2,6%
8 Allianz AG	2,5%
9 Novartis AG	2,4%
10 Aegon	1,9%
Antal aktier i portefølje:	75

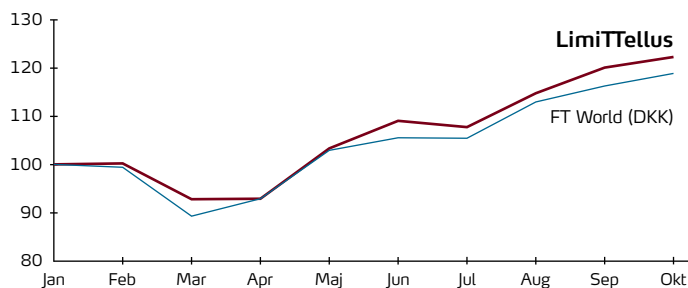
KURSUDVIKLING 2005-2009



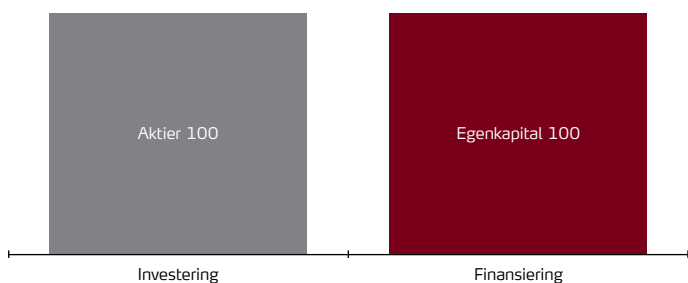
AFKAST SIDEN

	2005	2007	2009
LimiTtellus	0%	-29%	22%
FT World	-9%	-29%	19%
Forskel	10%	1%	3%

KURSUDVIKLING 2009



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	47%
USA	48%
Øvrigt	5%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

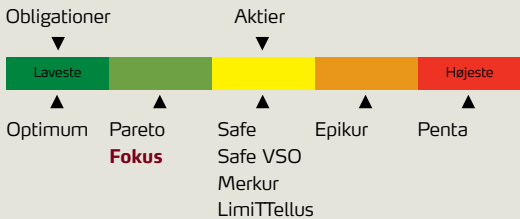
FORMUE PLEJE

Formuepleje Fokus A/S

BESKRIVELSE

Formuepleje Fokus er et skattefrit investeringselskab, der investerer i danske realkreditobligationer. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i danske kroner og euro. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre. Bestyrelsen har til hensigt at foreslå udbytte på 8 kr. pr. aktie.

RISIKO



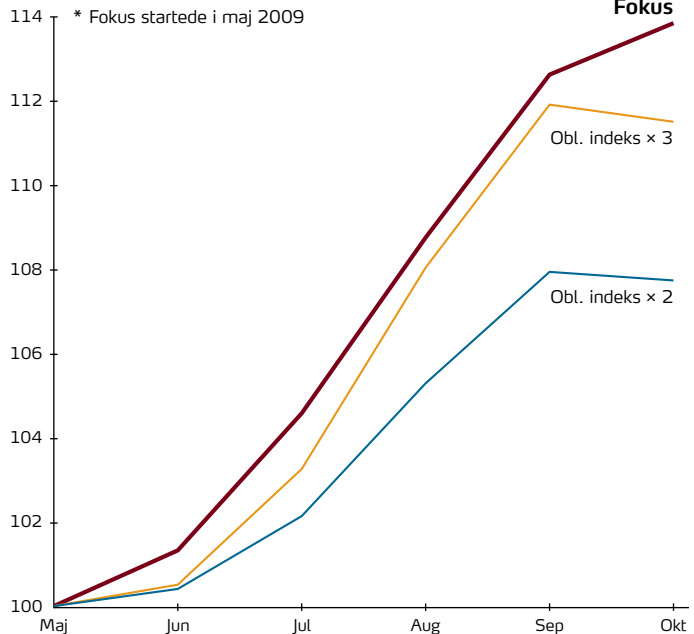
STAMDATA

Indre værdi	113,6
Egenkapital, mio. kr.	69
Samlet balance, mio. kr.	320
Fondskode	-
Startdato	01.05.2009
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	Min. 2 x NYK obl.
Forventet udbytte	8 kr. pr. aktie

10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 5% Realkredit DK OA 43D 2038	12,7%
2 5% Nykredit 3D 2038	12,1%
3 5% Nordea Kredit 2038	10,5%
4 4% Nykredit 12E B 2010	9,0%
5 4% Realkredit DK 2010	8,1%
6 6% Realkredit DK 23SS 2041	5,4%
7 6% NYK 2029	4,9%
8 6% RD 2029	4,8%
9 2,77% Realkredit DK 53D 2038	3,6%
10 6% BRFKredit 142B 2038	3,3%
Antal aktier i portefølje: 22	

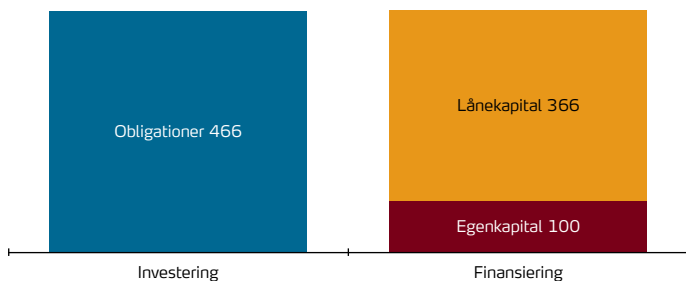
KURSUDVIKLING 2009 *



AFKAST SIDEN

	2009
Fokus	14%
2 x NYK Obl.indeks	8%
Forskel	6%

PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer	Lånekapital
Korte < 3 år	DKK 0%
Mellem 3-5 år	EUR 100%
Lange > 5 år	CHF 0%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

FORMUEPLEJE

UDGIVER:



Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C

Telefon 87 46 49 00, telefax 87 46 49 01,
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk

RÅDGIVNING OG FORMIDLING:



Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C
Plougs Gaard, Højbro Plads 21, 1200 København K

Telefon 87 46 49 00, telefax 87 46 49 01,
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk