

# FORMUE

26. ÅRGANG

02 // 2011



## Oliebyrden

Oliekriser i historisk perspektiv  
- og betydningen for økonomien

### EN UOPDAGET JUVEL?

Om potentialet i emerging markets

### SVÆR START PÅ 2011

Global vækst stadig på sporet

### DANSK REALKREDIT

- sikker investering trods udfordringer

# 1 måling er bedre end 1.000 meninger

I slutningen af februar bad vi de 8.000 modtagere af FORMUEnyt, vores elektroniske nyhedsbrev, om at svare på en række spørgsmål om Formueplejeselskaberne og Formuepleje A/S. Med flere end 650 besvarelser, hvorfor ca. halvdelen oven i købet var ledsaget af uddybende bemærkninger, har vi fået et enestående datamateriale, som kan hjælpe os med at skabe yderligere tilfredshed og tryghed hos selskabernes aktionærer.

Besvarelserne viser, at 70% samlet set er tilfredse. Og tilsvarende, at 30% ikke er det. Jeg vil ikke her gennemgå alle resultaterne af denne undersøgelse, men blot fremhæve et par centrale resultater. Jeg kan i øvrigt henvise til interviewet på side 12 med en aktionær, hvis svar i undersøgelsen ligger tæt på den typiske aktionær.

## RISIKO

Den typiske besvarelse giver udtryk for, at risikoen er høj i Formueplejeselskaberne, men er til gengæld i tvivl om, hvorvidt Formuepleje har styr på risikoen. At risikoen betragtes som høj i alle Formueplejeselskaberne er måske lidt overraskende, når man tænker på, at risikoniveauet i de forskellige selskaber går fra i Optimum at være væsentligt lavere end en ren aktieinvestering til i Penta at være højere end en ren aktieinvestering. Men det viser, at det fortsat er vigtigt løbende at informere om risiko og risikostyring. Dette er således også baggrunden for, at vi i denne udgave har valgt at tage et par artikler med, som dels giver Formueplejes bud på den aktuelle situation på de finansielle markeder, dels en artikel, som nærmere beskriver, hvordan Formuepleje overvåger og styrer risikoen.

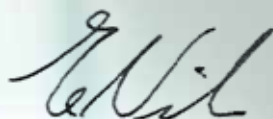
Selvom det nu er mere end to år siden aktiemarkedene den 9. marts 2009 vendte ovenpå finanskrisen, er der ingen tvivl om, at der hos investorerne er kommet meget mere fokus på risikoen, hvor det før finanskrisen ofte kun var afkastpotentialet, som var bestemmende for investeringsbeslutningen. Nogen vil mene, at pendulet har svinget fra grådighed til tryghed.

## LIKVIDITET

Undersøgelsen viser også, at et meget stort flertal er af den opfattelse, at det er meget let at købe og sælge aktier i Formueplejeselskaberne. Dette er et meget glædeligt resultat, som viser, at al den information, vi har givet om køb og salg af formueplejeaktier igennem det seneste år, har haft den ønskede virkning.

Vi vil fremover gentage denne undersøgelse for løbende at følge med i, om alle de tiltag, vi sætter i gang, nu også har den ønskede virkning; og det er klart, at efterhånden som vi får resultaterne, vil vi fortælle om dem i nyhedsbrev, på hjemmesiden og i dette magasin.

**”Før finanskrisen var det ofte kun afkastpotentialet, som var bestemmende for investeringsbeslutningen. Nogen vil mene, at pendulet har svinget fra grådighed til tryghed.”**



Esben Vibe, direktør, Formueplejeselskaberne

# FORMUE

Udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

## UDKOMMER

fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

## OPLAG

16.500 eksemplarer.

## MAGASINET'S 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 Esben Vibe (ansvarshavende)  
 Kommunikationschef Kristian R. Hansen  
 Kommunikationskoordinator  
 Marianne Halse  
 Journalist Jens Hansen  
 Grafisk design Hanne Skov  
 Offsettryk Zeuner Grafisk  
 Fotografer Christoffer Håkansson  
 Bo Petersen, Istockfoto, Polfoto  
 Forsidefoto: Istockfoto

## BIDRAGYDERE

Bestyrelsesformand  
 Carsten With Thygesen  
 Bestyrelsesformand  
 Jørn Nielsen  
 Adm. direktør Henry Høeg  
 Direktør Esben Vibe  
 Direktør Søren Astrup  
 Senior formueforvalter Jens Bruun  
 Formueforvalter Jens Rygaard  
 Formueforvalter Thomas Berngruber  
 Formueforvalter Erik Bech  
 Journalist Jens Hansen  
 Kommunikationschef Kristian R. Hansen  
 Kommunikationskoordinator  
 Marianne Halse

I tabeller kan afrunding medføre, at tallene ikke summer til totalen.

## 2. KVARTAL 2011 // 26. ÅRGANG

Redaktionen er afsluttet  
 12. april 2011  
 Faktasiderne er afsluttet  
 den 31. marts 2011



## ARTIKLER

- 02 //** Leder  
**04 //** Blik for markederne  
**08 //** Kunsten at vælge  
**12 //** Den typiske aktionær  
**14 //** Claus H.: Pendulet svinger mod lav risiko  
**16 //** "Det går jo godt..."  
**20 //** Oliebyrden  
**24 //** En uopdaget juvel?  
**26 //** Bestyrelsernes side  
**28 //** Dansk realkredit  
**32 //** Rundt om Formueplejeselskaberne  
**33 //** Sådan fungerer Formueplejeselskaberne  
**34 //** Markedsvurdering  
**39 //** De 10 største aktier  
**41 //** Formueplejeselskaberne på tværs

## FAKTASIDER

- 42 //** Introduktion til faktasiderne  
**43 //** Optimum  
**44 //** Pareto  
**45 //** Safe  
**46 //** Epikur  
**47 //** Penta  
**48 //** Merkur  
**49 //** LimiTtellus  
**50 //** Fokus  
**51 //** Formuepleje Invest Afdeling Globus

24



16



20





# Blik for markederne

Formueplejes team af formueforvaltere agerer globalt, og derfor holder de blikket fast rettet mod nyhedsstrømmene – døgnet rundt.

AF JENS HANSEN, JOURNALIST, FORMUEPLEJE A/S

De finansielle markeder holder kun fri to døgn hver uge. Fra søndag aften klokken 22 dansk tid, hvor børsen åbner i New Zealand, og fem døgn frem til de ringer med klokken i New York fredag aften, bliver der handlet konstant et eller andet sted på kloden. Formueplejes team af formueforvaltere agerer globalt. Derfor har de også et øje på markederne i alle deres vågne timer, og indimellem handler de faktisk på børserne i Asien, mens de sover.

”Det har altid været vores strategi at begrænse antallet af handler til et absolut minimum, da al erfaring viser, at hyppig handel over tid blot udhuler værdierne. Det betyder dog langt fra, at vi sidder med armene over kors og venter på at kurserne udvikler sig fordelagtigt. Vi følger hele tiden markederne tæt, dels for at spotte den attraktive handel før andre, men bestemt også for at tage de nødvendige forbehold, når der er optræk til uro,” forklarer direktør for formueforvaltningen, Søren Astrup.

At være opdateret på alle de forhold i verden, der kan påvirke kurserne, er omdrejningspunktet i en formueforvalters job. De skal hele tiden forsøge at skue frem i tiden og for at kunne gøre det på en kvalificeret måde, så er det nødvendigt at følge med konstant. Det betyder, at de i deres daglige arbejde læser bunter af analyser, udarbejdet af verdens største banker og organisationer som eksempelvis OECD, mens de samtidig følger den løbende nyhedsstrøm.

## NYHEDSNARKOMANI

De seks formueforvaltere har vidt forskellige vaner, når det handler om at holde sig orienteret om de finansielle markeder i det, der burde være deres fritid.

En bruger i høj grad danske internetsider og supplerer med amerikanske Financial Times' hjemmeside. En anden bruger hovedsageligt Bloomberg, der er finansverdenens hovedleverandør af både nyheder, kurser og historiske data, mens en tredje bare tjekker forskellige medier konstant, endda så ofte at det i perioder gør kæresten småsur. >>

# "Vi bruger udelukkende futures og optioner til at sikre os, når der er negative signaler i markederne."

På ét punkt er de dog alle fuldstændig ens; Udenfor den normale arbejdstid bliver stort set alle informationer hentet hjem på mobiletelefonen.

"Det giver en stor grad af frihed, at alle informationer er tilgængelige på mobiltelefonen. Jeg har eksempelvis adgang til præcis det samme udpluk af kurser og nyhedstjenester på min iPhone, som jeg bruger i mit daglige arbejde ved skrivebordet," fortæller formueforvalter, Erik Bech. Omkring 45% af Formueplejeselskabernes aktieporteføljer er investeret i amerikansk noterede aktier, og andre 10% i britisk noterede aktier. Det betyder, at der ikke bare er mulighed for tab og gevinst på aktiekursen, formueforvalterne skal også hele tiden forholde sig til valutakursen på amerikanske dollar og britiske pund, ellers risikerer stigninger i aktiekursen at blive udhulet af fald i den pågældende valuta.

## KØBER FORSIKRINGER

I perioder vælger formueforvalterne derfor at sikre sig mod fald i en given valutakurs. Det kan være fordi, der er overvejelser om at sælge en eller flere amerikanske aktier. Det kan skyldes usikkerhed omkring eksempelvis den britiske finanspolitik, som måske vil forårsage fald i prisen på engelske pund. Når formueforvalterne på den måde sikrer sig mod faldende kurser, så sker det gennem såkaldte futures og optioner. Det er kort fortalt en form for forsikring, hvor Formueplejeselskaberne i en bestemt periode, køber sig retten til at sælge en given valuta til en aftalt kurs.

"Vi bruger udelukkende futures og optioner til at sikre os, når vi ser negative signaler i markederne. Det er faktisk en grundlæggende del af Formueplejeselskabernes koncept, at vi ikke må bruge såkaldte finansielle instrumenter til at øge risikoen i vores investeringer, omvendt er de som forsikringer i høj grad med til at øge aktionærernes mulighed for et godt afkast," siger Søren Astrup.

Den løbende overvågning af markederne sker altså også i høj grad for at kunne sikre sig bedst muligt mod ubehagelige overraskelser. Når muligheden for at forsikre sig mod faldende kurser kun bruges i perioder, så er det fordi prisen på forsikringerne stiger væsentligt, når der er øget mulighed for store fald. Det er faktisk også muligt at forsikre sig mod fald på aktiemarkederne, og det har Formueplejeselskaberne også benyttet sig af. "Lige før nytår var prisen for at forsikre vores portefølje mod kursfald så lav, at det nærmest ville være dumt ikke at gøre det. De store fald udeblev i den periode, men var jordskælvet i Japan kommet dengang, eller var uroen i mellemøsten blusset op en måneds tid tidligere, så var vores investeringer i vid udstrækning gået fri af de fald, vi har set i slutningen af februar og starten af marts", konstaterer Søren Astrup og tilføjer, at prisen på en tilsvarende forsikring, på grund af blandt andet gældskrisen i Syd-europa, steg væsentligt i løbet af januar.

## NATARBEJDE

Hvis Formueplejeselskaberne skal handle aktier uden for europæisk åbningstid i f.eks Japan og Hong Kong, så sker det reelt, mens formueforvalterne drømmer deres søde drømme om uendelige kursstigninger. Derfor bliver handlen udført af en computer, hvor der indtastes en minimumskurs for aktien. Den computer er så snedigt programmeret, at den ikke bare sælger på minimumskursen, men hele tiden forsøger at opnå en kurs, der ligger over. På den måde bliver de pågældende aktier altså ikke solgt for billigt.

Formueforvalternes arbejde med at overvåge markederne er meget omskifteligt. I nogle perioder er det meget intenst, mens det i andre er meget overskueligt. De store skift sker som regel pludseligt og uden varsel, og netop derfor er det helt naturligt for formueforvalterne at holde sig tæt på globale nyhedsstrømme nærmest konstant.

*jens.hansen@formuepleje.dk*



## LÆS OGSÅ MAGASINET FORMUE HER:

### HOTELLER:

Ballen Badehotel

Bogense Hotel

Bredal Kro

Brobyværk Kro

Color Hotel Skagen

Comwell Kellers Park

Det Lille Hotel, Ærøskøbing

Havreholm Slot

Hellerup Parkhotel

Hotel Bretagne, Hornbæk

Hotel Ebeltoft Strand

Hotel Europa, Åbenrå

Hotel Fjordgården

Hotel Hornbækhus

Hotel Kong Arthur

Hotel Kronprinds Frederik

Hotel Lunderskov

Hotel Maribo Søpark

Hotel Nørre Vinkel

Hotel Sct. Thomas

Hotel Strandtangen

Hotel Svedskegyden, Samsø

Hotel Svendborg

Hotel Sønderborg Garni

Hotel VejleFjord

Hotel Viking

Hotel Villa Brinkly

Hotel Villa Strand, Hornbæk

Hotel Vissenbjerg Storkro

Lind Hotel

Lundeborg Hotel & Café

Løndal Østerskov

Marielund, Skagen

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

TRINITY Hotel & Conference Centre

### GOLFKLUBBER:

Kolding Golf Club

Hedens Golfbane

Lyngbygaard Golf

Rungsted Golfklub

Ree Golf

Værløse Golfklub

Odense Golfklub

Esbjerg Golfklub

Silkeborg Golf

Falster Golf Klub

Hørsholm Golf

Golfklubben Hedeland

Proark Odense Eventyr Golf

# Kunsten at vælge

Mange valgmuligheder påfører den enkelte større ansvar. Derfor kan mindre være bedre, når man tænker investeringsmuligheder og ønsker at træffe et valg med sikker hånd.

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



Udbuddet af investeringsprodukter er steget kraftigt igennem en årrække. Der er 306 afdelinger i danske investeringsforeninger. Dertil kommer udbud af produkter fra andre udbydere som for eksempel Formuepleje. Endelig kan danske investorer vælge mellem 200 børsnoterede aktier og 300 obligationer alene i Danmark over deres netbank. Globalt vil jeg undlade at forsøge regnestykket, men der er adgang til titusinder af fondskoder.

Vi er naturligvis alle enige om, at investorer som minimum skal have mulighed for:

- At vælge mellem at gøre det selv eller vælge mellem konkurrerende udbydere af investeringsløsninger.
- At der skal være adgang til løsninger med forskellige risikoniveauer fra lav til høj.
- At have adgang til forskellige løsninger med forskellige honorarstrukturer, herunder løsninger, hvor rådgiver ikke får uigennemskuelige tegningsprovisioner etc.

Men derfra og så til at udbydere tilbyder nicheprodukter, som har afdelinger i underholdningsaktier, særligt "grønne" aktier og andre meget smalle løsninger, er der langt.

## MINDRE ER MERE

Hvorfor ser vi det store udbud af afdelinger, som skitseret i fig. 1, og er det et gode for investorerne, at der er hele 306 afdelinger at vælge imellem? Står det til sociologen Barry Schwartz, professor ved Swarthmore College, USA, er det ikke et gode med de mange muligheder.



>>





## Opportunity cost er: Dårligt vejr hjemme i Danmark forøger udenlandsrejsens værdi

Barry Schwartz' ræsonnement er; Jovist er øget velfærd i vores vestlige terminologi forbundet med frihed, og frihed er forbundet med frihed til selv at vælge. Derfor er valgmuligheder godt og nogle valgmuligheder er bedre end ingen valgmuligheder.

Men Barry Schwartz anfører, at *mange* valgmuligheder ikke er bedre end *få* valgmuligheder, da det i længden reducerer den enkeltes tilfredshed. Hans betragtninger og analyser er primært foretaget i detailhandel, men han har også foretaget empiriske analyser på investeringsområdet.

Problemet med mange valgmuligheder er, at det læmmer forbrugeren/investoren. Han forklarer denne "lammelse" med, at når der er mange muligheder, så påtager den enkelte sig et større ansvar. Derved skabes en tendens til, at man ikke får truffet en beslutning. Paradokset er skitseret i fig. 2, der viser eksempel med amerikanske pensionsordninger og hvordan flere valgmuligheder resulterer i, at medarbejdere undlader at tage stilling til pensionsspørgsmålet.

### MANGE VALGMULIGHEDER HAR EN OMKOSTNING

Barry Schwartz fortsætter sit kritiske syn på valgmuligheder ved at fremhæve, at selv når investoren får truffet en beslutning, så indebærer mange valgmuligheder, at man bliver mindre tilfreds med det, man har besluttet efterfølgende. Det skyldes, at den såkaldte "opportunity cost" stiger, hvis der har været mange muligheder at vælge imellem. Man holder øje med det, man ikke har valgt og kan altid finde noget, der ville have været bedre end det valgte. Netop fordi man aldrig rammer 100% rigtigt, når der er dusinvis af valgmuligheder, man har forholdt sig til, vil der altid være noget, der gik bedre. Schwartz taler ligefrem om "choice overload", og om hvordan det at have for meget at vælge imellem kan få én til at stille spørgsmålstejn ved selve valget, førend det overhovedet er foretaget.



Lad os tage et eksempel, der spidder begrebet "opportunity cost": Ferien, der går til varmere himmelstrøg end de hjemlige. Hvis vejret i Danmark er elendigt, mens man er væk, stiger udenlandsrejsens værdi. Er vejret derimod godt, så falder værdien af den rejse, man er på: Man kunne måske ligeså godt være blevet hjemme?

Og hvordan var det så med de mange valgmuligheder for investorer på det danske marked? De mest åbenlyse fordele ved at have mange muligheder er skitseret ovenfor i starten af denne artikel, men jeg tillader mig at kaste et kritisk blik på det ekstremt store udbud af afdelinger som anført i fig. 1. For hvis skyld er det, at der er så mange afdelinger at vælge mellem? Er det bare et spørgsmål om at have mange produkter på hylden?

Det positive svar er naturligvis, at de mange afdelinger medfører, at investorenes behov og efterspørgsel efterkommes – det er godt for investorerne. Men produktudbudet har en ulempe ud over den psykologiske slagside, som Barry Schwartz anfører.

Hvis en udbyder har dusinvis af produkter at vælge imellem, medfører det, at der af simple statistiske årsager altid vil være et eller et par produkter, som har klaret sig godt i den periode, som der nu måtte fokuseres på. Det vil sige, at markedsføringsmaskinen kan blive en funktion af mange produkter, da der altid er noget, der ser fristende ud.

Så når De som investor præsenteres for et stærkt historisk afkast, bør De kritisk starte med at overveje, om produktet blot er fundet frem til lejligheden.

### VELKOMMEN TIL FORMUEPLEJE VALGET

I Formuepleje har vi gjort det enkelt. Selskaberne har forskellige risikoniveauer, som vi deklarerer med farver, alt efter om der er tale om lav, middel eller høj risiko. Det er den enkelte aktionærs risikoappetit, der afgør, hvad der er det rigtige investeringsvalg. Risikobarometeret i fig. 3 viser de enkelte selskabers placering i forhold til hinanden og i forhold til risikoen på obligations- og aktiemarkedet. Valget har vi gjort transparent.

FIGUR 1:

INVESTERINGSFORENING	ANTAL AFD.
Alfred Berg	14
Alm. Brand Invest	10
BankInvest	28
Carnegie	5
Danske Invest	67
Dexia Invest	5
Egns-Invest	20
Gudme Raaschou Invest	8
Handelsinvest	13
Jyske Invest	33
Lån og Spar Rationel Invest	10
Nordea Invest	45
Sparinvest	17
Sydinvest	31

Kilde: [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk). Opgjort pr. april 2011

FIGUR 2:

### Analyse af 1.000.000 amerikaneres pensionsvalg

1500 amerikanske virksomheders pensionsprogram er analyseret. Alt i alt omfatter analysen 1.000.000 ansatte. Signifikant var det:

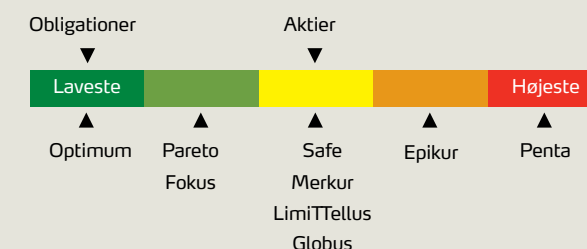
- Når virksomhederne øgede antallet af investeringsforeninger forbundet med pensionsprogrammerne, faldt tilslutningen.
- Hvis virksomhederne øgede antallet af løsninger med 10, faldt tilslutningen blandt medarbejderne med 2%.
- Virksomheder, som tilbød mange muligheder, havde altså markant lavere tilslutningsgrad til pensionsprogrammerne blandt medarbejderne.

Kilde: Barry Schwartz,

*The Paradox of Choice: Why More is Less*, Harper Perennial, 2004

FIGUR 3:

### Vores risikobarometer



## Se sociolog Barry Schwartz på YouTube

Et af indlæggene på Formueplejedagene i foråret 2011 behandlede den amerikanske sociologiprofessor Barry Schwartz' iagttagelser omkring menneskets adfærd i en verden med mange valgmuligheder. Barry Schwartz kan også opleves på nettet i

to tankevækkende og underholdende foredrag i hhv. en lang version på 64 minutter og en kortere version på 20 minutter.

[www.formuepleje.dk/barryschwartz](http://www.formuepleje.dk/barryschwartz)

## KUNDETILFREDSHED:

# Den typiske aktionær

Aktionærene er samlet set tilfredse, men usikre på om der er styr på risikoen.

AF KRISTIAN R. HANSEN, KOMMUNIKATIONSCHEF, FORMUEPLEJE A/S

En måling kan være bedre end 1000 meninger. Formuepleje har derfor gennemført en stor undersøgelse af aktionærernes tilfredshed. Vi er meget glade for de mange svar og kommentarer, og har tænkt os at agere på dem. Kort fortalt viser resultaterne, at 70% samlet set er tilfredse eller meget tilfredse. Samtidig er 30% enten utilfredse eller meget utilfredse.

### DEN TYPISKE AKTIONÆR

- Er samlet set tilfreds
- Kan lide Formueplejes måde at investere på
- Syner Formuepleje skaber gode resultater
- Syner Formuepleje har en høj risiko
- Kan ikke finde ud af om der er styr på risikoen
- Syner omkostningerne er rimelige
- Syner det er meget nemt at købe og sælge aktier
- Syner Formuepleje yder god rådgivning
- Syner Formuepleje afholder meget gode arrangementer
- Syner Formuepleje giver meget god information
- Syner Formuepleje er bedre end konkurrenterne
- Vil formentlig anbefale Formuepleje til familie, venner og bekendte

"Den typiske aktionær" er konstrueret ud fra det typiske svar (dvs. det svar der er flest af) på de enkelte spørgsmål i kundetilfredshedsundersøgelsen.

Magasinet FORMUE har mødt aktionæren Kurt Hansen, der er selvstændig konsulent og rådgiver virksomheder om effektivisering efter LEAN-princippet. Kurt Hansen svarer i undersøgelsen ret præcist som den typiske aktionær på de tolv spørgsmål.



### KURT HANSEN

Direktør, KHA Consult ApS  
Akademiingeniør, HD, CPIM  
53 år, bor i Århus.

KHA Consult ApS er et konsulentfirma med speciale i rådgivning indenfor produktionsoptimering, Lean, produktionsstrategi, logistik, IT og outsourcing. [www.khaconsult.dk](http://www.khaconsult.dk)



### DU ER OVERORDNET 'TILFREDS' MED FORMUEPLEJE. HVERKEN MERE ELLER MINDRE. VIL DU UDDYBE DET?

- Ja, jeg kan godt lide jeres tilgang til investering, hvor I går ind og analyserer virksomhedernes fundamentale forhold og vurderer det langsigtede potentiale. Mange andre formueforvaltere og banker tænker mere kortsigtet.

Og så må jeg sige, at jeg er glad for at jeg dengang i 2006 ikke lagde alle mine æg i én kurv. Jeg har aktier i flere Formueplejeselskaber, fra Pareto til Penta – og har også midler placeret andre steder. Derfor blev jeg ikke ramt så hårdt af nedturen i 2008. Det er klogt at sprede sin risiko, og det er jeg glad for, at jeg har gjort.



### DU SYNES FORMUEPLEJE HAR EN HØJ RISIKO. ER DEN OGSÅ FOR HØJ?

- Ja, i bakspejlet ville det jo have været rarere med en lavere risiko. Men jeg ved jo, at for at få et attraktivt afkast, må man løbe en vis risiko. Og jeg bilder mig ind, at jeg har sat mig så meget ind i investeringsmodellen, at jeg kan løbe en kalkuleret risiko – for en del af mine midler.



### DU ER HVERKEN ENIG ELLER UENIG I, AT FORMUEPLEJE HAR STYR PÅ RISIKOEN?

Under finanskrisen var der jo ingen, der havde styr på risikoen. Heller ikke Formuepleje, der blev ramt på både obligationer, aktier og valuta på én gang. Jeg kan ellers godt lide princippet om, at I spreder risikoen på flere typer papirer; men lige i dette statistiske tilfælde holdt det jo desværre ikke vand. Min undren går mere på, hvorfor var der ingen i hele verden, der kunne forudse finanskrisen?! Økonomer, politikere, ejendomsmæglere, bankfolk og formueforvaltere gik jo nærmest i selvsving i én eller anden eufori over, hvor godt det gik med globaliseringen. Og da det gik nedad, var Formuepleje ligeså håbløst naive optimister som alle de andre.



### DU VIL – FORMENTLIG – ANBEFALE FORMUEPLEJE TIL FAMILIE OG VENNER?

- Ja, det er jo et følsomt emne at anbefale andre, hvordan de skal investere deres sparepenge, så det holder jeg mig som regel fra. Men jeg fortæller da gerne om, at der faktisk findes nogle, som tør være anderledes end bankerne.



### HVIS DU SKAL GIVE FORMUEPLEJE ET GODT RÅD?

Kommunikér risikoen ekstremt tydeligt. Selv om det for menigmand er svært at forholde sig til alle de statistiske risikobegreber, så er det vigtigt at kunderne er opmærksomme på, at der er risiko ved al investering, og at nogle selskaber er mere risikable end andre. Afkast og risiko følges som regel ad, det er der ingen grund til at skjule. Personligt har jeg tjent godt på mine SAFE aktier; men jeg mistede over 50% på PENTA, der jo med al tydelighed viser en risiko! Når man er bevidst om risikoen, er det nemmere at tage en beslutning om, hvor stor en risiko, man vil løbe. Det gør det også lidt nemmere bagefter, hvis kurserne skulle falde.

### MENING OG MÅLING

Formueplejes medarbejdere er i løbende og tæt dialog med aktionærerne hele tiden – på to-mandshånd ved rådgivningsmøder, ved faglige arrangementer og Formueplejedage samt gennem artikler på hjemmeside, i nyhedsbrev og magasinet FORMUE. Og vi har minsandten fået tusindvis af menings-tilkendegivelser fra jer aktionærer gennem årene – breve, emails, telefonopkald og personligt når vi har mødtes. Og dem er vi taknemmelige for.

Alligevel syntes vi, at det var tid til at spørge aktionærerne på en struktureret måde, som er til at måle på. En mening er jo netop 'kun' en mening. Og én måling kan være bedre end 1000 meninger. Det er således også hensigten at gentage tilfredshedsundersøgelsen, så vi kan følge udviklingen i aktionærernes tilfredshed over tid.

### ÉT RELEVANT SPØRGSMÅL

Når man laver denne type undersøgelse, er det dybest set kun nødvendigt at stille ét spørgsmål: "Hvor tilfreds er du samlet set med Formuepleje?". Så det spurgte vi om som det første. Og resultaterne viser, at blandt de, der tager stilling til spørgsmålet er 70% enten tilfredse eller meget tilfredse mens 30% er enten utilfredse eller meget utilfredse. Vi er naturligvis glade for, at der er dobbelt så mange tilfredse som der er utilfredse aktionærer. Og vi er samtidig helt opmærksomme på, at en stor del af aktionærerne ikke i øjeblikket kan erklære sig tilfredse med Formuepleje. Det tager vi til efterretning og det evaluerer vi på.

*kristian.hansen@formuepleje.dk*

STIFTER CLAUS HOMMELHOFF:

# Pendulet svinger mod lav risiko

Uro i verden påvirker aktiemarkedet i første kvartal af 2011. Formuepleje er optaget af at minimere usikkerhedsmomenter.



## GODE RESULTATER

**Hvordan oplever kunder, plejen af deres formuer lige nu?**

Vi holder begge hænder på rattet, vi har stor likviditet i selskaberne, 100% euro-finansiering, defensive aktier i porteføljerne og vores formueforvaltere har fokus på taktisk styring af Asset Allocation og renterisiko. Resultaterne for 2010, hvor aktionærene kunne lægge 26% til børskurserne vidner om, at vi ved, hvad vi gør.

## TRYGHED

**Hvis tryghed i investering er det vigtigste, hvordan opnår man så det som investor?**

Aktionærer efterspørger lav risiko lige nu. Det er jo her Formuepleje dækker hele spektret; Formueplejeselskaberne er deklareret under fem farver fra grøn i Optimum, med lavest risiko, til rød i Penta, hvor den højeste risiko og den største lånefinansiering eller gearing befinder sig. Optimum, der har den laveste risiko, er velegnet til den forsigtige investor. Formuepleje Pareto, der ligeledes ligger i den forsigtige ende af risikobarometeret, har leveret et afkast, kun ganske få formueforvaltere kan matche. 1 mio. kroner investeret for 10 år siden er vokset til 2,5 mio. kroner ved indgangen til 2011 – det kan man med rette kalde for formuepleje.

## LAV RISIKO

**Når pendulet svinger mod ønsket om lavest mulige risiko, men investor stadig efterspørger godt afkast, er det så ikke svært at rådgive?**

Når der gennem livet er skabt en formue, som skal både bevares og øges – handler jeg i min rådgivning ud fra den rækkefølge. Man kan sige, at godt nok er vi ved at være i smult vand efter finanskrisen, men der er stadig dønninger, som gør, at vi er blevet mere forsigtige. Jeg anbefaler den forsigtige investor Optimum og Pareto, og understreger altid, at det gælder om at være investeret. Opvejningen af risiko er noget individuelt, men man skal være med i markedet for at høste det afkast, som må forventes at være i de kommende år.

## OVERVEJ STRUKTUR

**Hvor gør din rådgivning den store forskel lige nu?**

For øjeblikket er et af de steder, hvor jeg som rådgiver kan tilføje værdi, der hvor vi taler finansielle struktur. I mange tilfælde betyder skattereformen, at det ikke længere er fordelagtigt, at spare op via et selskab. Jeg kigger på, at skatten er optimeret og guider kunden til den rigtige løsning. Det er det, vi er her for; Formuepleje.

# Sådan bliver De aktionær

De kan med fordel blive aktionær i Formueplejeselskaberne.  
Vores specialister er behjælpelige med at forklare og uddybe konceptet.  
Det kan vise sig at blive den bedste tid, De har investeret.

Formueplejeselskaberne er aktieselskaber noterede på børsen - selskaber som omsættes frit. De kan købe aktier i Formueplejeselskaberne gennem Deres bank eller net-bank, ligesom alle andre børsnoterede aktier. Ved køb af aktier til en værdi af minimum 100.000 kr. kan De handle via Formuepleje A/S. Der beregnes ingen kurtage, men alene et notatgebyr, pt. på 250 kr. til Nordea Bank Danmark A/S. Formuepleje A/S har således ingen indtægter relateret til handlens gennemførelse, men yder denne aktionærservice ud fra ønsket om en nem, billig og effektiv handelsafvikling for vores kunder. Der er en permanent og vedtægtsbestemt indløsningsret, som en ekstra service og sikkerhed for aktionærene.

## BEVARE OG ØGE FORMUEN

Formuepleje tilbyder økonomisk rådgivning og sparring med udgangspunkt i en analyse af Deres aktuelle økonomiske situation – herunder en second opinion på aktuelle valg. Analysen munder ud i konkrete anvisninger på en optimal formuesammensætning.

Økonomi er komplekst og består af investering i fast ejendom, selskaber, virksomhedsordninger, pensioner og privat regi. De mange forskellige skattemiljøer giver ofte mulighed for at sammensætte investeringerne så hensigtsmæssigt, at resultatet efter skat forbedres væsentligt. De er naturligvis velkommen til at lade Deres revisor eller anden rådgiver deltage ved et uforbindende møde.

Kontakt os gerne for nærmere information på tlf. 87 46 49 00 eller læs mere på [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk).





# ”Det går jo godt...”

Hvordan skal man genoprette en økonomi for et folk, der ikke vil erkende krisen?

AF KRISTIAN R. HANSEN, KOMMUNIKATIONSCHEF, FORMUEPLEJE A/S

Danmark står overfor en økonomisk genopretning. Igen. Spørgsmålet, som kommer til at stå centralt i valgkampen, vil være om genopretningen skal ske efter en blå eller en rød plan? Om vi skal afskaffe efterlønnen eller arbejde tolv minutter mere? Fagøkonomer er stort set enige om, at ingen af delene rækker. Hvad værre er, at befolkningen tilsyneladende ikke erkender de udfordringer, dansk økonomi står overfor. Vi dykker i denne artikel ned i befolkningens krisebevidsthed og drager paralleller til forrige gang, Danmark stod overfor en økonomisk genopretning, i Schlüters Danmark: Med bare 30 års afstand kan fattigfirserne nemlig med politikerbriller syne som de gode gamle dage.

## SPØGELSESKRISEN

Den aktuelle krise er en underlig krise. En spøgelseskrise. Efter 70'ernes massive nedtur var det i begyndelsen af 80'erne for længst gået op for befolkningen, at landet var i krise. Og danskerne var indstillede på forandringer. Det kniber mere i dag, hvor der tales om spøgelseskrise – *phoney crisis* – med henvisning til det engelske udtryk fra perioden 1939-40, hvor krigen nok var i gang, men almindelige mennesker ikke rigtig mærkede til den. *Sitzkrieg* var tyskernes udtryk for det, der senere blev til *Blitzkrieg*.

Nu skal man passe på med historiske sammenligninger, men der er altså noget forlorent over denne finanskrisen, som mange, mange slet ikke mærker noget til. Eller næsten ikke. Står man ikke overfor at skulle sælge sit hus, frygter man ikke umiddelbart arbejdsløshed, og har man ikke investeret i aktier - ja, så mærker man stort set ikke krisen:

- 60% af befolkningen bor i ejerbolig, men kun et fåtal står jo overfor at skulle sælge. Langt de fleste af disse vil i øvrigt stadig opleve, at huset er mere værd end da de købte det - omend ikke så meget som da priserne toppede i 3. kvartal 2006. I klemme kommer naturligvis de, der har købt hus indenfor de sidste par år, og som er tvunget til





at sælge. Og de, der var blevet forvænte med løbende at optage nye forbrugslån i forventning om uendeligt stigende huspriser.

- Arbejdsløsheden er steget til noget, der ligner 5% af arbejdsstyrken, måske lidt mere. Det betyder, at 95% beholder deres job – og arbejdsstyrken omfatter efterhånden kun godt halvdelen af befolkningen. Langt de fleste mærker ikke arbejdsløsheden – men frygten er der naturligvis for nogle.
- Kun et lille mindretal af befolkningen – er det 20%? – investerer direkte i aktier. Og en stor del af disse kun for en mindre del af deres samlede formue. Langt de fleste almindelige lønmodtagere har deres opsparing placeret i ejerbolig samt i en pensionskasse i deres ansættelsesforhold – sidstnævnte har de fleste mennesker kun megen lille interesse og indsigt i – og afkastudviklingen følger oftest et udjævnende gennemsnitsprincip, så udsvingene er ikke store. I klemme er naturligvis det lille mindretal, der har investeret store dele af formuen direkte i aktier eller ligefrem lånt penge til at investere for.

Nogle få er ramt hårdt på eet eller flere af disse områder - og al respekt for, at de har det svært. Men store grupper i samfundet mærker ikke finanskrisen i dagligdagen. 2,5 mio. står

udenfor arbejdsstyrken, og 1 mio. er offentligt ansatte - disse grupper er kun i meget ringe omfang truet af arbejdsløshed eller reallønsænkninger. Læg dertil en stor del af de privatansatte, der har pensionen bundet i en af fagbevægelsens pensionskasser. En stor del af befolkningen har ligefrem oplevet fremgang og øgede forbrugsmuligheder: Med

regeringens ekspansive finanspolitik med store underskud på finansloven har mange af de i forvejen kun mildt ramte danskere fået glæde af SP-pengene, renoveringspuljen og ikke mindst skattelettelser fra 2010.

Er der så noget at bekymre sig over? Ja, det er der naturligvis. For hvis vi ikke får vendt udviklingen,

kommer også offentligt ansatte, pensionister og andet godtfolk til at mærke krisen. Spørgsmålet er, om vi kan forbruge os ud af krisen, som nationalbanken opfordrer til.

I dag har den gennemsnitlige dansker fortsat flere penge mellem hænderne og flere velfærdsydelse end nogensinde. Men selv om EU har henstillet til Danmark at konsolidere økonomien, ser danskerne fortsat lyst på både familiens og landets økonomiske udsigter. Og selv om fx de offentlige udgifter i dag er større end nogensinde, oplever mange borgere 'velfærdsforringelser'. Der er således ikke stor forståelse for fx offentlige besparelser, og det greb indgår i øvrigt slet ikke i politikernes vokabularium. *Perception is reality* siger englænderne; det oplevede bliver til virkelighed for borgeren.

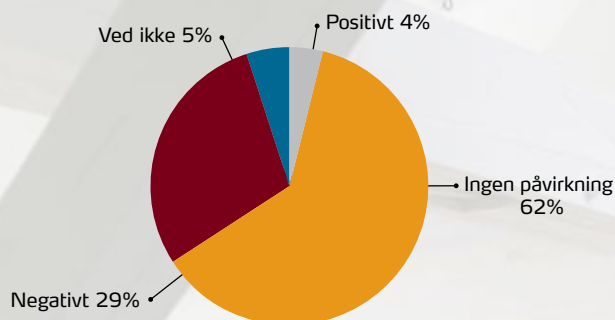
&gt;&gt;

### Hvis vi ikke får vendt udviklingen, kommer også offentligt ansatte, pensionister og andet godtfolk til at mærke krisen.

### KRISEBEVIDSTHEDSMÅLING

En metode til at måle krisebevidsthed på er at se på forbrugerforventningerne. Danmarks Statistik spørger hver måned et udsnit af befolkningen om fx deres syn på Danmarks økonomi det kommende år. Her viser tallene en score på -46 i 1980, -30 i 1982, -20 i 2008 - og plus 10 i dag. Tilsvarende viser en helt ny undersøgelse, at to ud af tre danskere ikke er negativt økonomisk påvirket af finanskrisen. Firserudtrykket "vi kører mod afgrunden, men på 1. klasse" - passer måske bedre i dag?

### Er din husstand samlet set blevet økonomisk påvirket positivt eller negativt af finanskrisen?



Kilde: Analyse Danmark for Ugebladet A4, april 2011

### GENOPRETNING I DAG

Den aktuelle økonomiske krise har sit afsæt i den finansielle krise, der kulminerede i 2008 med efterfølgende offentlig gældskrise. VK-regeringen har gennemført, hvad den kalder første del af en økonomisk genopretning med ekspansive finanslove samt aftalen med Dansk Folkeparti i maj 2010, der konsoliderer dansk økonomi med 24 mia. kr. og således imødekommer henstillingen fra EU's finansministre. Og forude venter næste del: Regeringen har offentliggjort udspillet "Vi kan jo ikke låne os til bedre velfærd", der vil aftrappe efterlønnen over 20 år. Socialdemokratiet og Socialistisk Folkeparti har tilsvarende spillet ud med "Fair Løsning", hvor et af hovedelementerne er at sætte arbejdstiden op med 12 minutter om dagen. Det er i skrivende stund uafklaret, om anden del af genopretningen bliver gennemført før eller efter valget. Under alle omstændigheder skal de store linjer udvikles og præsenteres – af såvel regering som opposition – før et valg. At forestille sig den store hammer falder umiddelbart EFTER et valg, er ovenpå Nyrops efterlønslofte i 1998 utænkeligt. Men et uanmeldt kasseeftersyn og 'den seneste udvikling' kan jo gøre drastiske indgreb 'nødvendige' for en ny eller genvalgt regering.

### GENOPRETNING ANNO 1982

Schlüters Danmark 1982-1993 er et tidsbillede af en verden før globalisering og internet. Før terror- og klimatrusler. Men med atomtrussel og terrorbalance, AIDS og arbejdsløshed, krise og kartoffelkur. Dengang verdens ledere hed Reagan, Gorbatsjov, Thatcher, Mitterand og Kohl. Længe før Kina, Indien og Mellemøsten begyndte at røre på sig. Allerede nu, på 20-30 års afstand, kan Schlüters Danmark ligne de gode gamle dage. Poul Schlüter blev statsminister i Firkloverregeringen, da Anker Jørgensen gik af uden valg i september 1982. Forud var gået et decennium med oliekrise og det største økonomiske tilbageslag siden 30'erne. Schlüter gjorde som enhver ny leder; han foretog et uanmeldt kasseeftersyn, hvor økonomien nok ikke kom til at fremstå gunstigere, end den i virkeligheden var. På sådan en baggrund er det alt andet lige lettere at skabe resultater.

Banen blev kridtet op: Renten var 20%, inflationen 10%, arbejdsløsheden 12%, betalingsbalancen minus 19 mia. kr. og statsgælden galopperede. Samtidig blev der spekuleret stærkt mod kronen i vakuummet fra Ankers bebudede afgang til den nye regerings tiltrædelse. Der var således brug for akut handling: Poul Schlüter og Henning Christophersen gik de berømte skridt over til Erik Hoffmeyer i nationalbanken og lagde kronen fast. Helt fast. Den efterfølgende meddelelse til offentligheden lød lakonisk: "I anledning af den uro, der er opstået på valutamarkedene i forbindelse med regeringens tilbagetræden, ønsker vi at oplyse, at en devaluering ikke indgår eller vil indgå i udformningen af den økonomiske politik, der vil blive fremlagt af den nye regering". Efter den melding erklærede regeringen arbejdsro frem til

Folketingets åbning i oktober. Åbningstalen bød på en skrap økonomisk kur, 11 lovforslag – og samtidig et håb om at det måtte blive "lettere at være dansker". Firkløveret lagde hårdt fra start med en økonomisk genopretningsplan, der gjorde op med årtiers tabuer som fastlåsning af valutakursen, afskaffelse af den automatiske dyrtidsregulering og stop for væksten i det offentlige forbrug. Og resultaterne viste sig – ufatteligt - hurtigt. Underskuddet på statens budget faldt, betalingsbalancen blev bedret, lønstigningerne mindsket og dermed lykkedes det at tæmme inflationen. En bivirkning ved dette var dog at reallønnen steg, hvilket fik det private forbrug og importen til at stige. Resultat: Rekordstort betalingsbalanceunderskud og efterfølgende kartoffelkur i 1986. Her må det indføres, at regeringen blev velsignet af stærk medvind båret af et internationalt opsving, som igen havde afsætt i store amerikanske militæruddgifter og andre stimuli. Økonomer har senere polemisk sagt, at Schlüter høstede, hvor Anker såede – og tilsvarende, at Nyrup høstede Schlüters frø, da Danmark stod i en ny krise et tiår senere. Men det er en anden historie.

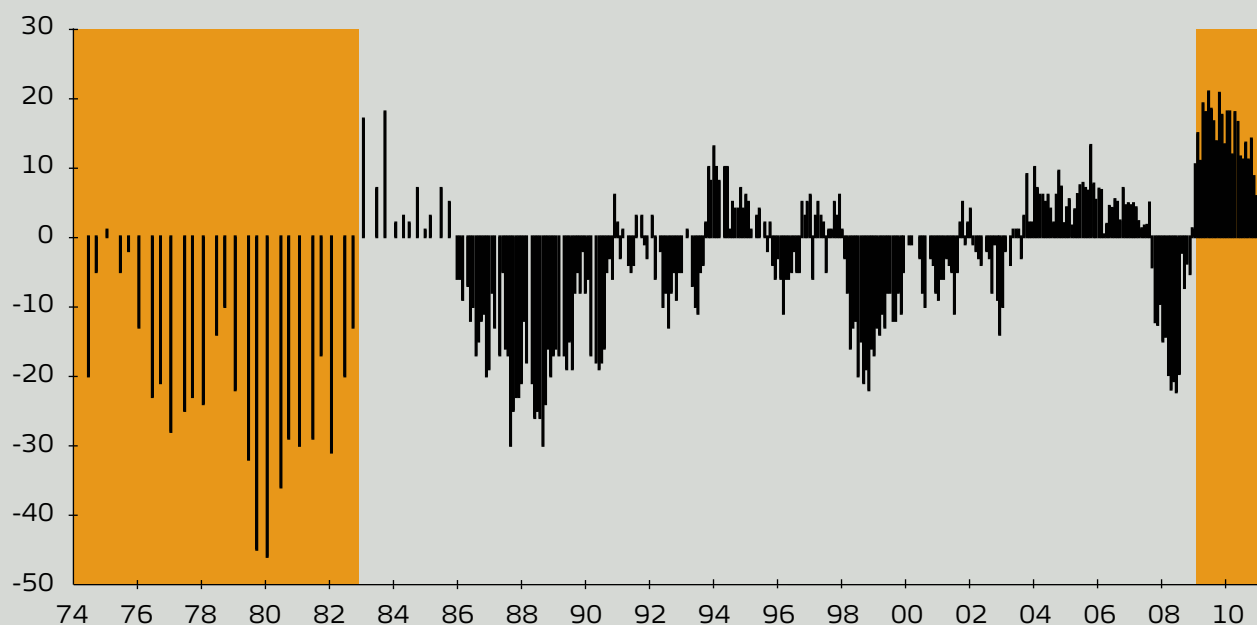
## FORSKELLE OG LIGHEDER

At sammenligne dybden i to kriser med 30 års mellemrum kan være som at sammenligne dybden af Marianergraven og kærlighedens dybde. For selv om historien gentager sig, kan vi ikke blot slå op i historiebøgerne for at finde svar på dagens udfordringer. Og selv om der i begge tilfælde er tale om dyb økonomisk krise, er situationen i dag fundamentalt anderledes end i 1982. En af de store politiske forskelle er, at Schlüter fik magten forærende.

Anker gik jo selv, og der var mere end tre år til næste valg. Schlüter havde således arbejdsro til at gennemføre de nødvendige reformer. En anden forskel er sildestimens gang i folkehavet. I 1982 var der en krisebevidsthed, som dagens realpolitikere kun kan drømme om. Det må alt andet lige være nemmere at gennemføre offentlige besparelser, eller på nydansk 'den nødvendige politik', når vælgerne er bevidste om rigets almindelige tilstand.

*Kristian.Hansen@formuepleje.dk*

## KRISEBEVIDSTHED



Figuren viser udviklingen i befolkningens forventninger til Danmarks økonomiske situation om et år i forhold til i dag. Positive værdier viser positive forventninger, og vice versa. Danmarks Statistik interviewer hver måned et repræsentativt udsnit af befolkningen og opgør den såkaldte forbrugertillidsindikator.

I den seneste opgørelse fra marts 2011 skriver Danmarks Statistik: "Forbrugerne forventer, at både familiens og Danmarks økonomiske situation vil være bedre om et år, end den er i dag". Kilde: Danmarks Statistik. [www.dst.dk/fti](http://www.dst.dk/fti)

# Oliebyrden

Oliekriser i et historisk perspektiv  
– og betydningen for økonomien

AF JENS BRUUN, SENIOR FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S



Den seneste tids uro i Nordafrika og Mellemøsten er en klar påmindelse om, at verden er stærkt afhængig af olie fra politisk ustabile lande. Olieprisen er steget til det højeste niveau i to et halvt år, og nåede medio april op over 126, \$ pr. tønde Brent olie, hvilket betyder, at olieprisen siden årsskiftet er steget med mere end 30 \$/tønde eller godt 30%.

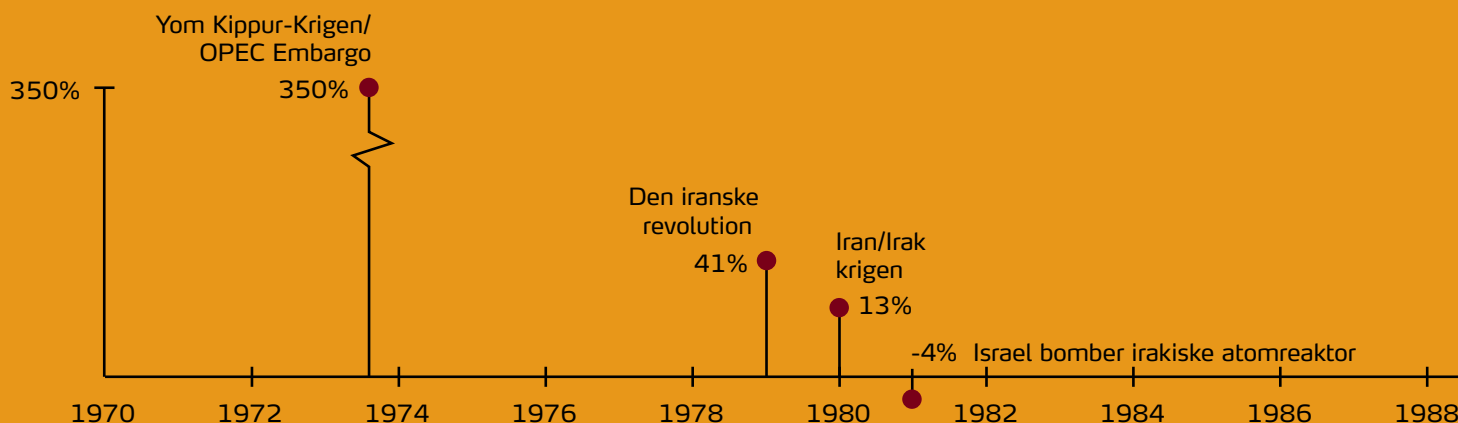
Olieprisen startede allerede sin himmelflugt medio januar, som følge af de relativt fredsomme- lige demonstrationer, der startede i Tunesien og spredte sig til Egypten, og som i begge tilfælde førte til et ledelsesmæssigt magtskifte. Den seneste tids stigning er sket på baggrund af urolighederne i Libyen, der truer med at afbryde eksporten af olie fra den niendestørste producent i OPEC. Samtidig stiger usikkerheden i takt med, at risikoen for at urolighederne spredte sig til olieproducerende lande som Algeriet, Iran, Irak og Saudi-Arabien. En midlertidig eller en længerevarende produktionsafbrydelse kan afstedkomme

en efterspørgselsklemme i markedet og presse olieprisen markant op fra det nuværende niveau til skade for den globale økonomi. Men selv ved en uændret oliepris vil det have en marginal negativ påvirkning. Hvor stor påvirkningsgraden er, skal der, med baggrund i erfaringerne fra oliekriserne i 1970'erne og andre senere kriser på oliemarkedet, gives et bud på i det efterfølgende.

## DE MEST ALMINDELIGE ENERGIKRISER

En energikrise er betegnelsen for enhver større mangelsituation i leveringen af energi til et land. Dette kan tage form af, at energi ikke findes, eller at voldsomme prisstigninger gør, at energi ikke kan fremskaffes til alle formål. Følgevirkningen af en energikrise har ofte store konsekvenser for konjunkturudviklingen, og kan afstedkomme egentlige recessioner. De mest almindelige energikriser er sammenfaldende med vigtigheden af de mest almindelige energiformer.

## 1 OLIEPRISSTIGNING 6 MÅNEDER EFTER EN KRISE





## Bilfrie søndage gav modvind på motorvejen

Eftersom knap 85% af verdens energiforbrug dækkes med fossile brændstoffer – olie, kul og naturgas - er de mest almindelige energikriser også kriser i leveringen af fossile brændstoffer.

**OLIEKRISER** er den mest almindelige form for energikrise i nyere tid, hvilket der er en række grunde til:

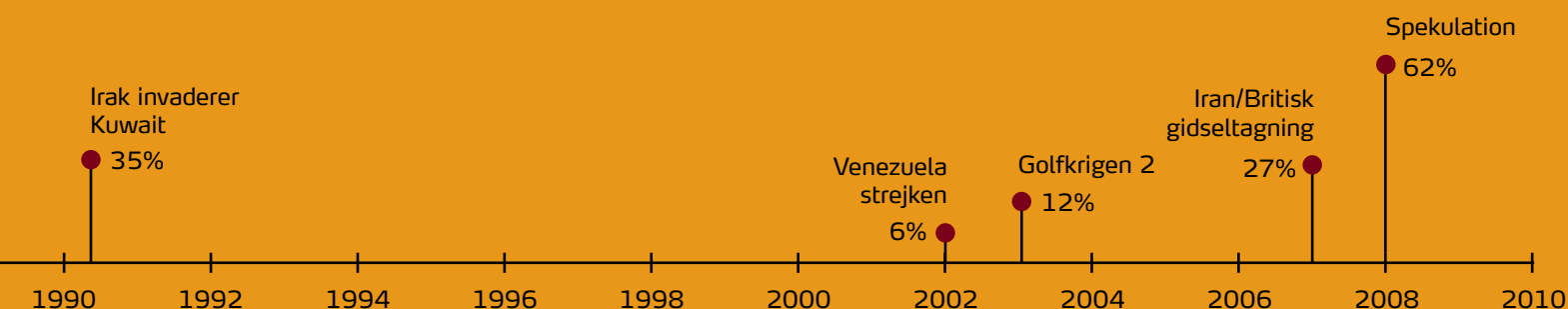
- For det første er olie i dag det absolut vigtigste brændstof til transport. På verdensplan udgør oliebaserede produkter dvs. benzin, diesel, flybrændstof m.m. omkring 90% af den anvendte energi til transport.
- For det andet er verdens olieproduktion koncentreret i afgrænsede geografiske områder. Således udgør produktionen i Mellemøsten knap 30% af den globale produktion af olie, og området råder over omkring 2/3 af verdens oliereserver. Netop disse to faktorer var stærkt medvirkende til oliekriserne i 1973 og 1979.

Oliekrisen i 1973 medførte et fald i den globale olieproduktion på godt 5% i perioden mellem 1974 og 1975. Faldet i produktionen medførte prisstigninger på olie på 300%, hvilket afstedkom den alvorligste økonomiske krise siden 2. Verdenskrig og en langvarig recession, der først sluttede i 1975. Udviklingen afspejler, at verden i 1973 ikke havde mange alternativer til olien fra Mellemøsten.

Oliekrisen i 1973 havde sit udspring i den krig, der den 6. oktober 1973 udbrød i Mellemøsten mellem Israel på den ene side og Egypten samt Syrien på den anden. Krigen sluttede den 26. oktober 1973, men OPEC vedtog allerede den 17. oktober 1973 at skære ned på olieproduktion og iværksætte en olieboycot overfor de vestlige lande, der støttede Israel under krigen. Boykotten blev først ophævet i marts 1974.

Oliekrisen i 1979 medførte ligeledes et markant fald i olieproduktionen og igen steg olieprisen betydeligt. De globale økonomier oplevede endnu en gang en langvarig recession, der sluttede i 1982, men den havde i forhold til 1973 i mindre grad alvorlige økonomiske konsekvenser. Dette skyldtes især, at man havde fundet store mængder olie udenfor de arabiske lande (blandt andet i Nordsøen).

&gt;&gt;



Krisen i 1979 havde sit udgangspunkt i de politiske uroligheder, der fandt sted i Iran i sidste halvdel af 1978. Uroligheder der førte til, at shahen af Iran blev væltet, hvorefter Den islamiske revolution senere banede vejen for et præstestyre ledet af Ayatollah Khomeini.

I januar 2008 bevirkede finansiel spekulation, at olieprisen for første gang rundede de 100 \$/tønne og toppede i det historiske niveau på 147 \$/tønne i juli 2008. Den markante prisstigning var stærkt medvirkende til den efterfølgende globale recession og finanskrise.

**KULKRISE** har historisk set været knyttet til et enkelt land, hvilket bl.a. skyldes, at:

- Afhængigheden af kul er mere begrænset end afhængigheden af olie. Kuls andel af energiforbruget er på verdensplan faldet fra omkring 60% i 1947 til godt 25% i 2010, og de negative konsekvenser af mangel på kul kan dermed i høj grad løses ved alternative energiformer
- Producenter af kul er ikke i samme grad som ved olie koncentreret i et begrænset geografisk område.

Især i Storbritannien har der i nyere tid været en lang række kriser, som først og fremmest har været en konsekvens af en stærk fagforening, der ved flere lejligheder har kunnet igangsætte strejker over hele landet. Derudover har det været af afgørende betydning, at Storbritannien har været selvforsynende med kul, og derfor ikke har importeret kul løbende. Det har derfor drejet sig om meget store mængder kul, man pludselig har manglet i forbindelse med kulminearbejdernes strejker.

De seneste strejker i nyere tid, der alle har fundet sted i Storbritannien og medført kriser af større eller mindre betydning, fandt sted i 1972 (varede i 7 uger), 1974 (varede i 4 uger) og 1984 (varede knapt et år).

**GASKRISE** adskiller sig fra kul- og oliekrise ved, at der ikke reelt eksisterer et verdensmarked for gas - naturgas kan kun vanskeligt transporteres over lange afstande. Normalt kræver transport af naturgas rørledninger, og hvis der ikke findes rørledninger, kræver transporten, at gassen afkøles til sin væskeform og transporteres i specialdesignede transportenheder. De omkostninger, der er forbundet hermed gør, at prisen på naturgas i Europa og prisen på naturgas i USA ikke er gensidigt afhængige.

Allerede i 1992-1993 var der afbræk i leverancen af gas til Vesteuropa, hvilket fik store europæiske energivirksomheder til at etablere sig i Kiev for at være bedre forberedte. Den nok mest kendte gaskrise er fra januar 2009, hvor Rusland stoppede for leverancen af gas til Ukraine. Baggrunden var uenighed vedrørende afregningsprisen på gas.

## KONSEKVENSER AF EN ENERGIKRISE

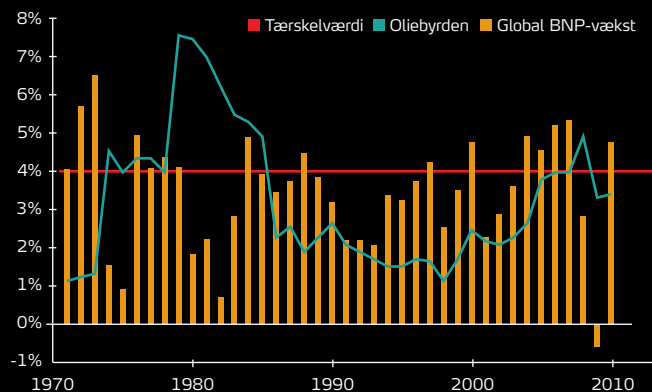
Konsekvenserne af en energikrise står i relation til, hvor stor afhængigheden af den pågældende energiform er, om der findes alternative energiformer i tilstrækkeligt omfang og ikke mindst de omkostningsmæssige konsekvenser heraf. Sidst men ikke mindst, skal det tidsmæssige perspektiv inddrages. Hvis der er tale om, at en mangelsituation er opstået pludseligt og hurtigt vil kunne afhjælpes, vil konsekvenserne alt andet lige blive mindre end, hvis der er tale om en længevarende krise.

Som eksempel på ovennævnte kan nævnes orkanen Rita, der i 2005 huserede i Den Mexicanske Golf og som medførte skader på flere raffinaderier. Skaderne blev dog hurtigt udbedret, og de væsentligste konsekvenser kunne afværges ved at åbne for strategiske reserver i USA og EU.

Figur 1 opsummerer nogle af de vigtigste begivenheder i relation til oliemarkedet og effekten heraf på olieprisen siden Energikrisen 1973. Som det ses havde oliekriseerne i 1973 og 1979 stor betydning på prisdannelsen på oliemarkedet, men også andre begivenheder havde en mærkbar indflydelse, som fx da Irak i august 1990 invaderede Kuwait og var med til at udløse den første Golfkrig.

Oliebyrden angiver den andel, et land anvender på olie ud af den samlede økonomiske produktion (BNP). Jo højere oliebyrden er, jo mere sårbar er det pågældende land overfor olieprishok. Som det ses af figur 2 vil en oliebyrde på 4% eller mere være en trussel mod den økonomiske vækst, hvilket var tilfældet i både 1973, 1979 og 2008, hvor den økonomiske vækst blev mærkbart negativt påvirket. Ved udgangen af 2010 var den samlede oliebyrde på 3,4%, og med den seneste tids oliestigning er man i det område, hvor man må påregne en negativ påvirkning på den samlede økonomiske aktivitet, såfremt olieprisen holder sig på det nuværende niveau.

2 DEN GLOBALE VÆKST OG OLIEBYRDEN



Kilde: IMF, IEA, og Morgan Stanley

Oliebyrden er defineret som (Global efterspørgsel efter olie x Prisen for en tønne Brent) i forhold til Den Globale BNP-vækst.

I figur 3 er vist effekten af en permanent 10% stigning i olieprisen på BNP-væksten og inflationen. Beregningerne, er forbundet med nogen usikkerhed, men antager, at et chok i priserne vil påvirke BNP-væksten negativt med 0,1%-point i både USA og i EU-landene det første år. Efter to år vil væksten være negativt påvirket med 0,2%-point i USA og 0,1%-point i EU. Den større effekt i USA skyldes landets større afhængighed af olie.

### 3 FORVENTEDE EFFEKT AF EN PERMANENT STIGNING I OLIEPRISEN PÅ 10%

	År 1	År 2
<b>USA</b>		
BNP vækst, %-point	-0,1	-0,2
Inflationen, %-point	0,2	0,1
<b>EU</b>		
BNP vækst, %-point	-0,1	-0,1
Inflationen, %-point	0,2	0,1

Kilde: OECD Economic Outlook 2008

Såfremt olieprisen holder sig på det aktuelle niveau på omkring 126 \$/tønne Brent vil effekten af denne 30%'s stigning med udgangspunkt i IMF's forventninger fra januar 2011 sammenfattende betyde, at BNP-væksten i USA og EU bliver på henholdsvis 2,7% (3,0%) og 1,4% (1,7%) i 2011 og på henholdsvis 2,1% (2,7%) og 1,7% (2,0%), hvor tallene i parentes angiver vækstforventningerne før de seneste prisstigningerne.

#### FORMUEPLEJES ENERGI AKTIER

Beholdningen af energiaktier i vores portefølje har nydt godt af behovet for olie og de stigende priser. Porteføljen af aktier er primært eksponeret mod olieserviceaktier. Vægten af energiaktier i porteføljen udgør 15%, hvilket er en overvægt i forhold til MSCI Verdensindekset på knap 4%.

*jens.bruun@formuepleje.dk*

# En uopdaget juvel?

Potentialet i emerging markets er utvivlsomt til stede og tydeligt for de fleste. Vejen til succes er dog ikke nødvendigvis direkte.

AF THOMAS BERNGRUBER, FORMUEFORVALER, FORMUEPLEJE A/S



## EVENTYRET OM EMERGING MARKETS

Anført af BRIK-landene, Brasilien, Rusland, Indien og Kina tilbyder emerging markets meget attraktive vækstmuligheder. Mens den vestlige verden tynges af den sydeuropæiske statsgælds-krise, aldrende befolkninger og kommende besparelser, buldrer emerging markets ufortrødent videre. Kina, der på nuværende tidspunkt må betegnes som det mest betydningsfulde emerging markets land, har igen en vækstrate omkring 10%. Da krisen var værst, bundede den kinesiske vækst ud omkring 6%.

## HOVEDLØS FREMSKRIVNING ?

Ingen er i tvivl om at væksten i emerging markets og den tiltagende globalisering har skabt en strukturel megatrend, som får stor betydning for den globale velstand de kommende årtier. Kinas udvikling er om noget eksponent for dette, og alene befolkningstallet i Kina bør være en "garant" for høj vækst mange år ud i fremtiden.

I dag forventer de fleste større finanshuse da også, at Kina vil overhale USA inden for de næste 15-20 år. Typisk er denne prognose resultatet af en forsimplet fremskrivning, der antager, at vækstraterne i USA og Kina over de seneste 10 år vil gentage sig i det uendelige. Men kan det nu passe?

## DA SOLEN GIK NED I ØST

I starten af 1980'erne blev Japan udnævnt som fremtidens "nummer et". Forventningerne var, at Japan inden årtusindeskiftet ville fortrænge USA fra førstepladsen som verdens største økonomi. Også dengang var den optimistiske forudsigtelse et resultat af en fremskrivning af den historiske vækst ud i det uendelige. I dag kender vi det efterfølgende forløb for den japanske økonomi. I 1991 kulminerede den økonomiske boble i Japan, og man påbegyndte en årrække, der efterfølg-



ende henvises til som "det tabte årti". Den dag i dag ligger det japanske aktiemarked 75% lavere end det var tilfældet i starten af 90'erne og Japans BNP er stort set uændret i perioden. Dermed udgør det japanske BNP under 50% af, hvad forventningerne tilsagde for 10-15 år siden.

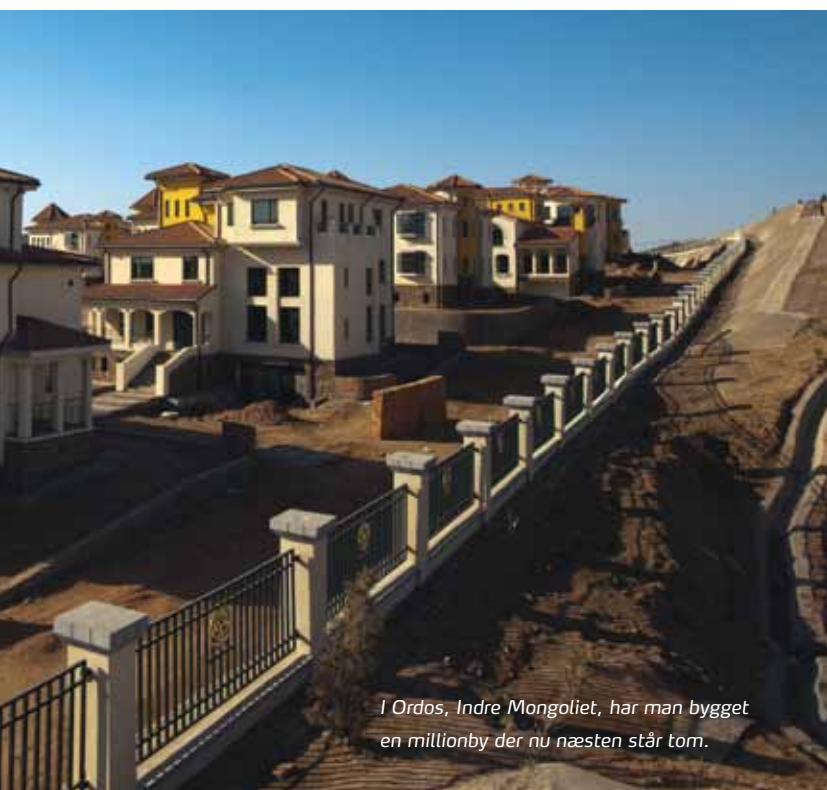
## BNP = C + G + I + (X - M)

Når vi taler om landes økonomisk vækst foregår det ofte ud fra det pågældende lands bruttonationalprodukt (BNP). Et stigende BNP fra år til år indikerer således en øget økonomisk vækst, men er det dermed korrekt at koble et øget BNP sammen med værditilvækst? Over lange horisonter vil svaret være "ja", og over korte horisonter vil



**"Any observed statistical regularity will tend to collapse once pressure is placed upon it for control purposes."**

Charles Goodhart



I Ordos, Indre Mongoliet, har man bygget en millionby der nu næsten står tom.

svaret være "ikke nødvendigvis" Hvis vi indledningsvist forholder os til ligningen ovenfor, er det tydeligt at privat forbrug (C), offentligt forbrug (G) og investeringer (I) alle har en positiv effekt på BNP. Nettoeksporten (X – M) holdes for eksemplets skyld konstant. Vi kan altså øge BNP fra et år til et andet ved bare at øge forbruget. Dermed bliver det irrelevant, hvor pengene til forbruget kommer fra, og hvordan de bruges. Uden information om finansiering og forrentning, bliver det til gengæld absurd at tale om værditilvækst.

Af samme årsag bør BNP nærmere behandles som et udtryk for aktivitet. Hvorvidt aktiviteterne efterfølgende skaber værdi, fortæller BNP intet om. Ikke desto mindre er netop værdiskabelsen helt centralt. Ikke kun når vi taler emerging markets men for investeringer generelt.

#### GOODHART'S LOV

Forskellen mellem værdi og aktivitet berøres også af den britiske økonom Charles Goodhart. Goodhart's lov siger kort fortalt, at når en økonomisk indikator anvendes som mål for økonomisk politik, mister den sin økonomiske betydning. Opererer man eksempelvis med mål for BNP, som det er tilfældet i Kina, skabes der en utilsigtet men klar misallokering af kapital. Beslutninger vil blive taget med henblik på at opfylde det fastsatte mål, uagtet om det overordnet set giver mening. I Kina findes der flere eksempler på beslutninger, der ikke umiddelbart giver mening ud fra et økonomisk rationale. I Ordos, Indre Mongoliet, har man eksempelvis bygget en millionby der nu står tom. Som udgangspunkt er fornufte svær at få øje på, men den lokale region har givetvis øget sandsynlighed for at opnå en tilfredsstillende vækstrate.

#### ET SPØRGSMÅL OM TIMING

Lad os bare acceptere, at Kinas vækst viser sig at udvikle sig som forventet. Lad os i den forbindelse også antage, at urbaniseringen betyder, at 300 mio. kinesere flytter til byerne over de næste 10 år. Vi forudsætter desuden, at Kinas BNP er fuldkommen repræsentativt for den fundamentale økonomiske værditilvækst. Under alle omstændigheder er vi stadig forpligtede til at forholde os til værdiansættelsen og de risici en investering i emerging markets indebærer. Potentialet i emerging markets er utvivlsomt til stede og tydeligt for de fleste. Vi må bare også erkende, at selv om fremtiden for emerging markets muligvis er et eventyr, er vejen til succes ikke nødvendigvis i direkte rute.

#### INDIREKTE EKSPONERING I FORMUEPLEJE

Hos Formuepleje er vi på nuværende tidspunkt primært indirekte investorer i emerging markets. Således udgør 3% af aktieporteføljen direkte investeringer i emerging markets, mens ca. en sjettedel af aktieporteføljens samlede omsætning er eksponeret mod emerging markets via større vestlige selskaber. En uddybning af dette kan ses i artiklen "Sund overvægt i Emerging Markets" i FORMUE 01/2011.

*thomas.berngruber@formuepleje.dk*

# BESTYRELSESNES

## SIDE

### Flere valg hos Formuepleje – men du vælger selv

Globalt udsyn og overblik over verdensøkonomien, kombineret med indsigt og viden om egen individuel risikoprofil, er vigtige elementer forud for enhver investeringsbeslutning. Vi ved, at mennesker er forskellige. At indkomst, formue og den enkeltes risikoprofil varierer fra person til person – og ikke mindst over tid. Derfor ser Formueplejeselskaberne det også som en af sine væsentligste opgaver at tilbyde en række investeringsmuligheder for sine investorer. De spænder fra gearede investeringer for den risikovillige investor til fx investeringer uden gearing til investorer, som ønsker en lavere risiko.

#### GOD BEGYNDELSE FOR NYT SELSKAB

Et eksempel på et Formueplejeselskab er vores seneste tilbud til investorerne, Formuepleje Fokus, der udelukkende investerer i danske realkreditobligationer og anvender fremmedfinansiering i euro. Selskabet, der afsluttede sit første hele regnskabsår ved årsskiftet, er kommet godt fra start. Interessen fra investorerne har været stor, og på afkast siden har investorerne også haft noget at glæde sig over. I 2010 blev afkastet for aktionærene i Formuepleje Fokus 10,6% – incl. udbyttet på 8 kr. pr. aktie. Et resultat som bør ses i lyset af, at indekset for danske realkreditobligationer til sammenligning er steget med 5,3%.

#### FORÅR PÅ VEJ

Vi er fuldt opmærksomme på, at et enkelt års afkast langt fra er nok til at skabe en succes – på samme vis, som en enlig svale ikke gør nogen sommer. Men over de seneste par år har de finansielle markeder bevæget sig væk fra den turbulente storm og isnende kulde, som investorer over hele verden oplevede for lidt over to år siden. Samlet set har de syv børsnoterede Formueplejeselskaber i andet halvår skabt et resultat på 1,0 milliarder kroner, svarende til en gennemsnitlig stigning i selskabernes indre værdi på 12,1%. I bestyrelserne glæder vi os naturligvis over den positive udvikling, som er realiseret på den korte bane, men det ændrer ikke ved, at vi i Formueplejeselskaberne tænker og investerer langsigtet.

#### OP- OG NEDTURE UUNDGÅELIGE

Foråret er kommet i mere end én forstand, og som investor kan det være fristende at tro, at den positive udvikling fortsætter, som om verden er statisk. Det eneste, som imidlertid er helt sikkert, er, at fremtiden vil byde på op- og nedture på de finansielle markeder. I Formue-

plejeselskaberne har vi derfor også defineret klare rammer for de enkelte selskabers investeringer og dermed risiko. Vi har ud fra strategiske overvejelser og gennem operationelle tiltag fastlagt og begrænset risikoen for de enkelte Formueplejeselskaber. Investorerne skal vide, hvilke risici de påtager sig, når de investerer.

Men der vil altid være begivenheder og hændelser, som er umulige at forudsæ, og som kan påvirke finansmarkederne voldsomt. Det være sig naturskabte katastrofer, som den vi er vidne til i Japan, og hvor jordskælv og tsunami skaber usikkerhed om verdens 3. største økonomi. Eller det kan være menneskeskabte konflikter i Mellemøsten og Nordafrika, som fører til rekordhøje oliepriser.

Udsyn og indsigt er som nævnt indledningsvis afgørende forudsætninger for at vælge det rette investeringsprodukt. Også derfor er det vigtigt for hver enkelt investor at være bevidst om sin risikoprofil og hvilket af Formueplejeselskaberne, der passer bedst til den enkelte. I Formuepleje giver vi derfor valgmuligheder.



BESTYRELSESFORMAND  
Jørn Nielsen  
jn@formueplejeselskaberne.dk

BESTYRELSESFORMAND  
Carsten With Thygesen  
cwt@formueplejeselskaberne.dk



## Ny PR-ansvarlig i Formuepleje

Formuepleje har pr. 1/3 2011 ansat Jens Hansen som PR-ansvarlig i Formueplejes hovedsæde i Århus. Jens, der er 38 år og uddannet journalist, har gennem en årrække arbejdet freelance.

Tidligere har han været ansat som kommunikationskonsulent i Jyske Markets, og de seneste fire år har han haft fast tilknytning til TV2 Nord. Her har han blandt andet markeret sig i dækningen af krakket i ebh-bank. Jens Hansen vil fremover være Formueplejes kontaktpunkt for pressen.

---

## Formuepleje Optimum stabilt afkast gennem 5 år

**5 års erfaring med Formuepleje Optimum viser, at det er en god idé at blande obligationer og aktier. 14% i afkast er tilfredsstillende i turbulente tider.**

Med en blanding af obligationer og aktier blev Optimum skabt som Formueplejes rene og ugearede bud på den optimale portefølje, der bygger på den klassiske og Nobelprisbelønnede porteføljeteori. I sin 5-årige levetid har Formuepleje Optimum ikke gjort meget væsen af sig på børslisterne – faktisk har det været en temmelig kedelig investering. Men netop dét, at der ikke har været de store bevægelser i en ellers bevægende periode, tiltrækker naturligvis også opmærksomhed.

Afkast på 14% over 5 år er ikke prangende. Men i betragtning af, at perioden har budt på et af historiens største aktiekrak med kurstab på stort set alle aktier, er resultat tilfredsstillende.

Læs hele artiklen om Optimum på [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk).

## Introduktion til Formuepleje

Kom og få en introduktion til Formueplejes måde at investere og rådgive på. Vi afholder åbne møder om vores investeringer, og De har mulighed for at stille spørgsmål over et let trakteament. På en time kommer vi hele vejen rundt om disse emner:

### SÅDAN INVESTERER VI

Få indblik i vores investeringsmodel, som vi gennem snart 25 år har udviklet og forfinet i en blanding mellem aktier og obligationer.

### SÅDAN RÅDGIVER VI

Få svaret på hvordan vi kan rådgive Dem bedst muligt.

### SÅDAN SER VI VERDEN

Få vores aktuelle markedsvurdering.

Introduktion til Formuepleje afholdes på vores kontorer i Århus og Hellerup på følgende dage:

Fredag den 6/5 2011 kl. 12.00

Fredag den 10/6 2011 kl. 12.00

Fredag den 1/7 2011 kl. 12.00

Tilmelding venligst på: [formuepleje.dk/introduktion](http://formuepleje.dk/introduktion) eller på tlf: 87 46 49 00.



AF ERIK BECH, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S



Selvom de to små realkreditinstitutter BRFkredit og DLR Kredit har udfordringer, så er der fortsat stor sikkerhed på danske realkreditobligationer. De har begge fået tilført ekstra kapital, og generelt er værdien af pantet i de bagvedliggende ejendomme stor, selvom ejendomspriserne er faldet. I Formueplejeselskaberne har vi en lav andel i BRFkredit på grund af deres udfordringer med hensyn til at tiltrække kunder og dårlig likviditet. Vi vurderer ikke, at man skal undgå dem helt, da de giver en merrente, men vægten bør være lav. Vi ser mere værdi i DLR kredit på grund af ekstra sikkerhed i form af garantier fra lokale pengeinstitutter.

Finanskrisen kaster stadig skygger over den finansielle sektor i Danmark, senest med Amagerbankens konkurs. Så efter flere mellemstore danske pengeinstitutter har kastet håndklædet i ringen, er spørgsmålet, hvordan tilstanden er hos de danske realkreditinstitutter? Da realkreditobligationer udgør en af grundpillerne i de fleste af Formueplejeselskaberne, er det vigtigt løbende at vurdere sikkerheden i disse investeringer.

### TRE STORE OG STÆRKE REALKREDITINSTITUTTER

De tre største realkreditinstitutter Nykredit, Realkredit Danmark og Nordea Kredit sidder på størstedelen af det danske realkreditmarked med en samlet markedsandel på ca. 87%\*. Disse tre realkreditinstitutter er kommet fornuftigt igennem finanskrisen og er ganske velpolstrede. Realkredit Danmark og Nordea Kredit har solide koncerner i ryggen i form af Danske Bank og Nordea. Nykredit er selvejende og har masser af penge på kistebunden og samtidig den største aktør på det danske realkreditmarked.

De tre store realkreditinstitutter har en stærk position med gode distributionskanaler, og de fremtidige udsigter for disse realkreditinstitutter er ganske lyse. Derfor er investering i realkreditobligationer fra disse tre institutter meget sikre. Det er kun, hvis der skulle opstå problemer omkring ét af de små institutter, der kan komme usikkerhed vedrørende danske realkreditobligationer. Derfor vil vi fokusere på de to små institutter, BRFkredit og DLR Kredit, der har en markedsandel på henholdsvis knap 9% og godt 4%\*.

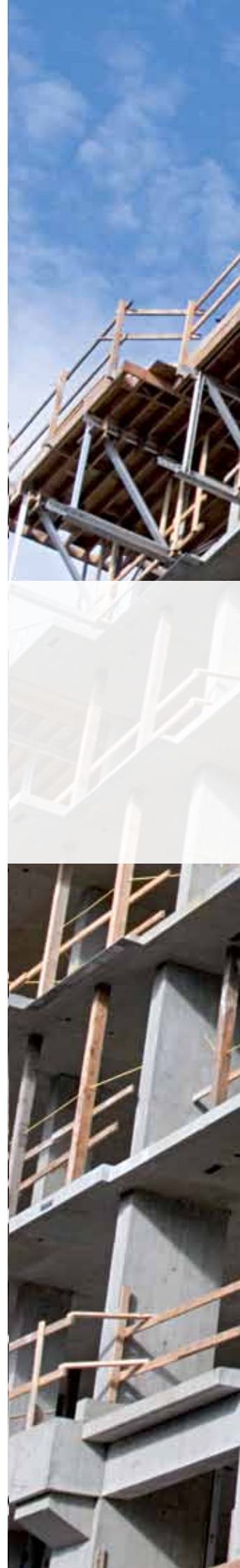
### BRFKREDIT – FAMILIENS SORTE FÅR

BRFkredit har haft en del negativ omtale, da de i lighed med flere nu krakke pengeinstitutter har haft store udlån til kuldsejlede boligudlejningsprojekter. Derfor har BRFkredit haft relativt store hensættelser til at imødegå tab på deres udlån efter finanskrisen, hvilket har medført, at deres resultat har været markant dårligere i forhold til de andre realkreditinstitutter de seneste par år. BRFkredit har derfor haft behov for at låne penge hos staten via bankpakke II og desuden optaget statsgaranteret seniorlån for at styrke deres egenkapital. Det har forbedret BRF's solvens, men det er en dyr løsning med en rente på over 11% på lånet hos staten.

Derudover har BRFkredit også udfordringer med hensyn til at skaffe nye kunder. I modsætning til de andre har BRF ikke nogen banker, der formidler deres lån. Realkredit Danmark har Danske Bank, Nordea Kredit bruger Nordea og Nykredit og DLR Kredit får begge lån formidlet via de lokale og

>>

\* Målt ud fra cirkulerende obligationsmængde.



# Dansk realkredit

Sikker investering trods udfordringer

regionale pengeinstitutter. BRF har en samarbejdsaftale med EDC, hvor boligkøbere kan blive henvist. EDC har dog valgt at opsigte denne aftale med udgangen af 2012. Det betyder, at BRFkredit selv må etablere kontakt til nye kunder, hvilket er vanskeligt; for de fleste boligkøbere søger rådgivning hos deres pengeinstitut, og der er BRFkredit ikke inde i varmen. De manglende distributionskanaler og dårlige resultater har været medvirkende til, at BRFkredit har en lavere rating i forhold til de tre store realkreditinstitutter, men de har dog fortsat en relativ høj rating jf. tabel. Den lavere rating betyder også, at der er mange investorer, der ikke længere kan eller vil købe BRF-obligationer. Samtidig er likviditeten dårligere, fordi serierne typisk er noget mindre i størrelse. Disse forhold betyder, at investorerne kræver en højere rente for at købe obligationer fra BRFkredit, hvilket rammer låntagerne, som må betale en højere rente for deres lån. Samtidig ligger bidragsatsen hos BRFkredit også i den høje ende i forhold til konkurrenterne. Så låntagerne må samlet set betale en højere pris for at være kunde hos BRFkredit.

### LILLE RISIKO PÅ BRF-OBLIGATIONER

Så der er mørke skyer over BRFkredit i form af store nedskrivninger på kunder, manglende salgskanaler og et dyrere produkt. På den positive side er det lykkedes for BRFkredit at sælge en stor del af de ejendomme, som er overtaget fra nødlidende kunder. Men det er generelt svært at se, at situationen forbedres for BRFkredit, især fordi de har vanskeligt ved at tiltrække kunder. Så BRFkredits markedsandel vil løbende skrumpes især med hensyn til nyudlån, og derfor vil BRFkredit langsomt blive mindre og mindre.

Der er dog ikke udsigt til, at investorer skal være bekymrede for deres BRF kreditobligationer. Med kapitalindsprøjtningen fra staten er solvensen fornuftig, og det ser ud til, at de har iværksat tiltag til at nedbringe tab og hensættelser. Hvis BRFkredit skulle komme i problemer, vil de andre realkreditinstitutter og/eller staten efter vores vurdering redde BRFkredit og opfylde forpligtelserne overfor obligationsinvestorerne. I modsat fald vil tilliden til det danske realkreditsystem smuldre, og det vil få katastrofale følger for den danske økonomi.

### LAV VÆGT I BRF-OBLIGATIONER

Obligationer udstedt af BRF giver typisk en merrente, men den dårlige likviditet er en stor ulempe. Det betyder, at det er meget vanskeligt at sælge sine BRFkredit-obligationer, og kun på en relativ dårlig kurs. I Formueplejeselskaberne er pt. godt 5% af realkreditobligationerne investeret i BRFkredit, jf. figur 1. Vi har valgt en lav andel i BRFkredit, især på grund af den dårligere likviditet kombineret med de dårlige fremtidsudsigter med hensyn til nyudlån, hvilket vil forringe likviditeten endnu mere fremadrettet. Vi er ikke bekymret for om BRFkredit vil overholde sine forpligtelser, men vi ønsker ikke at binde for mange penge i illikvide obligationer.

### DLR KREDIT

#### – stor eksponering mod landbruget

DLR Kredit er mindre end BRFkredit, men har ligget stabilt med en markedsandel på ca. 4-5% igennem flere år. DLR Kredit er også blevet presset lidt de seneste par år med lavere overskud primært på grund af større nedskrivninger på udlån. Samtidig har de også optaget lån hos staten og udstedt statsgaranteret seniorgæld for at styrke egenkapitalen. Kombineret med at ejerne i form af lokale pengeinstitutter har tilført DLR Kredit ekstra midler, er solvensen forøget og ligger på et fornuftigt niveau.

Udfordringen for DLR Kredit er, at 2/3 af deres udlån er til landbrugssektoren. Landbruget er hårdt ramt af kraftigt faldende jordpriser og faldende indtjening især hos svineavlere på grund af høje priser på foder kombineret med lave afregningspriser på svin. Indtil videre er antallet af landbrugsejendomme, der er gået på tvangsauktion dog relativt begrænset.

### GARANTI GIVER EKSTRA SIKKERHED

DLR Kredit er til gengæld bedre stillet med hensyn til distributionskanaler. Deres lån bliver typisk formidlet via de lokale pengeinstitutter, som også ejer DLR Kredit. Derfor har disse pengeinstitutter et stort incitament til at henvise lån til DLR Kredit, når der er tale om landbrugsejendomme. Samtidig har de pengeinstitutter, der har formidlet lånet, også typisk stillet en garanti, der dækker noget af et eventuelt tab hos DLR Kredit på den pågældende kunde. Disse garantier er meget vigtige for obligationsinvestorer, for hvis problemerne i landbrugssektoren eskalere yderligere og DLR Kredit skulle blive presset, så er der en yderligere buffer, hvor pengeinstitutterne tager noget af tabet. For landbrugsejendomme dækker DLR Kredit, med den nuværende udlånmængde, tab op til ca. 200 mio. kr., mens lokale pengeinstitutter vil dække efterfølgende tab på op til ca. 1 mia. kr. Det skal ses i forhold til, at der er tale om tab efter salg af pantet, og i forhold til et samlet udlån til landbrug på ca. 84 mia. kr. Det skal altså gå rigtigt galt, hvis DLR Kredit skal få yderligere tab så denne garanti giver en ekstra tryghed for obligationsinvestorerne.

### LAV LIKVIDITET

Obligationer udstedt af DLR Kredit har i lighed med BRFkredit en lavere rating i forhold til de tre store realkreditinstitutter, og samtidig er DLR's obligationsserier også typisk mindre. Likviditeten er derfor relativt dårlig, hvilket sammen med den lavere rating bevirker, at obligationer udstedt af DLR Kredit handler på en lavere kurs i forhold til de tre store realkreditinstitutter. Når låntagere får udbetalt deres lån godtgør DLR Kredit dog noget af denne kursforskel, så låntagerne kun skal betale en lidt højere rente på deres lån i forhold til andre realkreditinstitutter. Obligationinvestorer køber dog typisk DLR obligationer på en lavere kurs og der-

ved en højere rente, hvilket gør, at disse obligationer kan være attraktive. Bidragssatsen hos DLR Kredit er individuel, men ligger sandsynligvis i den dyre ende i forhold til de andre institutter. DLR Kredit er bevidst om den dårligere likviditet på deres obligationer, derfor har de valgt kun at tilbyde deres låntagere meget få lånetyper for at forøge størrelsen i disse obligationsserier. Det giver en ekstra tryghed for obligationsinvestorer. BRFkredit har derimod valgt at tilbyde deres kunder mange forskellige lånetyper, og det har været med til at udvande størrelsen af deres serier. I DLR Kredit er lånene til landbrug typisk kun ydet på op til 70% af ejendommens værdi, mens lån til private boliger og boligudlejning, som BRFkredit primært låner ud til, kan belånes med op til 80%. Så der er luft til større prisfald på DLR Kredits belånte ejendomme, inden det giver tab for DLR Kredit.

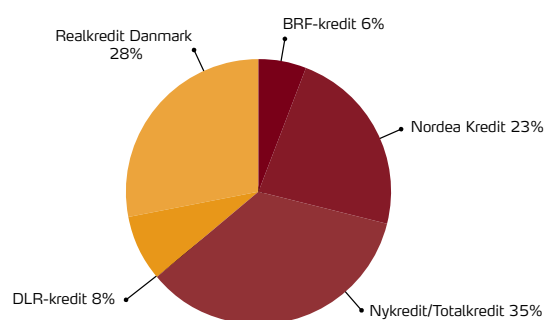
### HØJERE ANDEL I DLR KREDIT

I Formueplejeselskaberne har vi en andel i DLR Kredit på godt 8%, jf. figur 1. Vi ser fornuftig værdi i DLR Kredit, da disse obligationer giver en merrente i forhold til obligationer udstedt af de tre store realkreditinstitutter. DLR Kredit er indtil videre kommet fornuftigt igennem finanskrisen uden ekstraordinære store tab, og med naturlig tilgang af kunderne fra de lokale pengeinstitutter er fødekanalen fremad-

rettet fornuftig for DLR Kredit. Det vigtigste er dog, at store tab hos DLR Kredit bæres både af DLR Kredit og de formidlende pengeinstitutter, derfor er det vores vurdering, at obligationer udstedt af DLR Kredit er mere attraktive end obligationer udstedt af BRFkredit. Problemet med DLR Kredit er dog i lighed med BRFkredit dårlig likviditet i deres obligationsserier, derfor er andelen i DLR Kredit noget lavere i forhold til de tre store realkreditinstitutter.

Erik.Bech@formuepleje.dk

1 REALKREDIT OBLIGATIONER I FORMUEPLEJE SELSKABERNE FORDELT PÅ REALKREDITINSTITUT



### RANGLISTE OVER KREDITVURDERING

Hovedkategori	Underkategori	Kommentar	Obligationer udstedt af
Aaa		Højeste kvalitet med minimal risiko	Nordea Kredit, Realkredit Danmark, Nykredit, Danmark, Tyskland
Aa	Aa1	Høj kvalitet og med meget lav risiko	DLR-kredit, BRF-kredit (nye udstedelser), Belgien, Spanien, Italien
	Aa2		
	Aa3		
A	A1	Kvalitet over gennemsnit og med lav risiko	BRF-kredit (gamle udstedelser)
	A2		
	A3		
Baa	Baa1	Mellem kvalitet og moderat risiko	Portugal
	Baa2		
	Baa3		
Ba	Ba1	Spekulativt element og med vis risiko	Irland
	Ba2		
	Ba3		
B	B1	Spekulativ og med høj risiko	Grækenland
	B2		
	B3		
Caa	Caa1	Dårlig kvalitet og med meget høj risiko	
	Caa2		
	Caa3		
Ca		Meget spekulativ, i eller tæt på betalingsstandsning med udsigt til vis tilbagebetaling	
C		Lavest niveau, typisk i betalingsstandsning med ringe udsigt til tilbagebetaling	

Kilde: Moody's pr. 24.03.2011

# Rundt om Formueplejeselskaberne

Formueplejeselskaberne er underlagt en række myndigheders kontrol og har indgået aftaler med en nogle af de centrale institutioner i den finansielle verden. Her er et overblik:

## FORMUEPLEJESELSKABET

Det enkelte Formueplejeselskab er en selvstændig juridisk enhed, organiseret som et kapital selskab (tidl. aktieselskab), der ledes af en bestyrelse på fire medlemmer og en direktion. Selskabets øverste myndighed er generalforsamlingen, hvor aktionærene kan udøve deres indflydelse. Formueplejeselskaberne har indgået aftale om forvaltning med Formuepleje A/S.

## EJERBOG

Formueplejeselskabet fører en fortegnelse over navnenoterede aktionærer. Det er også muligt at være ikke-navnenoteret og således anonym aktionær.

## FINANSTILSYNET

Finanstilsynets hovedformål er at føre tilsyn med, at den finansielle lovgivning overholdes af de finansielle virksomheder samt af udstedere og investorer på værdipapirmarkedet. Formuepleje A/S Fondsmæglerselskab er godkendt af Finanstilsynet og har tilladelse til at drive fondsmæglervirksomhed. [www.ftnet.dk](http://www.ftnet.dk)

## ERHVERVS- OG SELSKABSSTYRELSEN

E&S bestyrer grundregistreringen af alle danske virksomheder. Det er her, man opretter en virksomhed eller stifter et selskab. E&S ligger inde med oplysninger om samtlige danske virksomheder og udarbejder desuden love og regler. [www.eogs.dk](http://www.eogs.dk)

## NASDAQ OMX COPENHAGEN A/S

Formueplejeselskaberne er børsnoterede på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (tidl. Københavns Fondsbørs) hvor aktierne frit kan omsættes. For at være børsnoteret skal et selskab opfylde en række kriterier, udarbejde et børsprospekt og efterfølgende opfylde en række informationsforpligtelser. Formuepleje Fokus og Investeringsforeningen Formuepleje Invest er ikke børsnoterede. [www.nasdaqomxnordic.com](http://www.nasdaqomxnordic.com)

## VP SECURITIES A/S

Alle danske børsnoterede værdipapirer er udstedt og opbevaret elektronisk i VP (tidl. Værdipapircentralen). Når en børs-handel er indgået, sikrer VP, at ejerskabet overgår fra sælger til køber mod at køber samtidig betaler sælger det aftalte beløb. Dermed sikrer VP, at handlen kan gennemføres uden risiko for hverken køber eller sælger. VP's systemer registrerer ejerskabet af værdipapirer og sikrer en effektiv formidling af renter, afdrag og udbytter fra udstedere til investorer. [www.vp.dk](http://www.vp.dk)

## BEIERHOLM, STATS-AUTORISERED E REVISORER

Formueplejeselskabets revisionsfirma udarbejder årsrapporter i henhold til lovgivningen og fører bla. kontrol med at bogføring og investeringsrammer er overholdt ved årlige uanmeldte besøg. [www.beierholm.dk](http://www.beierholm.dk)

## FORMUEPLEJE A/S

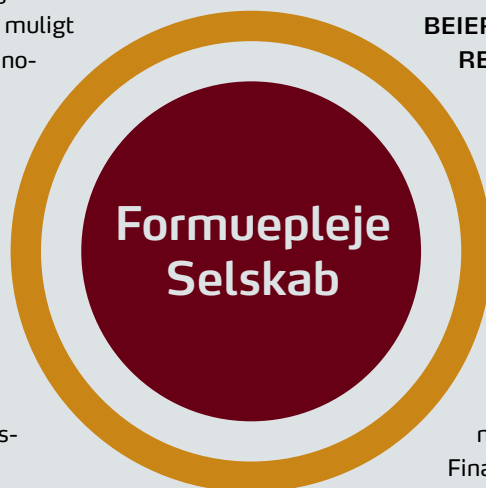
Formueplejeselskabet har indgået aftale om forvaltning af selskabets midler med Formuepleje A/S, der er godkendt af Finanstilsynet og har tilladelse til at drive fondsmæglervirksomhed. [www.formuepleje.dk](http://www.formuepleje.dk)

## FORMUEPLEJESELSKABETS BANK

En del af Formueplejeselskaberne optager lån mod sikkerhed i de værdipapirer, der investeres i. Formueplejeselskaberne benytter Danske Bank, Nordea Bank Danmark og SEB som bankforbindelser og har samlet lån for ca. 20 mia. kr. Formuepleje Optimum, Formuepleje Limitellus og Formuepleje Invest investerer ikke for lånte penge. En vigtig detalje er, aktionærene i Formueplejeselskaberne IKKE hæfter for de lån, selskaberne optager. Det ville de gøre, hvis de selv optog et banklån til at investere for.

## AKTIONÆRENS BANK

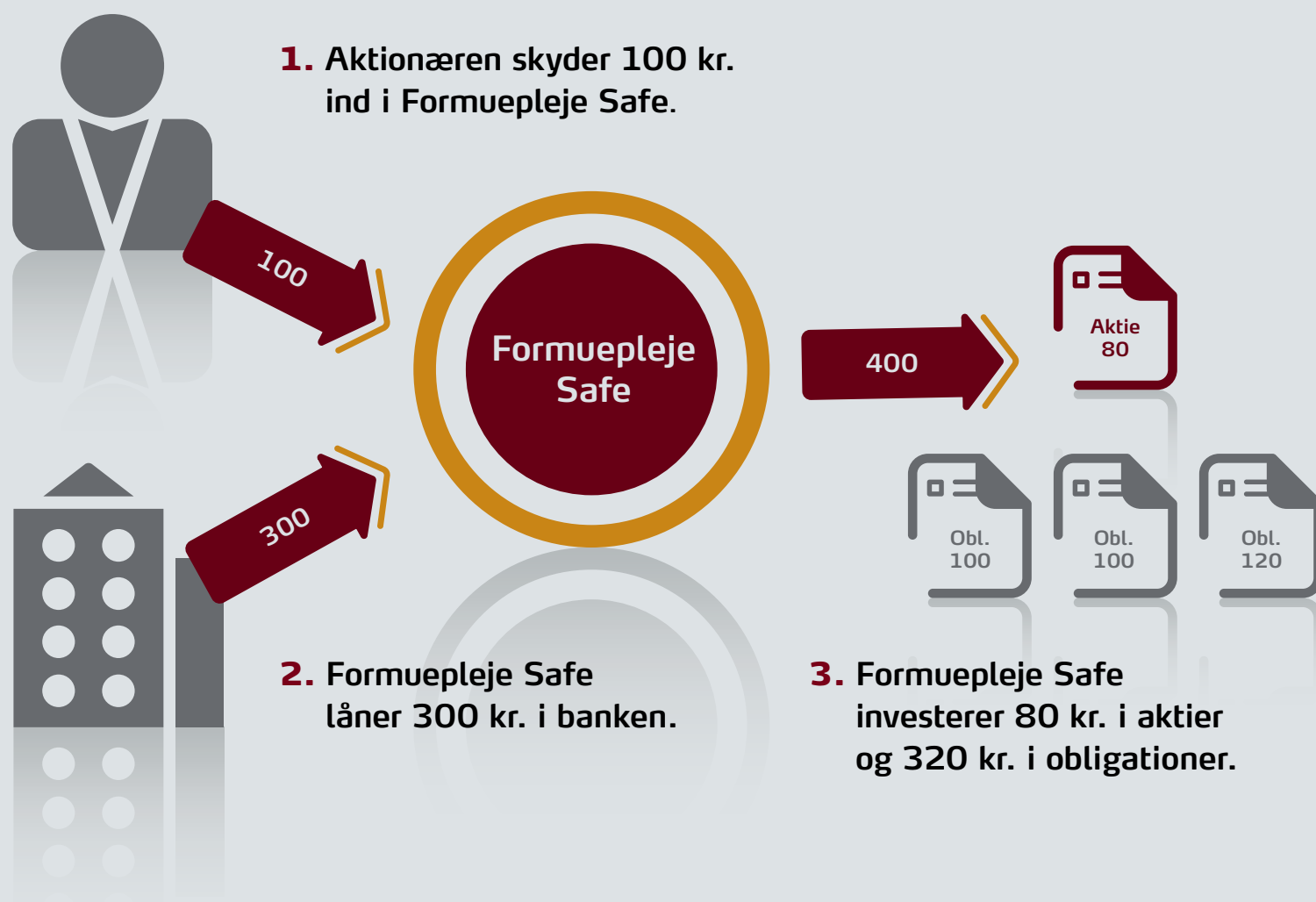
Aktionærens aktier i Formueplejeselskabet opbevares i værdipapirdepot i aktionærens egen bank og registreres i VP. Adgang til at se beholdning samt købe og sælge aktier kan typisk ske i netbanken. /kh





# Sådan fungerer Formuepleje Safe

I princippet er Formueplejes investeringsmodel meget enkel. Her er skitseret, hvordan det første og største af Formueplejeselskaberne fungerer:



Ovenstående er en stærkt forenklet fremstilling, der alene illustrerer princippet ved investering i Formuepleje Safe. Der er ni Formueplejeselskaber med forskellige investeringsstrategier og risikoniveauer. De fleste selskaber bygger på den Nobelprisbelønnede porteføljetheori og investerer i en kombination af obligationer og aktier skaleret ved hjælp af

lånte midler. Seks selskaber investerer for egne og lånte midler, mens tre alene investerer for egne midler. Aktuelt optager selskaberne lån i størrelsesforholdet 0 til 388 kr. for hver 100 kr., aktionærene skyder ind i selskaberne. For nærmere information, se faktasider bagest i magasinet FORMUE samt børsprospekter og fondsbørsmeddelelser. /kh



# Svær start på 2011

På trods af mange udfordringer og usikkerhedsfaktorer forventer vi, at den svage udvikling på de finansielle markeder i 1. kvartal afløses af mere positive takter den kommende tid.

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

2011 lagde ud med en optimistisk tone på aktiemarkederne, som dog i marts måned blev udfordret af uroen i Mellemøsten og Nordafrika, samt jordskælvkatastrofen i Japan. Resultatet for 1. kvartal blev et negativt afkast på de globale aktiemarkeder målt ved verdensindekset i DKK på knap 2%. Dette tal dækker dog over store forskelle. Bl.a. steg de 50 største europæiske aktier med over 4%, mens japanske aktier indkasserede et tab på 12%.

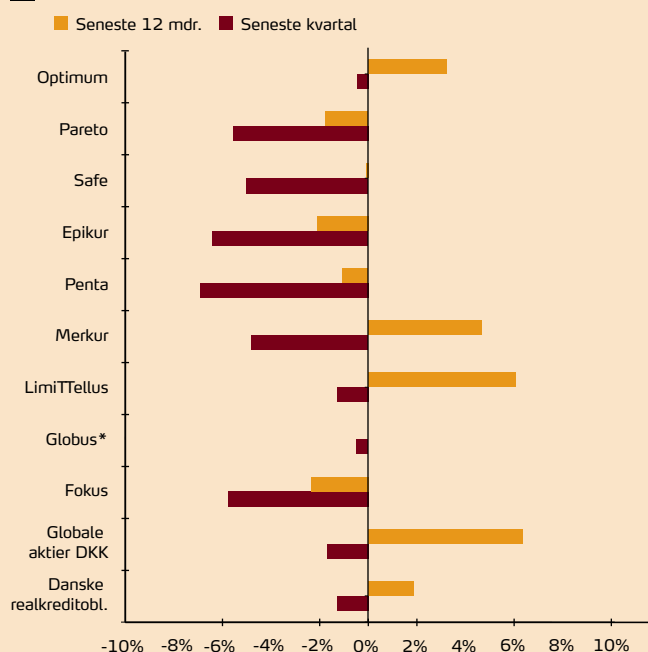
På rentemarkedet fortsatte forrige kvartals rentestigninger og den toneangivende 10-årige danske rente steg med over 0,4% point. Dermed har vi de seneste 2. kvartaler oplevet nogle ganske kraftige rentestigninger.

På trods af at vi løbende anvender risikoafdækning mod rentestigninger i obligationsporteføljerne i perioder, hvor det vurderes nødvendigt, lykkedes det desværre ikke at undgå kurstab på obligationsbeholdninger.

## RENTE OP – RENTE NED

Det er vores klare forventning, at de toneangivende renter ikke vil forsætte stigningstakten fra 1. kvartal, på trods af at den europæiske centralbank (ECB) er begyndt med at sætte de rekordlave styringsrenter op. Årsagen til dette er, at markederne allerede har taget højde for hele fire rente-

## 1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST, INDRE VÆRDI\*



\* Globus startede 5/7 2010

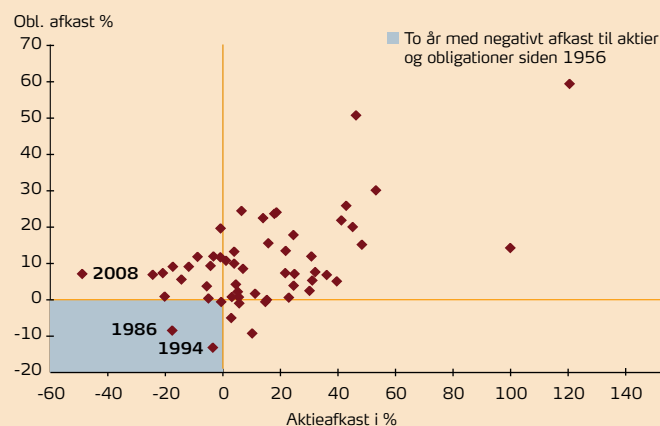
Kilde: Formuepleje og Bloomberg

forhøjelser fra ECB de næste 12 måneder. Efter vores vurdering er denne forventning alt for aggressiv, bl.a. fordi Euro-land står med en lang række vækstmæssige udfordringer, såsom gældsproblematikken i PIGS-landene. Dertil mener vi ikke, at inflationen endnu er en væsentlig risikofaktor for de europæiske økonomier.

**ET SJÆLDENT SYN**

Negativt afkast til aktier OG obligationer inden for samme år sker ikke ofte, jf. figur 2 nedenfor. Målt på danske aktier og obligationer har der kun været to kalenderår, hvor dette er sket siden 1955.

**2** DANSKE AKTIER OG OBLIGATIONER 1956-2011



Faktuelt bød 1. kvartal isoleret set på negative afkast til danske aktier (Totalindekset) og obligationer. Vores vurdering er stadig, at aktiemarkederne byder på attraktive afkastmuligheder og at rentestigningerne ikke fortsætter i 2011. Derfor har vi meget svært ved at forestille os, at 2011 samlet kan blive et år med negative afkast til begge aktivklasser – tværtimod.

**GLOBAL VÆKST STADIG PÅ SPORET**

Et væsentlig argument for vores positive syn er, at den globale vækst – trods en mængde risici og udfordringer, stadig er på sporet. Helingsprocessen i økonomierne ovenpå finanskrisen er således godt i gang, og senest har OECD vurderet, at det økonomiske opsving nu ser ud at være "selvbærende" – dvs. at der ikke længere er brug for ekstraordinært mange offentlige stimulanser for at holde opsvinget i gang. Samtidig er verdenshandlen nu kommet op på højere niveau end før finanskrisen.

På de følgende sider kan De se, hvordan Formueplejes fokus er på de forskellige markeder og aktiv/passiv-klasser ved indgangen til 2. kvartal 2011.

soeren.astrup@formuepleje.dk

**REAL BNP-VÆKST – FORVENTNINGER. HOVEDSCENARIO OG KONSENSUS**

% YOY	2011 FORMUEPLEJE	2011 KONSENSUS*
Europa	1,6% (1,6%)	1,7% (1,8%)
USA	3,0% (2,8%)	3,2% (2,9%)
Japan	1,4% (1,4%)	1,5 (1,5%)
Kina	8,9% (8,9%)	9,0% (8,9%)
Indien	8,7% (8,3%)	9,0% (8,6%)
Udviklede økonomier	2,3% (2,3%)	2,4% (2,4%)
<b>Verden</b>	<b>4,2% (4,1%)</b>	<b>4.4% (4,2%)</b>

(x) angiver værdier fra sidste offentliggjorte vækstforventninger, såfremt der er ændringer

\*Consensus Economics, Economist, IMF, Bloomberg.

Udgangspunktet i de følgende tabeller og figurer (side 36-40) er de samlede investeringsmandater under forvaltning hos Formuepleje A/S. Der er altså tale om en gennemsnitsbetragtning, hvorfor billedet for de enkelte investe-

ringsprodukter kan afvige helt eller delvist. De præsenterede forventninger er udelukkende udtryk for Formueplejes skøn på udgivelsesdatoen, og kan ikke erstatte læserens egen vurdering.

# Obligationer

Den Europæiske Centralbank (ECB) indtog scenen i 1. kvartal med annonceringen om, at der nu er behov for renteforhøjelser. Disse overraskende udmeldinger har medført kraftige rentestigninger især i de korte renter, hvor den 2-årige danske statsrente er steget med 0,75%-point i 1. kvartal. Det er primært frygt for stigende inflation, der har fået ECB til at varsle renteforhøjelser.

Stigningen i den overordnede inflation skyldes dog hovedsageligt højere energipriser der typisk kun har midlertidig indvirkning på inflationen. Hvis de stigende energipriser skal slå igennem på den underliggende inflation, så vil det normalt ske ved at lønmodtagerne kræver mere i løn for at kompensere for fx højere benzinpriser, men det virker dog ikke så sandsynligt med en arbejdsløshed tæt på 10% i Euroland.

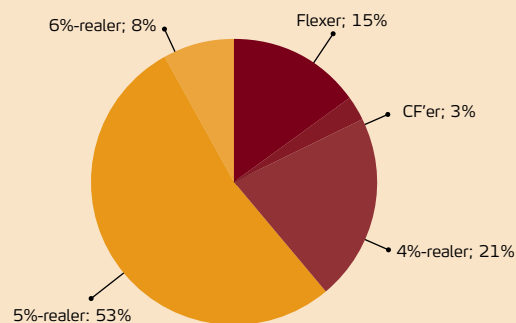
Vi vurderer, at den nuværende inflationsfrygt er overgjort. Det er også bemærkelsesværdigt, at den amerikanske centralbank (FED) signalerer, at den ikke har planer om at hæve renten foreløbig. FED mener nemlig, at stigende oliepriser kun påvirker inflationen midlertidig, og banken er fortsat bekymret for den høje arbejdsløshed tæt på 9% i USA.

## RENTEFORSKEL MELLEM 10 ÅRIG DANSK REALKREDITRENTE OG 1 MDR LÅNERENTE I EURO

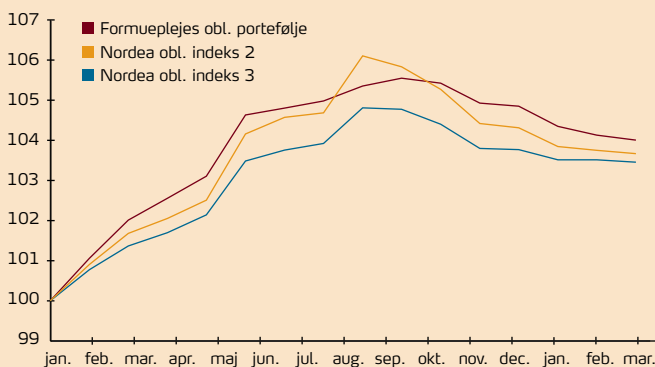


Rentemarkederne har indregnet 4 renteforhøjelser fra ECB i løbet af det kommende år, hvilket virker meget aggressivt. Derfor er det svært at forstille sig, at renterne skulle stige kraftigt fra det nuværende niveau. Det bevirker, at rentefølsomheden på obligationsbeholdningerne i Formueplejeselskaberne er relativ høj i øjeblikket. Derved har vi mulighed for at udnytte, at der fortsat er stor forskel mellem den lange danske realkreditrente og den korte lånerente i euro, jf. ovenstående figur, der viser det løbende renteafkast ved at investere i danske realkreditobligationer og finansiere det ved at låne pengene på 1 månedes basis i euro. Bortset fra under finanskrisen i 2008 ligger rentegevinsten på det højeste niveau i over 10 år.

## FORDELING AF OBLIGATIONER PÅ KATEGORIER



## AFKAST FORMUEPLEJES OBLIGATIONSFORTEFØLJE sammenholdt med Nordeas obligationsindeks



Kilde: Nordea

Indekseret værdier, 1. januar 2010 = 100. Som sammenligningsgrundlag er anvendt Nordeas obligationsindeks med rentefølsomhed på hhv. 2 og 3. Rentefølsomheden i Formueplejeselskaberne har ligget mellem 3,25 og 4,6 i 1. kvartal 2011.

NØGLETAL PR. 31.03.2011			
	Formuepleje	Nordea indeks Rentefølsomh. 2	Nordea indeks Rentefølsomh. 3
Rentefølsomhed	4,61	2,00	3,00
Konveksitet	-1,88	-0,22	-0,68

Rentefølsomhed er udtryk for, hvor meget kursen vil ændre sig ved en renteændring på 1%-point, og er samtidig et udtryk for, hvornår man i gennemsnit kan forvente at få det investerede beløb tilbage. Konveksitet er et udtryk for, hvor meget rentefølsomheden ændrer sig ved en renteændring på 1%-point. Ved en rentestigning på 1%-point vil rentefølsomheden stige fra 4,61 til 6,49 (+1,88).

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.		
	31.03.2011	12 mdr. frem
2-årig statsrente DKK	1,74%	1,70%
10-årig statsrente DKK	3,59%	3,50%
2-årig swaprente DKK	2,60%	2,50%
10-årig swaprente DKK	3,83%	3,75%

Swap-rente er en interbank-rente, og derved er et udtryk for en kreditrente, da der er større risiko på banker i forhold til staten. Derfor bruges swap-renter typisk som udgangspunkt ved vurdering af prisfastsættelsen af danske realkreditobligationer.

# Valuta

De overraskende udmeldinger fra Den Europæiske Centralbank (ECB) om at den vil hæve renten, har også haft stor indvirkning på valutamarkedet i 1. kvartal. Forventninger til renteforhøjelser har medført stigende europæiske markedsrenter, hvilket har tiltrukket investorer til Euroland. Derfor er euroen steget i kurs overfor dollaren, da den amerikanske centralbank modsat ikke har travlt med at hæve renten. Det har haft den betydning, at dollaren også er faldet i værdi målt overfor danske kroner, jf. nedenstående figur.

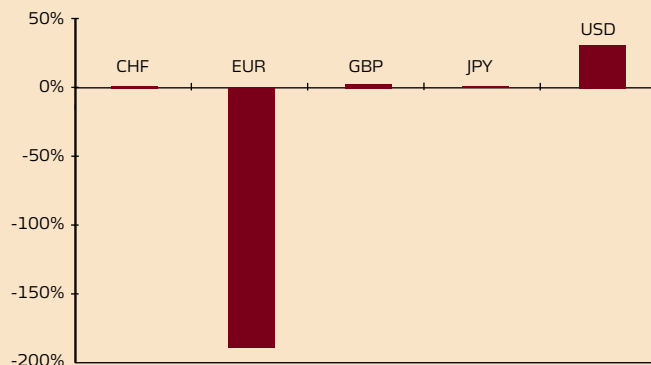
## UDVIKLING I DOLLARKURSEN MÅLT I FORHOLD TIL DANSKE KRONER



Vi vurderer dog, at rentemarkederne har indregnet for kraftige renteforhøjelser fra ECB, da de stigende energipriser sandsynligvis kun vil påvirke inflationen midlertidigt. I så fald vil rentemarkederne begynde at indregne færre renteforhøjelser, hvilket vil svække euroen i forhold til dollaren. Samtidig lurer gældsproblemerne i Euroland stadig under overfladen. Kommer der fornyet fokus på gældskrisen, for eksempel i form af usikkerhed omkring Spanien, vil det være med til at svække euroen.

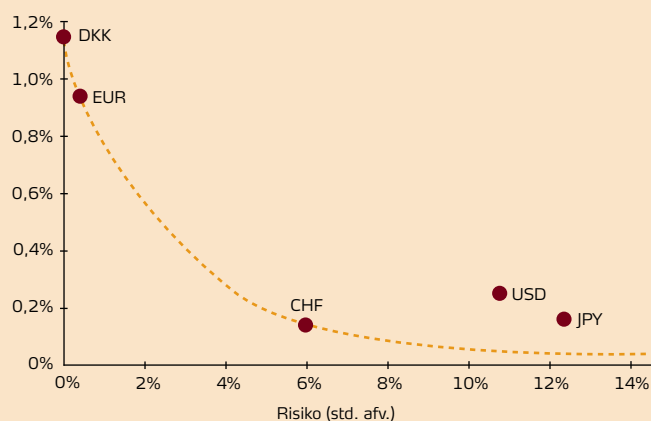
Derfor forventer vi, at dollaren vil stige i kurs overfor danske kroner i de kommende måneder, hvilket understøtter beslutningen om ikke at afdække valutakursrisikoen på aktierne i Formueplejeselskabernes beholdning af aktier udstedt i dollar.

## EKSPONERING I.F.T. EGENKAPITAL



Ovenstående figur viser den samlede valutaeksponering i Formueplejeselskaberne.

## LÅNERENTE



Den viste lånerente er baseret på 1-månedes LIBOR-renter og opgøres uden bankernes rentemarginal. Risikoen er beregnet på baggrund af historiske data og er ikke nødvendigvis udtryk for risikoen fremadrettet.

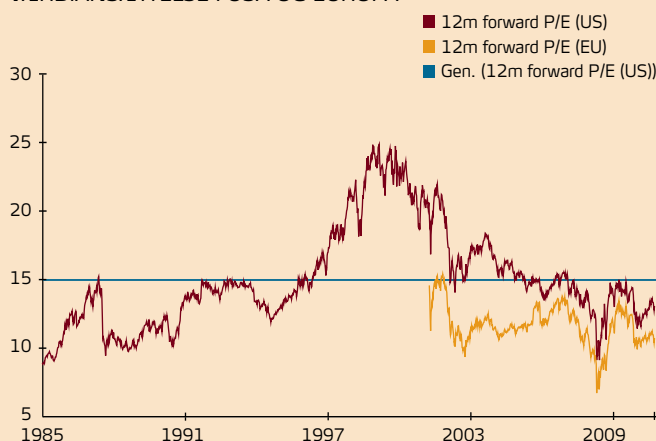
VALUTAPROGNOSE			
	Spot	6 mdr. frem	12 mdr. frem
EUR	7,46	7,46	7,46
CHF	5,71	5,70	5,60
USD	5,26	5,60	5,80
GBP	8,44	8,70	8,90
JPY*	6,34	6,30	6,20

\* Kursen på JPY er skaleret med 100. Kurserne er i forhold til danske kroner. EUR – euro; CHF – schweizerfranc; USD - amerikansk dollar ; GBP - britisk pund; JPY - japansk yen.

# Aktier

Aktiemarkedet har vist sig forbavsende immunt overfor den eskalerende uro i Mellemøsten, den vedvarende gældskrise i PIGS-landene og sidst men ikke mindst jordskælvet i Japan herunder det katastroferamte atomkraftværk i Fukushima. Det japanske aktieindeks faldt i dagene efter jordskælvet med op imod 19%, men har siden genvundet ca. halvdelen af det tabte. Jordskælvet resulterede ligeledes i kortvarige kursfald i resten af verden, men markedet har hurtigt rystet forskrækkelsen af sig.

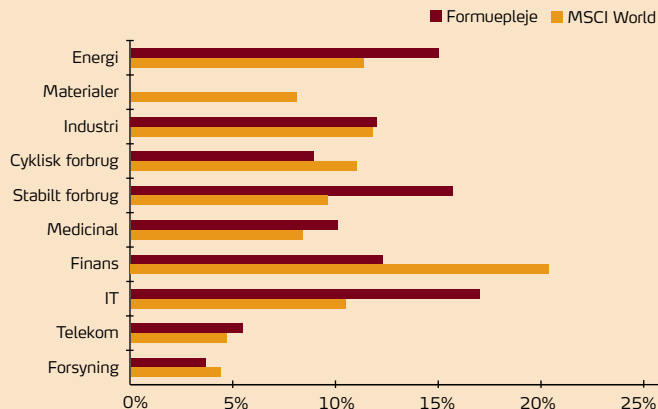
## VÆRDIANSÆTTELSE I USA OG EUROPA



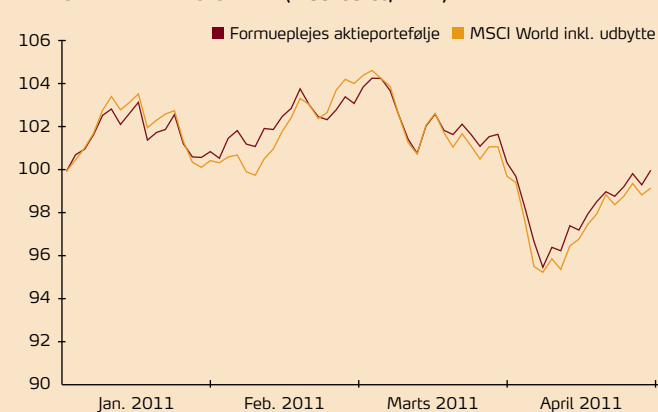
Den amerikanske regnskabssæson for 1. kvartal blev for alvor skudt i gang medio april. Regnskaberne har nu overgået analytikernes forventninger de seneste 8 kvartaler i træk. Det bliver i de kommende kvartaler interessant at se i hvilket omfang de stigende energi- og råvarepriser, har påvirket forbrugernes købelyst samt virksomhedernes indtjening og investeringslyst. Det vil således i mange brancher være vanskeligt at sende den fulde "regning" for de stigende råvarepriser videre til kunderne, der selv lider under stigende energi- og fødevarerpriser. Adskillige virksomheder kan derfor blive nødsaget til i en periode at acceptere en lavere indtjening, indtil markedssituationen bedres.

Vi vurderer fortsat prisfastsættelsen på aktiemarkedet som attraktiv, men er på den korte bane lidt bekymrede for, hvorvidt investorerne er blevet lidt for komfortable, når intet tilsyneladende kan ryste den gode stemning.

## SEKTORFORDDELING ULTIMO MARTS



## AFKAST FRA ÅRETS START (indekseret, DKK)



NØGLETAL 1/1 2010 TIL 31/3 2011		
	Formuepleje	MSCI World
P/E 2011E	11,3	12,5
Kurs / Indre værdi	1,8	1,7
Standardafvigelse p.a.	16,9%	15,8%
Informationsratio	-0,52	-

Nøgletallene viser aktieporteføljens egenskaber. P/E 2011E angiver værdiansættelsen i forhold næste års forventede indtjening, mens kursen i forhold til den indre værdi fortæller, hvad vi i gennemsnit betaler for 1 kroners egenkapital på tværs af aktieporteføljen. Aktieporteføljens historiske udsving for perioden måles ved standardafvigelsen. Informationsratioen angiver, hvor meget ekstra vi får i afkast for at øge standardafvigelsen i forhold til MSCI World.

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.	
Aktieafkast	8,0%
Udbytte	2,0%
Total	10,0%

# De 10 største aktier

Som en service begrundet vi her kort vores aktuelle valg af de 10 største aktiepositioner. De 10 største aktier udgør ca. 30% af vores samlede aktieinvesteringer.\*

**Allianz**  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 perioden 1998 til 2000 tilføjede Allianz porteføljepleje og bankdrift som supplement til forsikringsdelen. Herunder det anerkendte investeringselskab PIMCO. I forbindelse med kreditkrisen solgte 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.

**Microsoft** Microsoft, der formentlig kendes bedst fra styresystemet Windows og Office-pakken, er et af verdens største it-selskaber. Deres stabile forretningsgrundlag i form af licens- og servicerelaterede indtægter, gør Microsoft særlig interessant i det nuværende investeringsmiljø. 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 stærkere end som så. Trods markedets usikkerhed omkring holdbarheden i forretningsmodellen mener vi, der er større værdi i en investering i Microsoft end konkurrenterne.

**IBM** IBM er, som Microsoft, en af IT-sektorens supertankere og tilbyder, som følge af den serviceorienterede forretningsmodel, en høj og stabil indtjening samt et tilsvarende attraktivt cash flow. IBM søger at give virksomheder mulighed for at udnytte deres ressourcer optimalt og blive mere konkurrencedygtige gennem virksomhedsindsigt og brugen af IT. Behovet for at effektivisere arbejdsgange og processer er en stor del af fundamentet for IBM's forretningsmodel, og skaber netop grundlaget for den stabile indtjening. For os er denne stabilitet en meget attraktiv egenskab, der samtidig er relativ modstandsdygtig, selv i en økonomisk udfordrende periode.



G4S er en global sikkerhedsvirksomhed, der servicerer regeringer, virksomheder og andre organisationer samt private. Sikkerhedsopgaverne er meget varierede og spænder fra bygninger til store begivenheder som sports- og koncertarrangementer til private vagtopgaver. Selskabet har også en "cash-handling" forretning, som håndterer store cash beholdninger for detailforretninger og servicerer kontantautomater. G4S har knap 600.000 ansatte og sin primære forretning i Europa og Nordamerika, og nye vækstmarkeder bidrager i stigende grad til væksten. Vi forventer, at G4S vil se et pænt løft i den organiske vækst i løbet af 2010. Højere marginaler, et stærkt frit cash-flow og moderat værdiansættelse. Det gør aktien til et interessant investeringsobjekt.

**AkerSolutions** Aker Solutions er et af verdens ledende selskaber indenfor design, konstruktion, fremstilling og installering af industrielle konstruktioner på land og til vands. I tilknytning hertil tilbydes en fuld palette af serviceaftaler. Selskabet er fokuseret på levering af offshore løsninger på svært tilgængelige og afsidesliggende områder, der stiller store krav til teknologisk ekspertise og uddannet personel. Selskabet har en betydelig eksponering mod Nord-europa og Emerging Markets. Selskabet har en historisk stærk track-record og er en langsigtet attraktiv investering, der vil drage fordel af et stadigt stigende behov for udforskning og produktion af olie på svært tilgængelige områder.



\*Bemærk: Der er ikke tale om en traditionel anbefalingsliste. Aktierne skal ses i sammenhæng med de samlede porteføljer. Rækkefølgen er vilkårlig og ikke udtryk for rangordning. Endelig skal det understreges, at hverken Formueplejeselskaberne eller Formuepleje A/S har nogen interesse i at omsætte aktierne, idet det alene betyder omkostninger til eksterne aktører. De ti største aktiepositioner i de enkelte Formueplejeselskaber fremgår af faktasiderne bagest i magasinet FORMUE.



Ahold er en internationalt orienteret supermarkedskæde med knap 60% af omsætningen fra USA og den resterende del fra i alt 9 europæiske lande. Selskabet driver knap 3.000 butikker med 200.000 ansatte og et samlet butiksareal på godt 4 mio. m<sup>2</sup>. Ahold ejer endvidere væsentlige aktieposter i svenske ICA og portugisiske Jeronimo Martins. Aktien er præget af en stabil drift og en yderst velpolstret balance, og vi vurderer, at Ahold i de kommende år står godt rustet til at ekspandere organisk eller købe svagere konkurrenter. Aktien er i vores øjne interessant pga. de stabile egenskaber og en ganske moderat værdiansættelse.



RSA's historie går 300 år tilbage, da forsikringselskabet 'The Sun' blev grundlagt. Den nuværende selskabsstruktur blev skabt i 1996, da Storbritanniens to største forsikringselskaber, 'Royal Insurance' og 'Sun Alliance', dannede 'Royal & SunAlliance'. RSA's engelske forsikringsforretning udgør 40% af præmieindtægterne, mens den internationale forretning – herunder Codan i Danmark – udgør de resterende 60%. RSA er et meget konservativt forsikringselskab, hvor risikostyringen dikterer både forsikringsforretningen og selskabets investeringsstrategi. Fokus er i høj grad på at skabe et attraktivt og vedvarende indtjeningsniveau. Blandt andet derfor, har RSA manøvreret stort set uberørt gennem krisen, og står stadig meget stærkt i en usikker fremtid.



CVS driver USA's største kæde af drugstores med godt 7.000 butikker fordelt over USA. Derudover administrerer selskabet sundhedsordninger på vegne af lang række virksomheder og offentlige myndigheder overfor deres respektive medarbejdere og borgere. Selskabet forventes i de kommende år at nyde godt af en aldrende befolkning, der øger de i forvejen høje sundhedsudgifter. Der vil samtidig være et øget pres for at få sundhedsudgifterne til at "strække" længere, hvilket bl.a. vil give CVS mulighed for at øge det lukrative salg af billigere kopipreparater.



HP er en førende producent af produkter og services inden for printere, scannere og udstyr til digital billedbehandling. Derudover produceres en bred vifte af computere til både private og virksomheder. HP er præget af betydelig stabilitet på grund af produkternes korte livscyklus og høje andel af eftersalg i form af eksempelvis toner til printere og kopimaskiner.



Amerikanske ConocoPhillips er et internationalt integreret energiselskab med aktiviteter indenfor udvikling, produktion, salg og transport af olie og gas samt kemikalier. Med udsigt til fortsat forbedrede konjunkturodsigter og svagt stigende efterspørgsel efter olie vil der langsigtet være en bund under olieprisen. ConocoPhillips vil i et scenario med stigende oliepriser nyde godt af udviklingen i forhold til andre integrerede selskaber.





# Formueplejeselskaberne på tværs

Sammenligning af de vigtigste karakteristika for de enkelte Formueplejeselskaber

Note	KLASSISKE SELSKABER					SPECIAL-SELSKABER			INV. FORENING	
	Optimum	Pareto	Safe	Epikur	Penta	Merkur	LimiTTellus	Fokus	Globus	
<b>VAREDEKLARATION</b>										
1	Afkastmål, 5 år	30%	55%	70%	85%	100%	65%	>FT World	Min 2 x NYK obl.	-
	Risikoramme									
	Maksimalt kurstab 3 år	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-12,5%	-15%	-	-
	Investeringsunivers	Danske obligationer Globale aktier					Danske obl. Globale aktier Formuepleje- selskaberne	100% globale aktier	100% danske obligationer	100% globale aktier
	Investeringsstrategi	Tangentporteføljet teori					Fund of funds	100% aktier Optionssikring	Rente- arbitrage	100% globale aktier
<b>AKTIVER</b>										
<b>Milliarder kroner</b>										
	Obligationer/kontant	0,4	3,0	7,7	3,8	5,1	-	-	1,2	-
	Aktier	0,2	0,6	2,0	1,1	1,7	0,6	0,7	-	0,1
	Samlet portefølje	0,6	3,6	9,7	4,9	6,8	0,6	0,7	1,2	0,1
<b>Andel af balance</b>										
	Obligationer/kontant	69%	83%	79%	78%	75%	0%	0%	100%	13%
	Aktier	31%	17%	21%	22%	25%	100%	100%	0%	87%
<b>Andel af egenkapital</b>										
	Obligationer/kontant	69%	322%	314%	352%	367%	0%	0%	451%	13%
	Aktier	31%	60%	82%	103%	121%	100%	100%	-	87%
<b>PASSIVER</b>										
<b>Milliarder kroner</b>										
	Egenkapital	0,6	0,9	2,4	1,1	1,4	0,6	0,7	0,3	0,1
	Lånekapital	-	2,6	7,2	3,8	5,4	-	-	0,9	-
	Samlet portefølje	0,6	3,5	9,6	4,9	6,8	0,6	0,7	1,2	0,1
<b>Procent</b>										
	Egenkapital (solvens)	100%	26%	25%	22%	21%	100%	100%	25%	100%
	Lånekapital	-	74%	75%	78%	79%	0%	-	75%	-
	Samlet portefølje	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Gearing	-	2,9	3,0	3,5	3,9	-	-	3,0	-
<b>DIVERSE</b>										
2	<b>Omkostninger</b>									
	Resultathonorar	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	5%
	Adm. omk., % af balance	0,62%	0,52%	0,40%	0,53%	0,48%	0,40%	0,70%	0,56%	1,24%
	Adm. omk., % af egenkapital	0,62%	1,96%	1,73%	2,26%	2,30%	0,70%	0,70%	2,82%	1,24%
3	<b>Øvrige oplysninger</b>									
	Noteret på NASDAQ OMX	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej
	Antal aktionærer	500	1.000	3.200	2.400	3.800	1.200	700	100	-
	Startår	2006	1999	1988	1991	1994	1998	2005	2009	2010

1) Opgjort med 90% sandsynlighed.

2) Der betales 10% resultathonorar, når der er overskud (Globus dog 5%). Tidligere års underskud skal genindtjenes før der igen betales resultathonorar (High Water Mark). Der er således ikke betalt resultathonorar i alle selskaber i seneste regnskabsår.

Kilde: Seneste årsrapporter.

3) Antal navnenoterede aktionærer ultimo seneste regnskabsår.

# 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 selskabsbeskat og efter alle omkostninger.

## BESKRIVELSE

Kort introduktion til selskabets investeringsstrategi.

## RISIKO

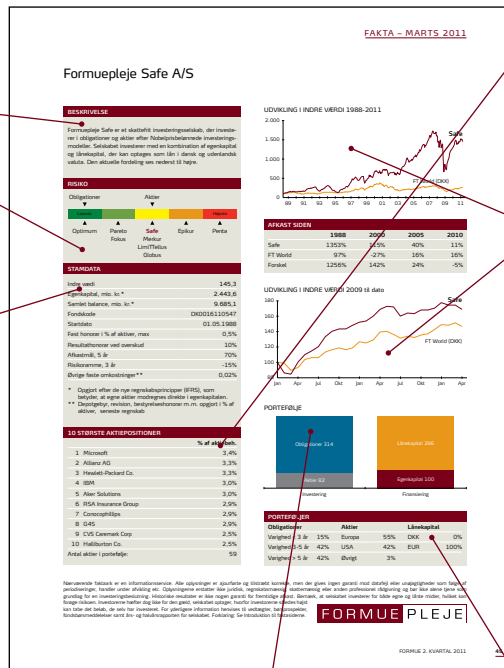
Indikerer selskabets placering på risikobarometeret i forhold til de øvrige Formueplejeselskaber og i forhold til risikoen på obligations- og aktiemarkedet.

## STAMDATA

Faktuelle oplysninger om selskabet. Afkastmål er selskabets forventede medianafkast under normale markedsforhold. Risikoramme udtrykker det maksimale forventede formuetab i selskabets indre værdi, der indtræffer med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier. Syv af Formueplejeselskaberne er noterede på NASDAQ OMX Copenhagen A/S (Mid Cap/ Small Cap). Formuepleje Fokus og Formuepleje Invest, afdeling Globus er ikke noterede, oplysning om indre værdi mv. kan findes på [www.formuepleje.dk/formueplejeselskaberne](http://www.formuepleje.dk/formueplejeselskaberne).

## 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 skylder 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**

Obligationer ▼	Aktier ▼
Laveste	Højeste
▲	▲
<b>Optimum</b>	Pareto Fokus
	Safe Merkur LimitTellus Globus
	Epikur
	Penta

**STAMDATA**

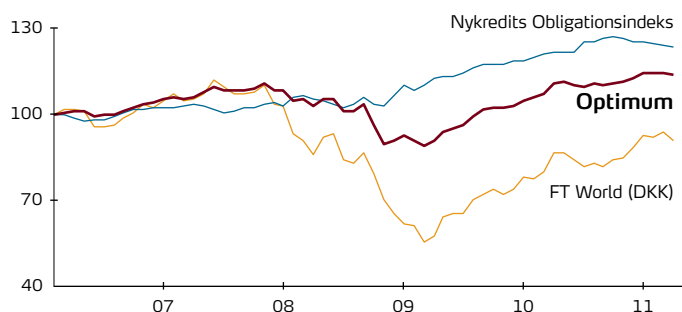
Indre værdi	113,9
Egenkapital, mio. kr.*	593,1
Samlet balance, mio. kr.*	593,1
Fondskode	DK0060026680
Startdato	01.02.2006
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	30%
Risikoramme, 3 år	-5%
Øvrige faste omkostninger**	0,12%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
\*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 IBM	4,6%
2 Microsoft Corp	4,3%
3 Hewlett-Packard Co.	4,1%
4 G4S	3,3%
5 Halliburton	3,2%
6 Aker Solutions	3,0%
7 Allianz AG	3,0%
8 Conocophillips	2,9%
9 CVS Caremark	2,7%
10 Unilever NV CVA	2,6%
Antal aktier i portefølje: 53	

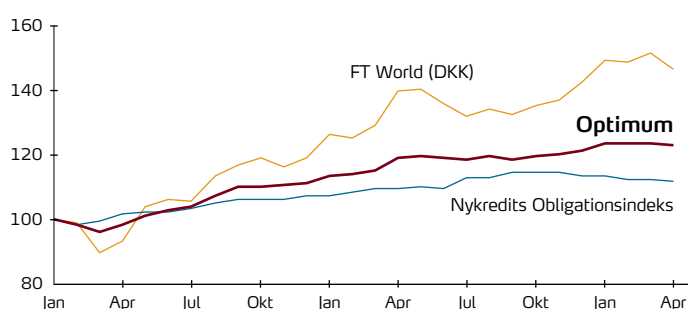
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2006-2011



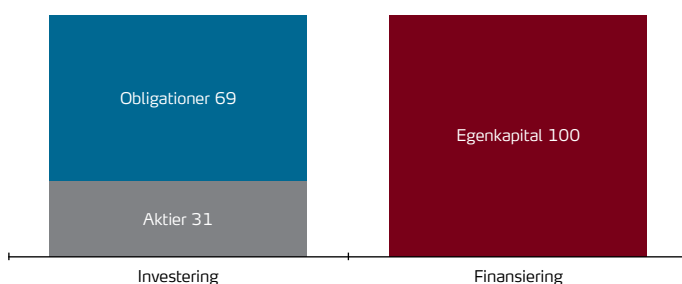
AFKAST SIDEN

	2006	2007	2008	2010
Optimum	14%	8%	5%	9%
NYK Obl.indeks	23%	21%	20%	4%
Forskel	-9%	-13%	-15%	5%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer		Aktier	
Varighed < 3 år	14%	Europa	48%	
Varighed 3-5 år	55%	USA	48%	
Varighed > 5 år	31%	Øvrigt	4%	

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 fremtidig afkast. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

# 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**

Obligationer ▼	Aktier ▼
Laveste	
▲	▲
Optimum	Pareto Fokus
	Safe Merkur
	LimitTellus
	Globus
	Epikur
	Penta
	▲
	Højeste

**STAMDATA**

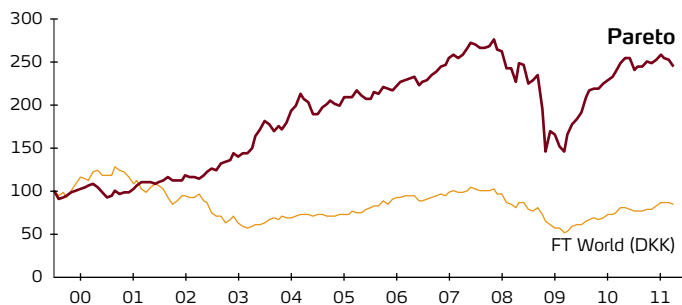
Indre værdi	245,3
Egenkapital, mio. kr.*	924,0
Samlet balance, mio. kr.*	3.534,5
Fondskode	DK0016023494
Startdato	01.07.1999
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	55%
Risikoramme, 3 år	-10%
Øvrige faste omkostninger**	0,05%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
\*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Microsoft	4,4%
2 IBM	3,9%
3 Allianz AG	3,7%
4 Hewlett-Packard Co.	3,7%
5 G4S	3,5%
6 RSA Insurance Group	3,1%
7 Aker Solutions	2,9%
8 Conocophillips	2,8%
9 CVS Caremark	2,6%
10 Halliburton Co.	2,5%
Aantal aktier i portefølje:	55

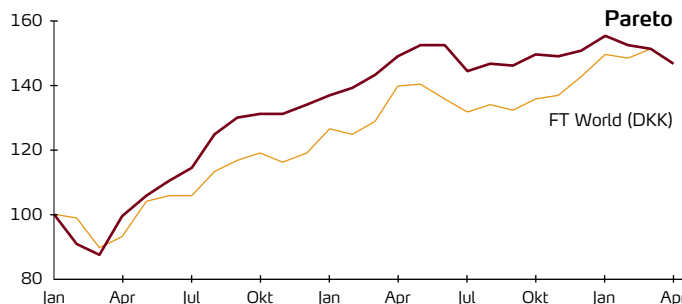
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1999-2011



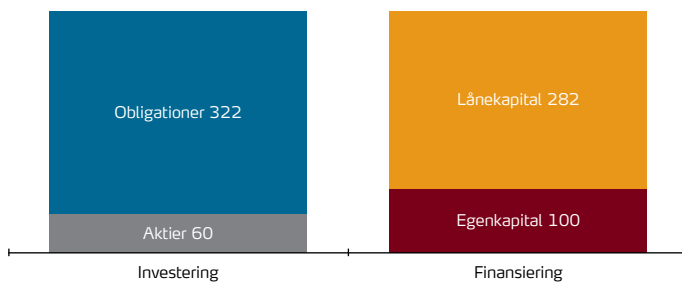
AFKAST SIDEN

	1999	2000	2005	2010
Pareto	145%	138%	17%	7%
FT World	6%	-27%	16%	16%
Forskel	139%	165%	1%	-9%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	18%	Europa	51%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	41%	USA	45%	EUR 100%
Varighed > 5 år	41%	Øvrigt	4%	

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 faktsiderne.

**FORMUE PLEJE**

# 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**

Obligationer ▼	Aktier ▼
Laveste	Højeste
▲	▲
Optimum	Pareto Fokus
	▲
	<b>Safe</b>
	Mercur
	LimitTellus
	Globus
	▲
	Epikur
	▲
	Penta

**STAMDATA**

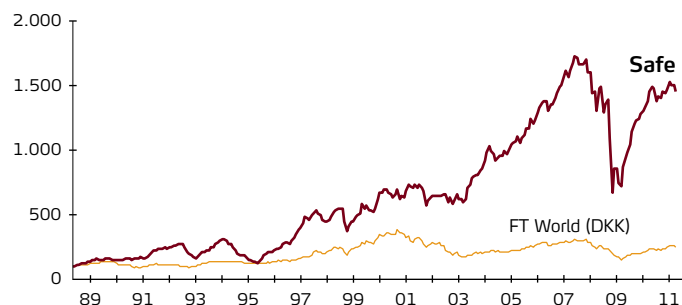
Indre værdi	145,3
Egenkapital, mio. kr.*	2.443,6
Samlet balance, mio. kr.*	9.685,1
Fondskode	DK0016110547
Startdato	01.05.1988
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	70%
Risikoramme, 3 år	-15%
Øvrige faste omkostninger**	0,02%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
\*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Microsoft	3,4%
2 Allianz AG	3,3%
3 Hewlett-Packard Co.	3,3%
4 IBM	3,0%
5 Aker Solutions	3,0%
6 RSA Insurance Group	2,9%
7 Conocophillips	2,9%
8 G4S	2,9%
9 CVS Caremark Corp	2,5%
10 Halliburton Co.	2,5%
Antal aktier i portefølje: 59	

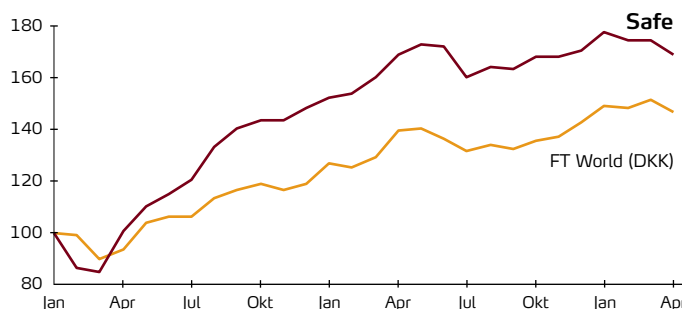
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1988-2011



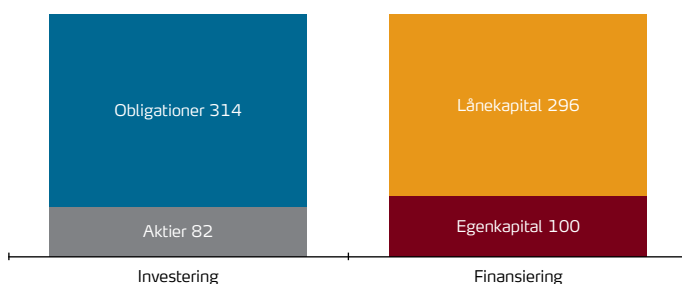
AFKAST SIDEN

	1988	2000	2005	2010
Safe	1.353%	115%	40%	11%
FT World	97%	-27%	16%	16%
Forskel	1.256%	142%	24%	-5%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer		Aktier		Lånekapital	
Varighed < 3 år	15%	Europa	55%	DKK	0%	
Varighed 3-5 år	42%	USA	42%	EUR	100%	
Varighed > 5 år	42%	Øvrigt	3%			

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.

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Epikur A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Epikur 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**

Obligationer	Aktier
Laveste	
▲	▲
Optimum	Safe
Pareto Fokus	Merkur
	LimitTellus
	Globus
	<b>Epikur</b>
	▲
	Højeste

**STAMDATA**

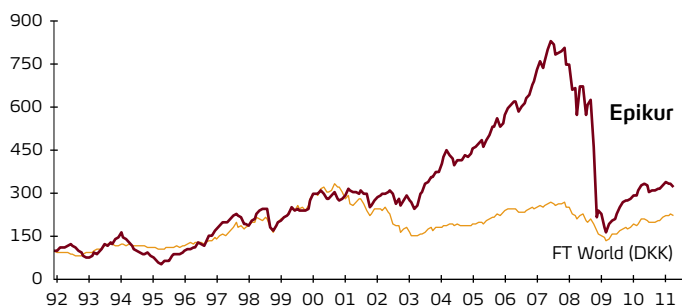
Indre værdi	318,7
Egenkapital, mio. kr.*	1.071,2
Samlet balance, mio. kr.*	4.891,4
Fondskode	DK0016079288
Startdato	01.11.1991
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	85%
Risikoramme, 3 år	-20%
Øvrige faste omkostninger**	0,05%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
 \*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Microsoft	4,1%
2 IBM	3,9%
3 Hewlett-Packard Co.	3,5%
4 RSA Insurance Group	3,5%
5 Allianz AG	3,4%
6 G4S	3,2%
7 Aker solutions	2,7%
8 Conocophillips	2,7%
9 Unilever NV CVA	2,7%
10 Ahold	2,7%
Antal aktier i portefølje: 54	

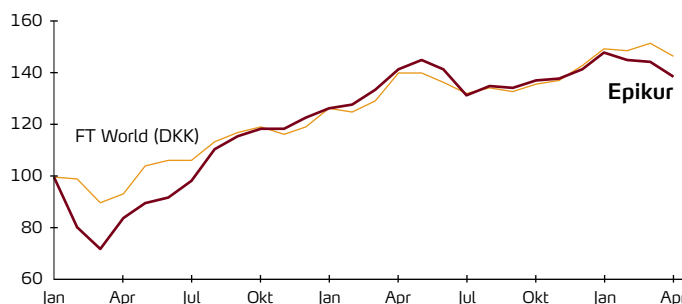
UDVIKLING I INDRÆ VÆRDI 1991-2011



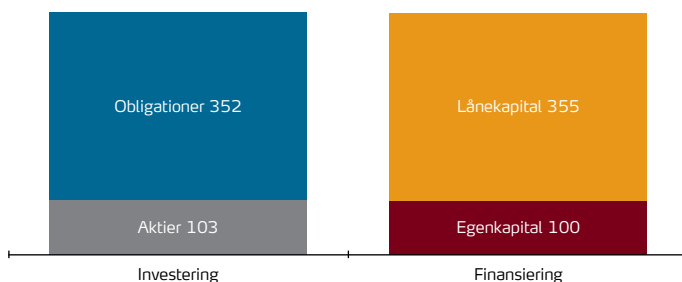
AFKAST SIDEN

	1991	2000	2005	2010
Epikur	219%	7%	-30%	9%
FT World	97%	-27%	16%	16%
Forskel	122%	34%	-46%	-7%

UDVIKLING I INDRÆ VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	17%	Europa	53%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	33%	USA	43%	EUR 100%
Varighed > 5 år	50%	Øvrigt	4%	

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 faktsiderne.

FORMUE PLEJE

# 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**

Obligationer ▼	Aktier ▼
Laveste	Højeste
▲	▲
Optimum	Pareto Fokus
	▲
	Safe Merkur
	▲
	Epikur
	▲
	LimitTellus
	▲
	Globus
	▲
	<b>Penta</b>

**STAMDATA**

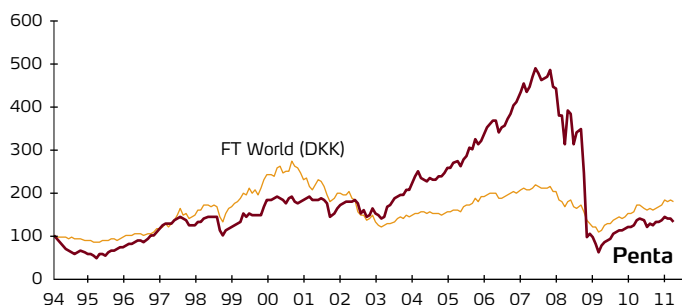
Indre værdi	134,4
Egenkapital, mio. kr.*	1.396,5
Samlet balance, mio. kr.*	6.827,4
Fondskode	DK0016079361
Startdato	01.01.1994
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	100%
Risikoramme, 3 år	-25%
Øvrige faste omkostninger**	0,04%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
\*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Microsoft Corp.	4,2%
2 IBM	3,8%
3 RSA Insurance Group	3,6%
4 Transocean	3,6%
5 Allianz AG	3,3%
6 G4S	3,1%
7 Hewlett-Packard Co.	3,1%
8 Aker Solutions	2,9%
9 Conocophillips	2,8%
10 CVS Caremark Corp.	2,7%
Antal aktier i portefølje: 57	

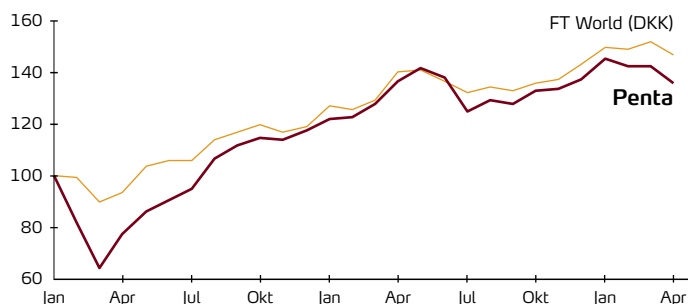
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1994-2011



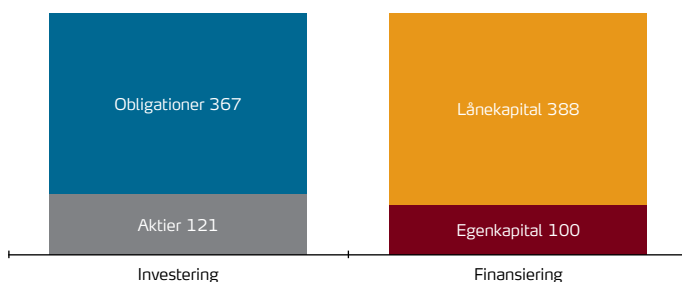
AFKAST SIDEN

	1994	2000	2005	2010
Penta	34%	-28%	-48%	11%
FT World	97%	-27%	16%	16%
Forskel	-63%	-1%	-64%	-5%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	16%	Europa	51%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	48%	USA	45%	EUR 100%
Varighed > 5 år	36%	Øvrigt	4%	

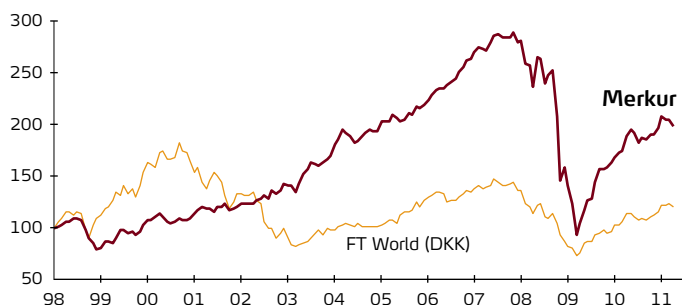
Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden 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.

**FORMUE PLEJE**

## Formuepleje Merkur A/S

BESKRIVELSE	
<p>Formuepleje Merkur er et skattefrit investeringsselskab, der investerer kortsigtet og langsigtet i de øvrige Formueplejeselskaber. 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.</p>	
RISIKO	
Obligationer	Aktier
▼	▼
Laveste	Højeste
▲	▲
Optimum	Pareto Fokus
	Safe
	<b>Merkur</b>
	LimitTellus
	Globus
	Epikur
	Penta
STAMDATA	
Indre værdi	197,8
Egenkapital, mio. kr.*	575,8
Samlet balance, mio. kr.*	575,8
Fondskode	DK0016042609
Startdato	01.01.1998
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	65%
Risikoramme, 3 år	-12,5%
Øvrige faste omkostninger**	0,11%
<p>* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.</p> <p>** Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab</p>	
10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER	
	% af aktiebeh.
1 Formuepleje Epikur A/S	22,7%
2 Formuepleje Penta A/S	21,5%
3 Formuepleje Fokus A/S	12,5%
4 Formuepleje Pareto A/S	11,6%
5 Formuepleje LimitTellus A/S	9,6%
6 Formuepleje Optimum A/S	3,7%
7 Formuepleje Safe A/S	0,9%
8 Microsoft	0,8%
9 IBM	0,7%
10 Hewlett-Packard Co.	0,6%
Antal aktier i portefølje: 60	

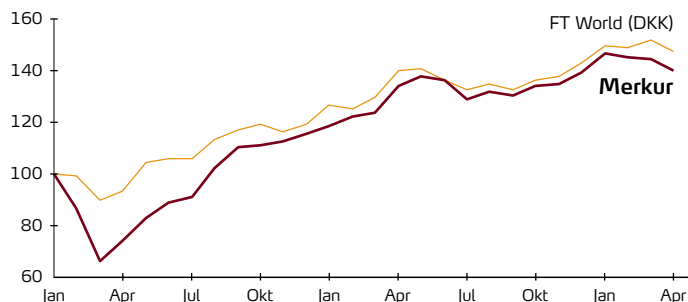
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1998-2011



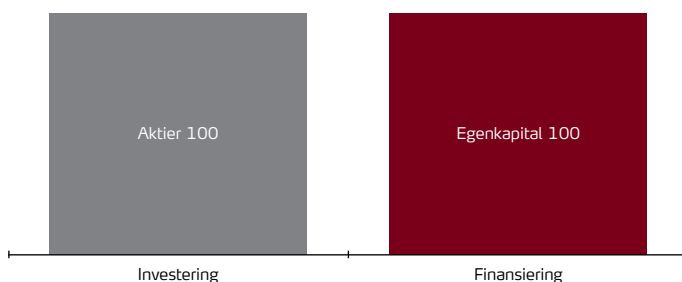
AFKAST SIDEN

	1998	2000	2005	2010
Merkur	98%	85%	-2%	18%
FT World	19%	-27%	16%	16%
Forskel	79%	112%	-18%	2%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	47%
USA	48%
Øvrigt	5%

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 faktsiderne.

FORMUE PLEJE



# Formuepleje LimiTellus A/S

**BESKRIVELSE**

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

**RISIKO**

Obligationer ▼	Aktier ▼
Laveste	Højeste
▲	▲
Optimum	Pareto Fokus
	▲
	Safe Merkur <b>LimiTTellus</b> Globus
	▲
	Epikur
	▲
	Penta

**STAMDATA**

Indre værdi	126,3
Egenkapital, mio. kr.*	653,6
Samlet balance, mio. kr.*	653,6
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%
Øvrige faste omkostninger**	0,18%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
\*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Microsoft	3,8%
2 IBM	3,7%
3 RSA Insurance Group	3,4%
4 Allianz AG	3,4%
5 Aker Solutions	3,3%
6 Hewlett-Packard Co.	3,2%
7 Conocophillips	3,2%
8 G4S	3,0%
9 Halliburton Co.	2,8%
10 Transocean Inc	2,7%
Antal aktier i portefølje: 54	

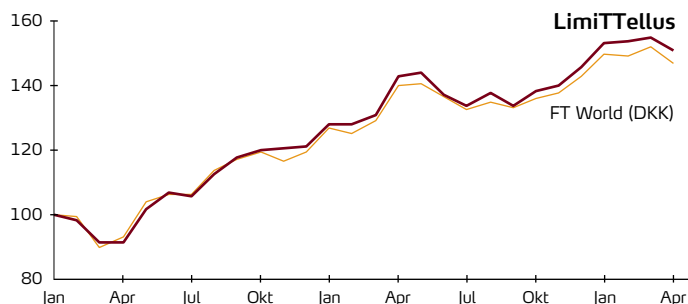
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2005-2011



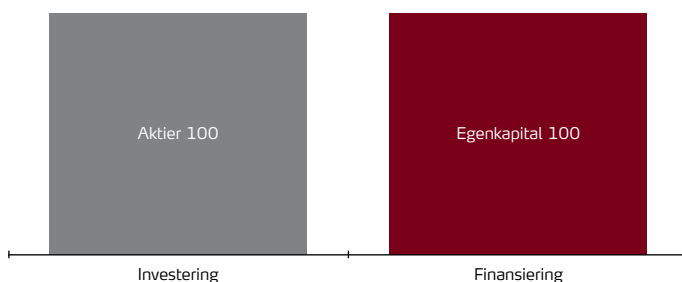
AFKAST SIDEN

	2005	2007	2010
LimiTTellus	26%	-10%	18%
FT World	16%	-13%	16%
Forskel	10%	3%	2%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	50%
USA	46%
Øvrigt	4%

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. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsårsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

# Formuepleje Fokus A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Fokus er et skattefrit investeringsselskab, 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**

Obligationer	Aktier
▼	▼
Laveste	Højeste
▲	▲
Optimum	Pareto
	<b>Fokus</b>
	Safe
	Merkur
	LimitTellus
	Globus
	Epikur
	Penta

**STAMDATA**

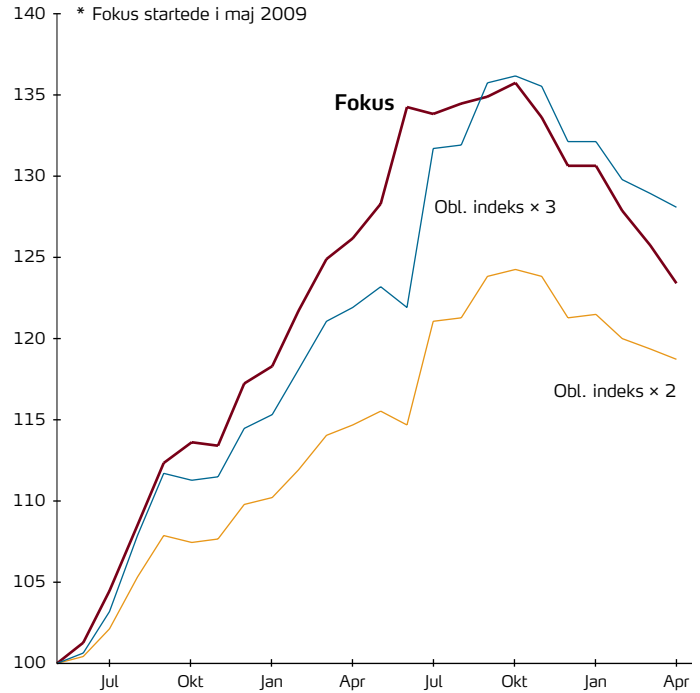
Indre værdi	115,3
Egenkapital, mio. kr.*	258,8
Samlet balance, mio. kr.*	1.168,7
Fondskode	DK0060179596
Startdato	01.05.2009
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	Min 2 x NYK obl.
Forventet udbytte	8 kr. pr. aktie
Øvrige faste omkostninger**	0,08%

\* Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
 \*\* Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab

**10 STØRSTE POSITIONER**

	% af beholdning
1 5% Nykredit 03D 2035	11,6%
2 4% Realkredit DK 23SSA 2041	8,0%
3 5% Realkredit Danmark 23D 2035	7,8%
4 5% Nordea Kredit ANN 2035	7,5%
5 4% Realkredit DK 21S.S 2026	4,9%
6 5% Nykredit 3D 2038	4,4%
7 2% Nykredit 2013	4,4%
8 4% Nordea OA 2035	4,0%
9 4% Nordea ann 2035	4,0%
10 4% Nykredit 12E 2012	3,1%
Antal obligationer i portefølje:	49

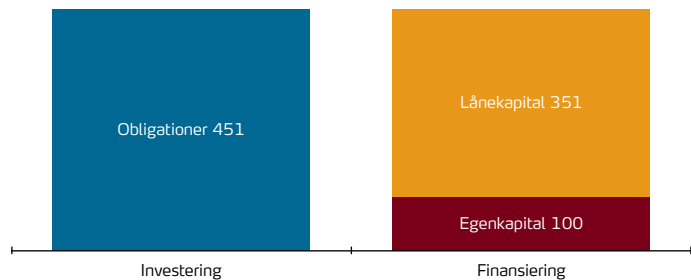
**UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato \***



**AFKAST SIDEN**

	2009	2010
Fokus	23%	4%
2 x NYK Obl.indeks	19%	8%
Forskel	4%	-4%

**PORTEFØLJE**



**PORTEFØLJER**

	Obligationer	Lånekapital
Varighed < 3 år	25%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	45%	EUR 100%
Varighed > 5 år	30%	

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 faktasiderne.



# Formuepleje Invest, afdeling Globus

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Invest, afdeling Globus er en investeringsforening, der investerer i globale aktier. Foreningen er nystartet i 2010.

**RISIKO**

Obligationer ▼  
 ▲ Laveste  
 ▲ Optimum  
 ▲ Pareto Fokus

Aktier ▼  
 ▲ Safe Merkur  
 ▲ LimitTellus  
**Globus**  
 ▲ Epikur  
 ▲ Højeste  
 ▲ Penta

**STAMDATA**

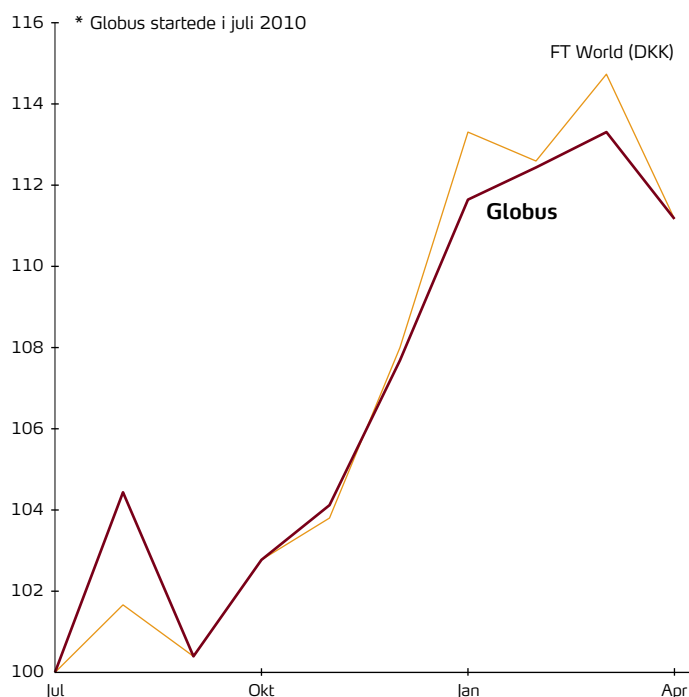
Indre værdi	111,1
Samlet balance, mio. kr.*	120,5
Fondskode	DK0060213015
Startdato	05.07.2010
Adm.omk. anslået*	1,24%
Resultathonorar ved overskud	5%

Administrationsomkostninger er i henhold til seneste regnskab 1.24%. Der betales 5% resultathonorar ved overskud.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Halliburton Co	3,4%
2 CVS Caremark Corp	3,3%
3 Unilever NV	3,2%
4 ConocoPhillips	3,1%
5 International Business Machines Corp	3,0%
6 Aker Solutions ASA	2,9%
7 Microsoft Corp	2,9%
8 Allianz SE	2,9%
9 Hewlett-Packard Co	2,6%
10 Wal-Mart Stores Inc	2,6%
Antal aktier i portefølje:	55

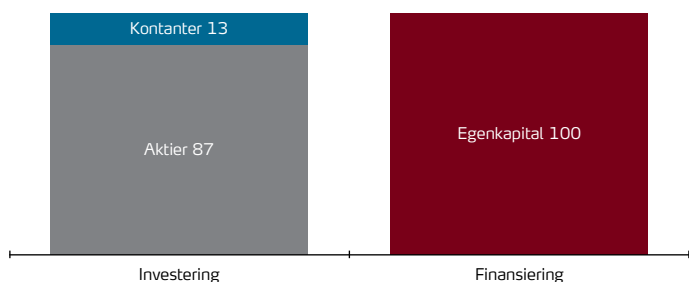
**UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2010 til dato \***



**AFKAST SIDEN**

	Juli 2010
Globus	10,3%
FT World	11,1%
Forskel	-0,8%

**PORTEFØLJE**



**PORTEFØLJER**

Aktier	
Europa	52%
USA	44%
Øvrige	4%

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. For yderligere information henvises til vedtægter samt tegningsprospekt for foreningen. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

UDGIVER:

**FORMUE PLEJE**  
SELSKABERNE

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:

**FORMUE PLEJE**

Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C  
Tuborg Havn, Tuborg Havnevej 19, 2900 Hellerup

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