

# FORMUE

26. ÅRGANG

03 // 2011

## Banker på bistand

- Professor afviser Børsens påstande
- Potentiale på 40% i europæiske aktier
- Den græske tragedie

# Uro på de finansielle markeder

Som investor står man aktuelt overfor finansielle markeder, der er præget af uro og usikkerhed, som ikke mindst relaterer sig til gældsproblemerne i mange lande og den deraf følgende usikkerhed om Euroens beståen. Specielt gældsproblematikken i Grækenland er for øjeblikket i fokus, og rigtig mange eksperter og markedsdeltagere er overbevist om, at det kun er et spørgsmål om tid før Grækenland må give op og gå statsbankerot.

Jeg vil gerne slå fast, at vi i Formueplejeselskaberne ikke har og aldrig har haft investeringer i græske statsobligationer. Men det er klart, at hvis Grækenland går statsbankerot, så har det selvfølgelig en betydning for de øvrige finansielle markeder. I Formueplejeselskaberne har vi valgt at reducere risikoen således, at vi ikke længere anvender schweizerfranc som finansieringsvaluta, og vores aktieinvesteringer er drejet mod lidt mere defensive aktier, som ikke er så konjunkturfølsomme. På obligationsiden er vi stadig i danske realkreditobligationer, som giver en ganske fornuftig merrente i forhold til de renter, som selskaberne betaler for lånefinansieringen.

## I SMULT VAND I FORMUEPLEJESELSKABERNE

Ser man på udviklingen siden årsskiftet, har Formueplejeselskaberne da også klaret sig noget bedre end aktiemarkedet globalt og en del bedre end det danske aktieindeks, som i skrivende stund er faldet med ca. 10 procent. I den samme periode har Formueplejeselskaberne også udvist en større stabilitet med mindre kursudsving end mange andre investeringsobjekter i markedet. Dette er selvfølgelig et resultat af den valgte risiko-profil, men også en konsekvens af, at Formueplejekonceptet indeholder en løbende indtjening i form af den merrente som de danske realkreditobligationer giver i forhold til den lånerente, som selskaberne betaler.

Siden årsskiftet, har Formueplejeselskaberne udvist en større stabilitet med mindre kursudsving end mange andre investeringsobjekter i markedet.

Med udgangspunkt i, at det aktuelle kursniveau på globale aktie forekommer relativt billigt i forhold til de forventninger, der er til selskabernes indtjening og med en forventning om, at renterne kun stiger svagt de næste 12 måneder – forventes der, for de Formueplejeselskaber, som anvender fremmedfinansiering, et afkast det kommende år i størrelsesordenen 10 til 20 procent, mens de ugearede selskaber Optimum og LimiTellus forventes at give et afkast på 5 til 10 procent.

## UVILDIG RISIKOVURDERING

I dette nummer af FORMUE har vi valgt at bringe artikler, som går tættere på den græske gældsproblemstilling og bankernes udfordringer de kommende år. I magasinet beskriver vi også det aktuelle risikoniveau i Formueplejeselskaberne nærmere. Det sidste er bl.a. en konsekvens af, at Dagbladet Børsen den 1. april valgte at bringe en forsideartikel, hvor de fejlagtigt påstod, at risikoen var blevet forøget. Med baggrund heri valgte vi at bede professor Carsten Tanggaard, en af Danmarks mest respekterede eksperter i finansiering, om at tage stilling til Børsens påstande. Som man kan læse mere om i en anden artikel i dette magasin, så afviser professoren klart Børsens påstand. Carsten Tanggaard påpeger faktisk, at Penta som er det selskab, der har størst risiko, aktuelt ligger på niveau med risikoen i det globale aktieindeks. Vi er glade for Tanggaards uvildige analyse, og vi fastholder den konservative kurs, vi har lagt for selskaberne.



Esben Vibe, direktør, Formueplejeselskaberne

# FORMUE

Udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

## UDKOMMER

fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

## OPLAG

16.000 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)  
 Direktør Søren Astrup  
 Kommunikationsansvarlig Marianne Halse  
 Journalist Jens Hansen  
 Grafisk design Hanne Skov  
 Offsettryk Zeuner Grafisk  
 Fotografer Christoffer Håkansson  
 Istockfoto, Polfoto, Casper Dalhoff  
 Forsidefoto: Istockphoto

## BIDRAGYDERE

Bestyrelsesformand  
 Carsten With Thygesen  
 Bestyrelsesformand  
 Jørn Nielsen  
 Direktør Esben Vibe  
 Direktør Søren Astrup  
 Formueforvalter Thomas Bergruber  
 Formueforvalter René Rømer  
 Journalist Jens Hansen  
 Kommunikationsansvarlig Marianne Halse  
 Centerdirektør, professor Børge Obel  
 Professor Carsten Tanggaard  
 Journalist Kim Pauli

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

## 3. KVARTAL 2011 // 26. ÅRGANG

Redaktionen er afsluttet  
 7. juli 2011  
 Faktasiderne er afsluttet  
 den 30. juni 2011

04



## ARTIKLER

- 02 //** Leder  
**04 //** Banker på bistand  
**13 //** Bestyrelsens side  
**14 //** Hvad koster det?  
**18 //** "Nej, din bank anbefaler ikke vores aktier"  
**20 //** Renteskolen  
**24 //** Professor afviser Børsens påstande  
**26 //** Kaos koster  
**30 //** To modne træer i investeringsjunglen  
**34 //** Den græske tragedie  
**38 //** Verdensøkonomiens Achilleus  
**42 //** Markedsvurdering  
**47 //** De 10 største aktier  
**49 //** Formueplejeselskaberne på tværs

## FAKTASIDER

- 50 //** Introduktion til faktasiderne  
**51 //** Optimum  
**52 //** Pareto  
**53 //** Safe  
**54 //** Epikur  
**55 //** Penta  
**56 //** Merkur  
**57 //** LimiTTellus  
**58 //** Fokus  
**59 //** Formuepleje Invest Afdeling Globus

34



38



14



# Banker på bistand



I kølvandet på konkurserne i Amagerbanken og senest Fjordbank Mors har den danske banktop endnu en gang råbt på hjælp fra skatteyderne. Hvor vigtigt er det at holde hånden under bankerne, og ved politikerne egentlig hvad de gør, når de vedtager en "Bankpakke"? I denne analyse sætter vi fokus på bankernes problemer.

AF THOMAS BERNGRUBER, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Lad os som udgangspunkt forestille os en verden uden banker. Vi befinder os i en virkelighed, der reelt er første stadie efter rene byttehandlere. Det er tidspunktet, hvor alt lige er begyndt at have en pris i kroner.

I en sådan verden vil udnyttelsen af ressourcerne være enormt uhensigtsmæssig. Det, vi i dag omtaler som den økonomiske aktivitet i samfundet, vil være meget lav. Årsagen er, at der mangler et "mødested", hvor en person, der har mere end han bruger, kan stille sit overskud til rådighed for en person, der har et midlertidigt behov, for at bruge mere end han har.

**Efterspørgslen efter lån viser sig at være enorm, og til trods for vores ihærdige analyse af de potentielle projekter ved vi, at der er en risiko for, at vi vælger et projekt, der ikke lykkes.**

I vores søgen efter en mere optimal løsning skaber vi et "mødested" for de pågældende parter. Mere præcist opretter vi en institution, hvis fornemste opgave bliver at formidle kontakt mellem dem, der har underskud af købekraft (som vi kalder lånerne) og de med overskud (som vi kalder indlånere). Lad os for eksemplets skyld bare kalde institutionen en bank. I forbindelse med oprettelsen af banken indskyder vi 100 kroner af vores egne midler. Vi kalder for nemheds skyld de 100 kroner for egenkapital. Egenkapitalen placerer vi i obligationer med meget lav risiko, da det er vores sikring mod uforudsete udgifter.

Det er klart, at vi ikke uden videre kan forvente at tiltrække indlånere, så som gulerod tilbyder vi dem en rente, så længe vi har deres penge til rådighed. Indlånsrenten, som vi kalder den, fastsætter vi til 1% om året, og inden længe har vi modtaget i alt 100 kroner fra en række indskydere. Vi har nu 100 kroner i egenkapital og 100 kroner i indskud, hvilket giver mulighed for at investere 200 kroner. De 100 kroner har vi allerede investeret i risikofrie obligationer, mens de resterende 100 kroner går til udlån. Vi låner nu de 100 kroner ud til de projekter, der efter vores vurdering er mest attraktive. Lad os i den forbindelse bare antage, at vi i gennemsnit kræver en rentebetaling på 3% for låne penge ud.

Efterspørgslen efter lån viser sig at være enorm, og til trods for vores ihærdige analyse af de potentielle projekter ved vi, at der er en risiko for, at vi vælger et projekt, der ikke lykkes. I sidste ende kan det betyde, at en låner ikke kan >> betale sit lån tilbage.



Med vores nuværende kapitalstruktur kan vi, såfremt vi taber alt på samtlige udlån, stadig betale indlånernes indskudte beløb tilbage. Vores eget indskud i form af egenkapital vil derimod være tabt. En forudsætning vi accepterer, da det er grundlaget for, at vi tjener 2 procentpoint mere om året end indlånerne. Derudover er vi også beslutningstagere for vores udlånspolitik, og dermed ansvarlig for den risiko institutionen påtager sig. Til sammenligning har indlånerne ingen indflydelse på udlånspolitikken, men de har til gengæld sikkerhed for deres indskud.

Den formidrende institution er nu en realitet. Og vi har tilmed sikret os indlånernes tillid. Nu kan vi reelt låne os tilbage og nyde den stabile forrentning på 2% af egenkapitalen hvert eneste år.

## MERE VIL HAVE MERE

Vores udlånspolitik kommer dog hurtigt til at virke en anelse uambitiøs. Det er jo ikke realistisk, at vi taber alt på alle vores udlån, så vi beslutter, at vores egenkapital ikke nødvendigvis behøver at udgøre halvdelen af balancens passiver. Vi synes også, at alt for mange spændende og attraktive projekter tabes på grund af manglende finansiering. I stedet for at placere hele egenkapitalen i risikofrie obligationer, beslutter vi at investere den i yderligere udlån.

Vi har altså stadig indskud på 100 kroner og en egenkapital på 100 kroner, mens udlånene nu udgør 200 kroner. På den måde imødekommer vi i højere grad samfundets efterspørgsel efter kapital, og vi medvirker samtidig til at øge den økonomiske aktivitet i samfundet. Nu er alle glade.



Der skabes flere arbejdspladser, befolkningen bliver rigere, og politikernes muligheder for at blive genvalgt øges markant. Set fra vores forretnings synspunkt øges egenkapitalforrentningen fra 2% til 4%, hvilket selvfølgelig er glimrende for os som ejere. Den negative konsekvens af vores ambitiøse udlånspolitik er, at indskyderne ikke længere har sikkerhed for deres indskud.

## I takt med at vi i mindre grad finansierer vores forretning via egenkapital, bliver vi mere og mere sårbare overfor tab på vores udlån.

Som udgangspunkt er indskydernes manglende garanti problemfri, men i takt med at vi i mindre grad finansierer vores forretning via egenkapital, bliver vi mere og mere sårbare overfor tab på vores udlån, hvilket svækker tilliden fra indskyderne. Hvis tilliden bliver for lav, vil en indskyder i yderste konsekvens kræve sit indestående udbetalt. I en sådan situation vil vi være tvunget til at kræve en tilsvarende andel af vores udlån tilbagebetalt omgående, eller alternativt, sælge nogle af vores lån til en konkurrent. Den form for transaktioner vil oftest resultere i et tab i forhold til lånets regnskabsmæssige værdi, og dermed vil vores forretning svækkes yderligere. Her ligger der altså en naturlig markedsregulering, såfremt risikoen i vores forretning bliver for stor. Desværre ødelægger markedsreguleringen skalerbarheden i vores forretningsmodel, da den tvinger os til at holde en given egenkapitalandel for at sikre os mod indskydernes ret til at kræve pengene udbetalt. Hvis nu vi kan sikre os blind tillid fra indskyderne, så vil problemet være løst. Dermed ville det heller ikke gå ud over samfundets aktivitetsniveau. Vi har altså brug for en eller anden form for ekstern garanti.

### STATEN SPILLER MED

Heldigvis har vi bred opbakning fra både borgere og politikere til at finde en løsning. Borgerne er bange for at miste deres job, og politikerne vil stadig genvælges. Spørgsmålet er bare, hvem der skal afholde omkostningen?

Det er egentlig ikke helt efter bogen, men hvis vi tænker os lidt om, kan vi måske få politikerne med på ideen. Vores forretningsmodel er trods alt en sikker garant for øget økonomisk aktivitet.

Vores mission lykkes. Staten garanterer alle indlån, og vi har nu skabt et aktiv, i form af indlån; der er ubegrænset tillid til. For os bliver aktivet selvfølgelig et passiv, men et passiv vi kan bruge til at finansiere, hvad end vi ønsker. Vores forretningsmodel er altså ikke længere begrænset til simple udlån med relativt lave afkast. Denne nærmest ubegræn-

sete forretningsmodel, hvad angår aktivsiden, kan selvfølgelig blive et problem, såfremt vi taber for meget på vores investeringer. I så fald opstår samme problemstilling, som hvis vi tabte for meget på vores udlån i den simple model. På den ene side er det attraktivt for samfundet, at bankerne har så høj en gearing som muligt. På den anden side øger en høj gearing risikoen for, at samfundets aktivitetsniveau falder sammen. Det er altså en balancegang, hvor balancebommens højde er bestemmende for aktivitetsniveauet. Jo højere bommen er, desto højere bliver aktivitetsniveauet. Dog bliver konsekvensen af at miste balancen ligeledes mere alvorlig. Sagt på en anden måde; aktivitet overfor stabilitet.

Den logiske og fornuftige prioritering for samfundet, må og bør utvivlsomt være risikostyring frem for øget aktivitet. Af samme grund opstilles der, med tiden, grænser for vores forretningsmodel, blandt andet i form af solvenskrav osv. Ønsket er at ansøre vores forretning til en adfærd, der optimerer samfundets aktivitetsniveau uden at risikere et sammenbrud.

Politikernes og mediernes behandling bærer desværre overraskende ofte præg af manglende forståelse for den helt grundlæggende og netop beskrevne bankforretning. Herunder ikke mindst reguleringen heraf. Uden forståelsen bliver det absurd, at diskutere hvorvidt banker skal reguleres mere eller mindre. Ligeledes hvorvidt indskydergarantien skal forhøjes eller måske endda droppes helt. Det bliver også umuligt at forholde sig seriøst til reguleringens udformning og konsekvenser. Det mest skræmmende er dog uden sammenligning, at det til tider virker som om de ansvarlige, altså politikerne, myndighederne og dele af bankverdenen, famler i blinde. Hvis vi tager udgangspunkt i vores "tænkte bank", bør problemet slet ikke være så kompliceret.

### KRISENS FØRSTE FIX

Det er altid nemt at pege fingre. Særligt når konsekvenserne af tidligere handlinger allerede har udspillet sig. Ikke desto mindre vil vi alligevel vove pelsen med udgangspunkt i håndteringen af de seneste års bankkonkurser, der i Danmark startede med krakket i Roskilde Bank.

Krisen brød ud, da der blev sået tvivl om, hvorvidt de opgjorte aktiver i bankernes regnskaber, var det værd de stod opført til. Reaktionen var kontant og ikke til at misforstå. Ingen turde låne til hinanden og alt gik i stå. Som konsekvens heraf reagerede de fleste landes politikere med hjælpepakker til bankerne. Der var tale om hurtig og effektiv krisehåndtering. I Danmark vedtog man den 10. oktober 2008 Bankpakke I, der gav fuld sikkerhed for tilgodehavender i pengeinstitutter. I samme omgang stiftedes Afviklings-selskabet til sikring af Finansiell Stabilitet A/S. Pakken var som udgangspunkt finansieret af bankerne, med staten som garant for beløb ud over 35 mia. kroner. Med statens >>

# Desværre blev succesen fejret lidt for hurtigt, med det resultat, at krisens egentlige problem druknede undervejs i redningsprocessen.

officielle garanti i baghånden forsvandt sektorens likviditetsproblemer hurtigt. Grundet den tilfrosne likviditet, var Bankpakke I i bund og grund en både rigtig og nødvendig hjælpepakke. Desværre blev succesen fejret lidt for hurtigt, med det resultat, at krisens egentlige problem druknede undervejs i redningsprocessen.

Politikere, myndigheder og dele af bankverdenen glemte eller fortrængte måske, at den manglende likviditet ikke var opstået ud af det blå. Den opstod jo på grund af gigantiske solvensproblemer i hele banksektoren.

En banks solvens er kort sagt et udtryk for bankens evne til at modstå tab. Jo mere kapital banken har til rådighed, desto højere er bankens solvensprocent. Da solvensen bestemmes som forholdet mellem ansvarlig kapital og de risikovægtede aktiver, kan en bank forbedre solvensen ved at:

1. Øge den ansvarlige kapital ved eksempelvis at foretage en aktieemission eller udstede obligationer.
2. Sænke omfanget af de risikovægtede aktiver. For eksempel ved at frasælge filialer som eksempelvis Sparbank har gjort.
3. Banken kan vælge en kombination af ovennævnte.

Ovenstående forhold er muligvis årsagen til, at krisens egentlige problem druknede. Det virker umiddelbart oplagt at øge bankernes evne til at modstå tab, men udlånene vil være af nøjagtig samme kvalitet som før tilførslen af likviditet. Ligeledes er tabene uændrede. Ved at tilføre likviditet overføres tabene reelt bare til likviditetsgiver, men de vil stadig være der. Solvensproblemer og likviditetsmangel er to forskellige problemstillinger, der kræver tilsvarende forskellige løsninger. Denne pointe er helt central, men virker desværre ikke til at have været klar nok for specielt politikere og myndigheder.

Muligvis er det også her, vi skal finde årsagen til det, der kan betegnes som de seneste års politiske tourettes, som har plaget debatten om sikring af banksektorens stabilitet.

## ROSKILDESYGE FEJLBEHANDLES

Det første klare eksempel finder vi i form af Bankpakke II, der netop var en likviditetsløsning på et solvensproblem. Som en reaktion på bankernes manglende vilje til at låne penge ud, blev Bankpakke II, der gav bankerne yderligere adgang til lånekapital, indført den 4. februar 2009.

## Bankpakke II virkede i bedste fald naiv i både sit formål og sin konstruktion.

Havde politikere og myndigheder forstået forskellen på solvens og likviditet, havde det været åbenlyst, at den manglende vilje til at låne penge ud tydeligvis var direkte affødt af bankernes solvensproblemer. Ikke desto mindre valgte de med Bankpakke II, at stille lånekapital til rådighed for bankerne med argumentet om, at man ville "normalisere udlånspolitikken og modvirke en kreditklemme". Uansvarligheden i dette argument er i sig selv skræmmende. I en situation hvor samfundet blev kvalt i gæld, var politikernes bud på en løsning, at der bare skulle lånes endnu mere ud. Bankpakke II virkede i bedste fald naiv i både sit formål og sin konstruktion. Bankerne gik på daværende tidspunkt en meget usikker fremtid i møde, hvad angik den økonomiske udvikling, nedskrivninger og fremtidig regulering. Værdien af deres aktiver var en meget usikker størrelse, så ud fra de betragtninger var der absolut ingen grund til at tro, at Bankpakke II ville øge udlånsvæksten. Desuden stillede Bankpakke II absolut ingen krav til bankernes udlånspolitik. Resultatet burde altså være forudsigeligt. Ganske rigtigt takkede bankerne for den indskudte kapital, men anvendte den ikke til udlån. Ved at indskyde hybrid kernekapital, der giver banken retten til at konvertere hybridkapital til aktier, påtog staten sig en ekstra





# Roskilde Bank

risiko på skatteborgernes vegne. I forhold til argumenterne der lagde op til Bankpakke II, var manøveren en dundrende fiasko. Var formålet i stedet, at sikre Danmarks største bank overlevelse ved at overføre risikoen til skatteborgerne, må den til gengæld betegnes som en storartet succes.

Den 1. oktober 2010 markerede udløbet for Bankpakke I og overgangen til Bankpakke III. Med Bankpakke III ophørte den ubegrænsede statsgaranti på tilgodehavender i pengeinstitutter og Finansiell Stabilitet A/S fik mulighed for fortsat, at kunne overtage nødlidende pengeinstitutter. Den tidligere vedhæftede statsgaranti ophørte også i denne sammenhæng. Bankpakke III skulle herefter sikre "en kontrolleret håndtering af nødlidende pengeinstitutter." Den første test kom formentlig en anelse hurtigere end ventet i form af Amagerbankens konkurs.

Generelt har krisen vist os, at særligt bankkonkurser er noget samfundet for enhver pris vil undgå. Konkursen opfattes som farlige og resulterer i ustabilitet og usikkerhed. Nej, så hellere en redningspakke eller to. Så behøver vi aldrig at se virkeligheden i øjnene. De såkaldte redningspakker virker til at være blevet mirakelmidlet for politikere og myndigheder. Tilhængere af risikofrie investeringer bakker selvfølgelig op. Senest har samme holdning fundet vej til omkvædet i bankernes klagesang.

## Prioritetsrækkefølge for ansvarlig kapital

### EGENKAPITAL

Indeholder blandt andet aktiekapital og reserver. Denne gruppe er først til at lide tab ved konkurs.

### HYBRID KERNEKAPITAL

En mellemting mellem aktiekapital og lånekapital. Hybrid kernekapital er reelt et gældsinstrument med uendelig løbetid, med ekstraordinære krav til særligt rentebetalingerne. Kan i nogle tilfælde konverteres til aktiekapital.

### SUPPLERENDE LÅNEKAPITAL

Obligationsudstedelser med fast udløbstidspunkt, der supplerer kernekapitalen (egenkapital + hybrid kernekapital). Må maksimalt udgøre 50% af den samlede ansvarlige kapital i solvensberegningen.

&gt;&gt;

## KONKURSEN DER KOM FOR SENT

Da Amagerbankens gik konkurs tabte långivere, indskydere og staten penge, hvilket blandt andre fik Bent Naur fra den velpolstrede Ringkøbing Landbobank til - i sin rolle som formand for Lokale Pengeinstitutter - at kritisere den danske håndtering af Amagerbankens konkurs. Kritikken kom med henvisning til kriseramte lande som Irland, Grækenland og Portugal, hvor man, ifølge Bent Naur, har "løst problemerne" ved, "at tilføre kapital og yde garantier uden at seniorlångivere og almindelige indskydere har tabt penge". I den forbindelse er det værd at hæfte sig ved ordet løst, som netop understreger den generelle holdning til retningspakker. Med den logik blev Amagerbankens problem løst hele to gange. Ikke desto mindre gik Amagerbanken alligevel konkurs.

**Det hele virker til at blive vendt på hovedet. Der er opstået en opfattelse af, at kreditorer og indskydere ikke kan og må tabe på en bankkonkurs.**

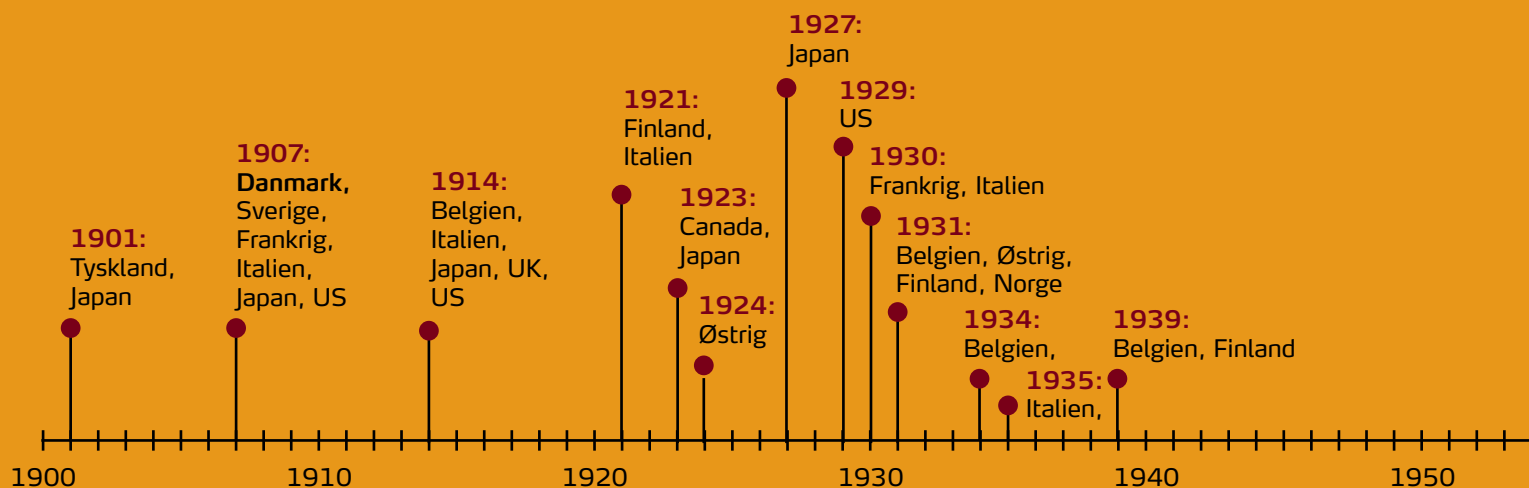
Selvfølgelig er det ikke ønskeligt, at almindelige indskydere og skatteborgere skal tabe penge på Amagerbankens konkurs. Til gengæld virker det useriøst at give Bankpakke III og håndteringen af konkursen skylden. Situationen opstod jo udelukkende, fordi man med Bankpakke II tilførte kapital og ydede garantier til Amagerbanken, eller "reddede" den som det hed sig. Det hele virker til at blive vendt på hovedet. Der er opstået en opfattelse af, at kreditorer og indskydere ikke kan og må tabe på en bankkonkurs.

Det er ikke Bankpakke III der er problemet. Problemet var Amagerbankens bestyrelse og ledelse, der drevet af håb eller inkompetence lukkede øjnene for bankens faktiske



situation. Problemet var også at den faktiske situation, grundet manglende indsigt eller viden, aldrig blev tydelig for Finanstilsynet. Det var altså historien om Kejsers nye klæder om igen. Dog stod den lille dreng med bind for øjnene, og Amagerbanken kunne derfor alt for længe spankulere nøgen rundt, uden at tiltrække sig den nødvendige opmærksomhed. Uheldigvis havde stat, investorer og indskydere af to omgange inden konkursen, sagt god for banken. Dermed havde man også indirekte stemt imod påstanden om de manglende klæder, men vigtigst af alt, accepteret risikoen for at tage fejl. Uden retningspakkerne og Bankpakke II, var Amagerbanken gået konkurs ultimo 2009. Almindelige indskydere og kreditorer var på det tidspunkt garanteret under Bankpakke I. Da staten kun skulle på banen, såfremt sektorens samlede tab oversteg 35 mia. kroner ville også skatteborgerne være gået fri. Aktionærerne ville stadig tabe penge, men det skyldes, at de havde investeret i en dårlig drevet forretning. Det er altså ikke Bankpakke III, der er problemet.

## UDVALGTE BANKKRISER I ET HISTORISK PERSPEKTIV (HØJ-INDKOMSTLANDE ALENE)



Hvis banker kommer i problemer, har de per definition ikke haft tilstrækkeligt styr på risikoen.

### REGNINGEN SKAL BETALES

Hvis banker kommer i problemer, har de per definition ikke haft tilstrækkeligt styr på risikoen. Det gælder både for de enkelte banker men også for sektoren som helhed. Bankforretningens interessenter er staten, der ønsker overordnet stabilitet i sektoren. Indskydere, der ønsker sikkerhed for deres indlån. Aktionærer, der fokuserer på indtjeningen, og kreditorer, der udelukkende ønsker en solvent bank, der til enhver tid kan betale renterne på sine lån. Statens ønske om stabilitet kan sikres ved hjælp af risikostyringen. Indskyderens indlån sikres ved hjælp af bankernes egne betalinger til Garantifonden. Det er bankernes omkostning mod at få adgang til billig kapital i form af indlån og med andre ord prisen for, at kunne drive en særdeles lukrativ forretning. Aktionærerne kræver i princippet bare en høj forrentning af deres investering, hvilket blandt andet sikres gennem gearing af den simple bankforretning og graden af risiko på udlånene. Kreditorerne ønsker reelt ikke en højere indtjening/risiko, end

at det er muligt for banken, at honorere sine forpligtelser. Alt andet går jo alligevel til aktionærerne. Ud fra ovenstående giver det også god mening, at aktionærerne står først, når regningen skal betales i forbindelse med en konkurs. Indskyderne skal så vidt muligt holdes fri for skade, da tilliden til indlån og systemet som helhed ellers forsvinder. Staten er sidste redningsplanke, da det betyder involvering af samfundet generelt. Det efterlader kreditorerne – herunder indlån over 750.000 kroner – som ansvarlige for det tab aktionærerne ikke kan dække. Kun såfremt det heller ikke er nok, og indskyderne op til 750.000 kroner i udgangspunktet står til at lide tab, dækker Garantifonden og herefter staten.

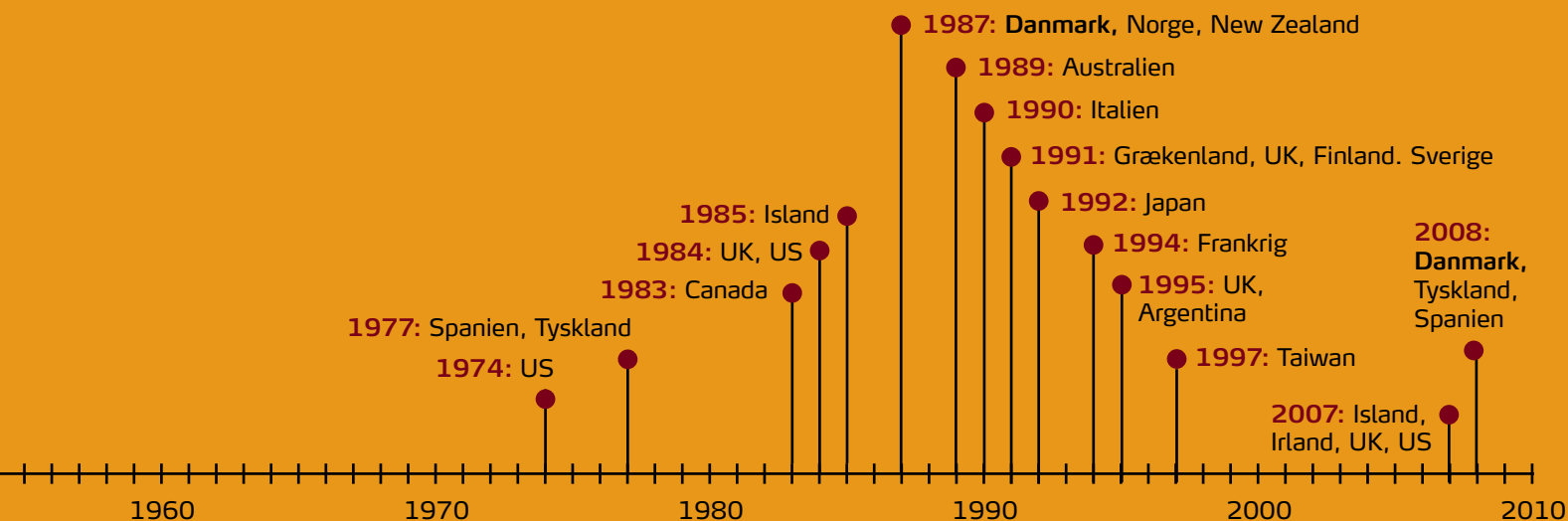
Prioritetsrækkefølgen ved fordelingen af tab er altså:

- 1) Aktionærerne
- 2) Kreditorerne – herunder nettoindlån over 750.000 kr. \*
- 3) Garantifonden
- 4) Staten
- 5) Nettoindlån under 750.000 kr. \*\*

\* Personer og virksomheder med et kontant indestående over 750.000 kroner sidestilles dermed med professionelle investorer. De har altså taget en kalkuleret risiko, de selv står til ansvar for.

\*\* Kun såfremt staten går konkurs.

Staten bør altså ikke engagere sig i bankdrift, før alle andre muligheder er opbrugt, herunder muligheden for konkurs. Har en konkurs konsekvenser? Ja, selvfølgelig har den det, og det er netop pointen. Tabene i forbindelse med en konkurs kan ikke fjernes eller undgås, de kan udelukkende omfordelles. Det betyder også, at hvis man beslutter en bank skal reddes, fordi aktionærerne eller kreditorerne ellers taber deres investering, så må andre betale regningen. Det er egentlig ganske enkelt. >>



## DANMARK GØR DET RIGTIGE

Så hvordan burde det være? Inden vi kommer til svaret, må vi først erkende og acceptere, at konkurser opstår under effektiv konkurrence. Det er altså ikke noget, vi for enhver pris skal undgå. Derudover medfører enhver konkurs økonomiske tab for ejere og kreditorer. Det må derfor heller ikke i sig selv være et mål at undgå disse tab. Slutteligt er det vigtigt at forstå forskellen mellem solvens- og likviditetsproblemer. Selv om solvensproblemer ofte giver likviditetsproblemer, så giver likviditetsproblemer ikke nødvendigvis solvensproblemer. Vi er ganske enkelt nødt til at identificere patientens sygdom, før vi beslutter os for behandlingen.

Det burde være sådan, at banker kunne gå konkurs uden trusler om samfundets sammenbrud og efterfølgende beslutninger baseret på misforståede forudsætninger. Konkurser i den finansielle sektor er ikke et nyt fænomen. De har været der før, og der findes glimrende eksempler på succesfulde afviklingsprocesser. Herunder afvikling via Finansiell Stabilitet. Ingen har været omkostningsfrie, men den omkostningsfrie løsning eksisterer heller ikke.

Generelt vil en virksomhed med finansielle problemer, der ikke kan skaffe kapital, blive tvunget til konkurs. Med en konkurrent mindre vil efterspørgslen skulle deles mellem de resterende aktører, hvilket giver bedre resultater for den enkelte. Hvis profitten bliver tilpas attraktiv, vil nye aktører komme til og fylde hullet ud efter virksomheden, der forsvandt. Samfundet som helhed vil ikke være ringere stillet efter den pågældende virksomheds konkurs. Der er absolut ingen saglig grund til, at det skulle forholde sig anderledes for banker. Det burde også være sådan, at de, der bevidst tager en risiko, med mulighed for at opnå en gevinst, til enhver tid, står til regnskab for et eventuelt tab. Såfremt risikotagerne ikke står til ansvar for tabet, giver det incitament til øget risikotagning på andres vegne. I denne sammenhæng på samfundets vegne. Ved at lade staten komme

til undsætning for enhver pris, gør vi i sidste ende samfundet en bjørnetjeneste. De konstante redninger resulterer yderligere i en særdeles uhensigtsmæssig anvendelse af ressourcer og kapital. Eksempelvis vil banker være mere tilbøjelige til, at finansiere "hvad-nu-hvis"-projekter med meget lav sandsynlighed for succes. Så længe en bank har staten i ryggen, bærer den jo ikke selv den fulde risiko.

Endelig er det grotesk at vedtage en likviditetspakke som løsning på bankernes solvensproblem. Problemer vedrørende solvens skal, som udgangspunkt behandles præventivt gennem effektiv risikostyring, men når de opstår, så gælder det om at sikre, at de rette bærer tabet. Alt andet lige vil det anspore til en mere sober risikotagning fra bankernes side

Den fornuftige løsning, der sikrer stabiliteten i den finansielle sektor, må ganske enkelt være en løsning, der lader problemfyldte banker gå konkurs og samtidig lader aktionærer og kreditorer betale regningen før indskydere og stat. Der findes ikke en løsning uden omkostninger, og derfor er det så

vigtigt, at omkostningerne bliver placeret det rigtige sted. Den ellers udsældte Bankpakke III overholder rent faktisk ovenstående betingelser, og bygger dermed på de helt rigtige grundprincipper. I denne situation er det altså resten af verden, der bør rette ind efter Danmark, ikke omvendt.

Desværre ryster politikerne i skrivende stund på hånden med hensyn til Bankpakke III. Der må ganske enkelt være noget, der er vigtigere, end det at gøre det rigtige. Bankpakke II fejlede helt afgørende ved at "belønne" de brodne kar med adgang til ny kapital. Politikerne burde i stedet have "belønnet" de sunde banker, mod en forpligtelse til at medvirke til afviklingen af de usunde banker. Der kan kun appelleres til sund fornuft med ønsket om, at vi fremover belønner kompetence frem for inkompetence.

*thomas.berngruber@formuepleje.dk*

**Der kan kun appelleres til sund fornuft med ønsket om, at vi fremover belønner kompetence frem for inkompetence.**



## Risikostyring og trafiklys

Formueplejeselskabernes kapitalforvalter Formuepleje A/S havde i foråret 25 års jubilæum, og kunne stiltfærdigt fejre, at man var Danmarks største uafhængige kapitalforvalter og sandsynligvis også den ældste. Formueplejegruppens ældste investeringsselskab Formuepleje Safe A/S har lige rundet 23 år, og det ved at have leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 12,3% til de aktionærer, der har været med lige siden begyndelsen. I de seneste 25 år har der været et utal af kriser på finansmarkederne, og Formuepleje A/S har formået, at demonstrere risikostyring i praksis og at navigere i det - ind i mellem - meget stormfulde farvand.

Nu har Folketinget så, i forlængelse af den værste af finansielle storm siden 30'erne – Finanskrise 2008 – besluttet sig for, fra 1. juli, at indføre en ny mærkningsordning på investeringsprodukter med den populære betegnelse "trafiklys", der ligesom i trafikens verden skal gøre det trygt og sikkert at færdes på investeringsområdet.

Mærkningsordningen betyder, at en lang række investeringsprodukter fremover skal mærkes med en grøn, gul eller rød farve. Formålet med trafiklyset er at sende et klart signal til potentielle investorer om risikoen ved en given investering og orientere om kompleksiteten i investeringsproduktet.

### SIMPLIFICERING AF RISIKO

I Formueplejeselskaberne hilser vi initiativet velkomment. Vi har i Børsprospekter, Faktaark og øvrig kommunikation altid prøvet at illustrere og kvantificere de risici, som knytter sig til investeringselskaberne. Vi mener, at det er meget vigtigt, at skabe gennemsigtighed, overblik og tryghed for investorerne. Værdier og kvaliteter som Formueplejeselskaberne allerede i dag tilstræber og ønsker at tilbyde investorerne. Vi ser trafiklysmærkningen som et skridt i den retning.

Trafiklysmærkningen – som den er vedtaget - er dog udtryk for en meget grov simplificering og baserer sig på nogle objektive kriterier som – hvis man spørger markedet - ikke illustrerer risikoen. For eksempel vil en græsk statsobligation få et grønt trafiklys – på trods af, at markedet vurderer risikoen som værende meget høj, og i EU tales der i skrivende stund nu officielt om "rekonstruktion" af den græske statsgæld. Et andet eksempel er investeringsforeningsbeviser, som er placeret i gul kategori, uanset om foreningen investerer i aktier eller i realkreditobligationer. Der er derfor fortsat brug for agtpågivenhed og rådgivning for de investorer, der begiver sig ud på investeringernes landevej – uanset trafiklys. De nye trafiklys vil aldrig kunne give et fuldt og dækkende billede af risikoen eller kompleksiteten ved en investering – og som beskrevet kan trafiklyset i nogle tilfælde være direkte misvisende.

Syv af de otte Formueplejeselskaber vil som børsnoterede selskaber høre under samme mærkningskategori – nemlig gul. Dette mener vi ikke er retvisende. Formueplejeselskaberne har forskellige risikoniveauer, og vi vil derfor fortsat supplere med vores egen risikomær-

ning, hvor vi klart vil angive, at risikoen ved at investere i de børsnoterede – men ugearede – investeringsselskaber såsom Optimum, typisk er væsentligt lavere end ved at investere i det gearede investeringsselskab Penta.

Trafiklyset og farven på en investering må således ikke alene gøre udslaget for en investeringsbeslutning. De nye trafiklys skal ses som et supplement til finansiell rådgivning, hvor der er sket et grundigt forarbejde, som har skabt klarhed og afklaring over risikoprofil, investeringshorisont og den enkeltes investors formueforhold. Farven på et trafiklys må aldrig erstatte god rådgivning, erfaring og investorenes individuelle forudsætninger og præferencer.

### LANGTIDSHOLDBARE INVESTERINGER

I Formueplejeselskaberne har vi gennem 23 år forvaltet tusindvis af danskeres investeringer, - inklusive vores egne. Vi er langtidsholdbare, blandt andet fordi investeringerne bygger på en porteføljetheori, der anviser den investering, der giver det bedste afkast i forhold til risikoen. Gennem snart 25 år har Formuepleje A/S udviklet og forfinet modellen, der blander obligationer og aktier i én investering. Vi fokuserer på langsigtede investeringer frem for hurtige gevinster og mange handler. Og vi har de nødvendige styringsværktøjer og gennemfører løbende stresstest, der sikrer modstandsdygtigheden i de enkelte formueplejeselskaber. Det er vores risikostyring og agtpågivenhed, der skal sikre, at investorerne i Formueplejeselskaberne trygt kan begive sig ud i trafikken.



BESTYRELSESFORMAND  
Jørn Nielsen  
jn@formueplejeselskaberne.dk

BESTYRELSESFORMAND  
Carsten With Thygesen  
cwt@formueplejeselskaberne.dk



# Investeringsforeninger sammenlignet med Formueplejeselskaberne

Når man som investor skal beslutte, hvor og hvordan formuen skal investeres, så er de samlede omkostninger, man som investor betaler, én af de væsentligste parametre.

AF ESSEN VIBE, DIREKTØR, FORMUEPLEJESELSKABERNE



Det kan ofte være svært at få et fuldstændigt billede af, hvad de samlede omkostninger består af, og hvad de i alt udgør. I denne artikel vil jeg prøve at redegøre for de samlede omkostninger i formueplejeselskaberne og sammenligne det med, hvad man skal betale i den typiske investeringsforening. Jeg vil ikke konkludere, hvad der er billigst eller dyrest, men i stedet påpege en række forhold, som man skal være opmærksomme på, når man sammenligner de to typer investeringer. De samlede omkostninger, man som investor står overfor, kan deles op på følgende områder:

1. De samlede administrationsomkostninger.
2. Handelsomkostningerne, når selskabets eller foreningens værdipapirer handles.

3. Emissions- og indløsningsomkostninger.
4. Notagebyr / kurtage ved køb og salg af investeringsbeviserne.

De tre første omkostningstyper er det, som Investeringsforeningsrådet (IFR) samlet opgør som ÅOP, hvor IFR forudsætter, at investeringsforeningerne gennemsnitligt beholdes i 7 år.

Jeg vil i denne artikel ikke behandle emissions- og indløsningsomkostningerne – primært på grund af, at de fleste af Formueplejeselskaberne er børsnoterede selskaber, hvor der ikke er tale om emissions- og indløsningsomkostninger som ved investeringsforeninger, men hvor der hele tiden kan handles til en markedspris på Fondsbørsen.

## FORMUEPLEJESELSKABERNE

### De samlede administrationsomkostninger:

I Formueplejeselskaberne har vi forsøgt at gøre det meget overskueligt, og de samlede administrationsomkostninger består af tre forskellige elementer:

- Et fast honorar der maksimalt udgør 0,50 procent af balancen.
- Et resultat honorar som udgør 10 procent af det skabte overskud.<sup>1)</sup>
- Øvrige administrationsomkostninger (Bestyrelses honorar, advokat, revision m.m.)

Der beregnes ikke noget fast honorar af de egne aktier og aktier i andre Formueplejeselskaber, som selskaberne ejer. Øvrige administrationsomkostninger er i selskaberne kun en mindre del af de samlede omkostninger – mellem 0,02 procent og 0,18 procent af balancerne. I formueplejeselskaberne betales der ingen formidlings- eller holdingfee til banker.

### HANDELSOMKOSTNINGER, NÅR SELSKABETS AKTIVER HANDLES:

Alle transaktioner i selskaberne – det vil sige køb og salg af selskabernes aktier og obligationer og optagelse af lån i de af selskaberne, som anvender fremmedfinansiering – sker til de priser, som opnås i markedet. Da Formueplejeselskaberne investerer for meget store beløb, er der tale om sær-deles konkurrencedygtige handelsvilkår.

### NOTAGEBYR VED KØB OG SALG AF FORMUEPLEJEAKTIERNE:

Hvis man handler sine Formueplejeaktier igennem Formuepleje A/S, betales der kun et notagebyr på 250 kr. uanset hvor store beløb, der handles for.

## INVESTERINGSFORENINGER

For mange investorer i Formueplejeselskaberne vil et alternativ være at købe én eller flere af de mange investeringsforeninger, som bankerne udbyder. Jeg vil i det følgende prøve at give et overblik over, hvordan omkostningerne er sammensat i de typiske investeringsforeninger, som investeringsmæssigt kan sammenlignes med Formueplejeselskaberne.

Det efterfølgende baserer sig på de statistikker og omkostningsanalyser, som Investerings Forenings Rådet (IFR) stiller til rådighed på deres hjemmeside.

&gt;&gt;

### DE SAMLEDE ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER:

Ifølge IFR's seneste omkostningsanalyse, som kan findes på IFRs hjemmeside, var den gennemsnitlige formuevægtede administrationsomkostningsprocent for globale aktier i 2010 1,47 procent, mens den for danske obligationer var 0,55 procent.

Den gennemsnitlige formuevægtede administrationsomkostningsprocent udtrykker ifølge IFR, hvad investorerne i gennemsnit har betalt for administration, formuepleje og rådgivning. Disse to kategorier af investeringsforeninger er valgt, da Formueplejeselskabernes investeringer jo netop består af globale aktier og danske realkreditobligationer.

Det fremgår også af analysen, hvordan disse to omkostningsprocenter er sammensat. Af de 1,47 procent går 0,63 procent til markedsføringsomkostninger, mens resten fordeles sig på depotgebyrer, gebyr for den egentlige formuepleje, samt øvrige omkostninger. De tilsvarende tal for obligationsforeningerne er 0,28 procent til markedsføring og 0,25 procent til de andre poster. Næsten halvdelen af administrationsomkostningerne går således til markedsføringsomkostninger.

Markedsføringsomkostninger er primært formidlings- og holdingfees til bankerne eller som IFR skriver det i en forklaringsnote på hjemmesiden: "Administrationsomkostningerne dækker desuden markedsføring samt det formidlingshonorar, som de fleste danske investeringsforeninger betaler til bankerne for at rådgive om deres investeringsbeviser".

Når man tænker på, at de fleste oplever, at banken primært anbefaler sine egne investeringsforeninger, kan man jo godt spørge sig selv om, der er tale om rådgivning eller et salg.

### HANDELSOMKOSTNINGER, NÅR SELSKABETS AKTIVER HANDLES:

I de samlede omkostninger indgår også handelsomkostningerne, hver gang afdelingens aktiver handles. Størrelsen på denne omkostning er selvfølgelig afhængig af, hvor ofte aktiverne i afdelingen handles og variere derfor meget. Handelsomkostningerne for 2010 på udenlandske aktier lå gennemsnitligt på 0,32 procent.

Man skal dog her være opmærksom på, at ud over disse handelsomkostninger, vil banken også typisk tjene på det spread (= forskellen på købskursen og salgskursen), som banken stiller overfor den enkelte investeringsforening, når der handles aktier eller obligationer.

Den enkelte investeringsforening handler typisk sine aktier eller obligationer hos den bank, som udbyder investeringsforeningen. Hvor ofte de enkelte investeringsforeninger omsætter deres aktiver kan man også se ud af IFR's statistik. Det er udtrykt i den såkaldte omsætningshastighed, der ifølge ordforklaringen i IFR's statistik udtrykker "hvor stor en andel af den enkelte afdelings portefølje, der omsættes indenfor et regnskabsår".

Omsætningshastigheden varierer fra stort set ingen omsætning til, at porteføljen handles op til 1,5 gange indenfor et regnskabsår. De fleste afdelinger har en omsætningshastighed på mellem 0,25 og 0,50. Til sammenligning har omsætningshastigheden i Formueplejeselskaberne historisk været lavere end 0,1.

### KURTAGE VED KØB OG SALG AF INVESTERINGSBEVISERNE:

Køb og salg af investeringsbeviser sker igennem bankerne og er underlagt de kurtagesatser, som de forskellige banker har ved handel med værdipapirer. Disse satser er ofte en procent-sats af det handlede beløb. Typisk mellem 0,1-0,5 procent.

### KAN ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGERNE SAMMENLIGNES?

Formueplejeselskaberne kan deles op i de selskaber, som udelukkende investerer basis egenkapitalen og de selskaber, som også anvender fremmedfinansiering.

Formuepleje LimiTellus, som er et ugearet selskab, der udelukkende investerer i globale aktier, kan umiddelbart sammenlignes med de investeringsforeninger, som investerer i globale aktier. De samlede administrationsomkostninger i LimiTellus udgør i henhold til de seneste regnskab 0,70 procent og kan - da der ikke anvendes fremmedfinansiering i selskabet - umiddelbart sammenlignes med den gennemsnitlige administrationsomkostningsprocent for investeringsforeninger i globale aktier på 1,43 procent.

I en række af de øvrige Formueplejeselskaber anvendes der fremmed finansiering, der typisk udgør 3 til 4 gange den egenkapital, der er i selskabet. Den samlede balance investeres så i både globale aktier og danske realkreditobligationer - typisk 20-30 procent i aktier og resten i realkreditobligationer. Et eksempel med udgangspunkt i Formuepleje Safe er illustreret i figuren på modstående side, hvor der tages udgangspunkt i en egenkapital på 100 og en fremmedfinansiering på 300, som så investeres i globale aktier og danske realkreditobligationer:

Det faste honorar i Formueplejeselskaberne udgør maksimalt 0,5 procent af balancen, og det betyder i et selskab som vist i ovenstående figur, at det faste honorar vil udgøre 2,0 procent af egenkapitalen (investors indskud). I nedenstående tabel er i øvrigt angivet de samlede administrationsomkostninger ifølge det seneste regnskab i de forskellige Formueplejeselskaber - målt både i forhold til balancen og i forhold til egenkapitalen.

Som det fremgår af tabellen, udgør de samlede faste administrationsomkostninger i de Formueplejeselskaber, som anvender fremmedfinansiering mellem 1,70 procent og 2,82 procent af egenkapitalen. Men hvad skal disse omkostningsprocenter så sammenlignes med, når man ser på investeringsforeningernes omkostninger?



FASTE ADM. OMKOSTNINGER			
	Ifht. balancen	Gearing	Ifht. egenkapitalen
Optimum	0,62%		0,62%
Pareto	0,52%	2,8	2,00%
Safe	0,40%	3,3	1,70%
Epikur	0,53%	3,3	2,30%
Penta	0,48%	3,8	2,30%
Merkur	0,40%	0,8	0,70%
LimiTTellus	0,70%		0,70%
Fokus	0,56%	4,1	2,82%
Globus	1,24%		1,24%

For at en sådan sammenligning kan foretages, er man nødt til at tage udgangspunkt i, at investorer selv – ved hjælp af investeringsforeninger og lån i banken med sikkerhed i disse investeringsforeninger – skaber en portefølje svarende til det typiske Formueplejeselskab – det vil sige 25 procent investeret i globale aktier og de resterende 75 procent investeret i danske obligationer. Det betyder konkret, at investoren skal købe en afdeling i globale aktier og 3 afdelinger med investeringer i danske obligationer. 25 procent af denne investering vil komme fra investoren selv, mens de resterende 75 procent skal finansieres af banklån, som investoren har optaget i sin bank med sikkerhed i de købte investeringsforeninger.

I eksemplet vil investorens samlede omkostninger målt i forhold til egenkapitalen, dels være summen af omkostningerne til investeringsforeningerne 1,43 procent (aktier) plus 3 gange 0,53 procent (obligationer) = 3,02 procent og dels være den marginal, som skal betales til banken for

lånene. Det vurderes, at man som privatinvestor formentlig skal betale en marginal, som mindst er 2 procentpoint højere end den marginal som Formueplejeselskaberne betaler for deres lån - svarene til en rente for en privatinvestor på ca. 3,5 procent (baseret på 1 måneds LIBOR).

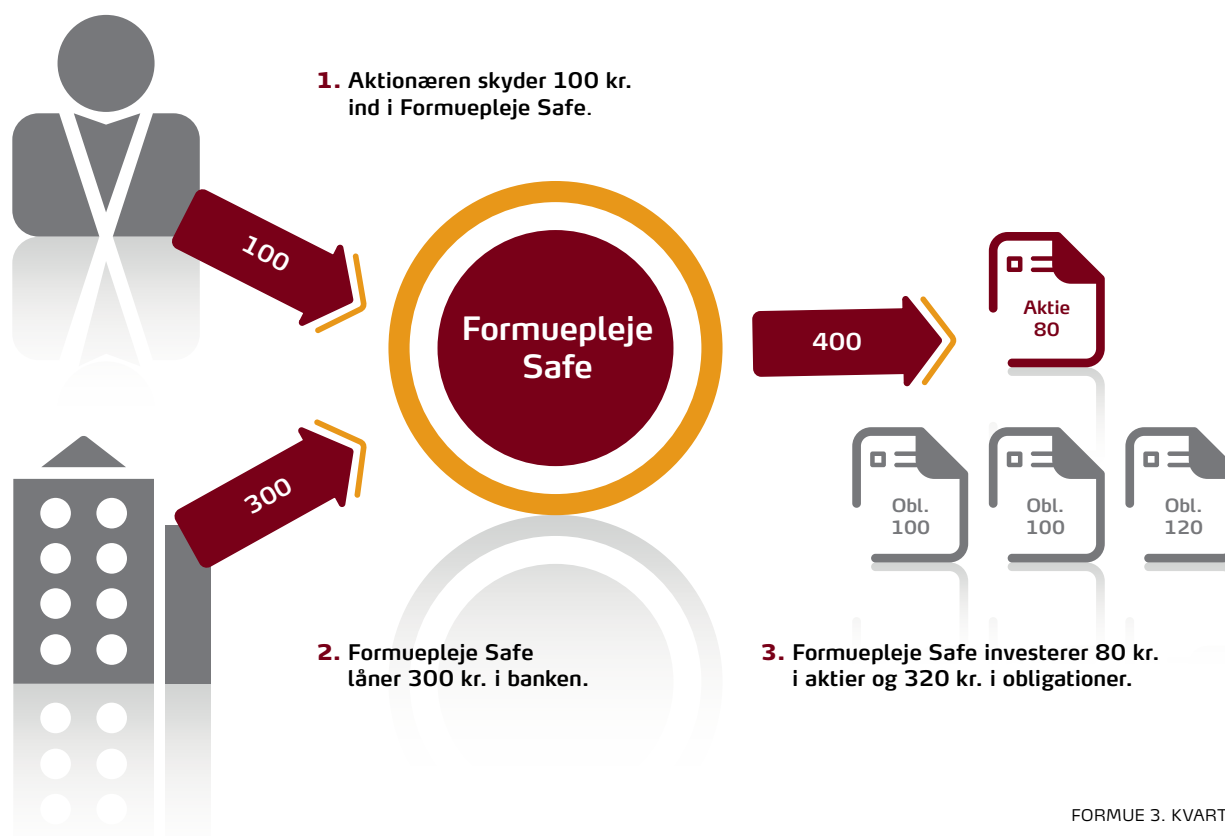
Men hvis vi konservativt antager, at marginalen kun er 1 procentpoint højere, ja så svarer det alene til en meromkostning på yderligere 3 procent for den investor, som selv skaber sin "Formuepleje portefølje" (3 gange lån). I dette eksempel vil de samlede administrations- og låneomkostning for en investor, som ved hjælp af investeringsforeninger skaber sig en portefølje svarende til Formuepleje Safe – således svare til mindst 6 procent af egenkapitalen eller mere end 4 procent større end en direkte investering i Formuepleje Safe<sup>2)</sup>.

Til slut vil jeg gerne understrege, at når man sammenligner de forskellige investeringsalternativer, er det vigtigt også at have fokus på afkastet og risikoen ved investeringen. En omkostningsprocent giver i sig selv ikke det fulde billede, men skal altid ses i forhold til det afkast, der præsteres i selskabet. Og dette gælder jo især, når omkostningerne også indeholder en resultatafhængig del. Her vil et meget højt afkast jo automatisk også give en højere omkostningsprocent i Formueplejeselskaberne, men den vil jo så skyldes, at man som investor har fået et godt afkast.

*esben.vibe@formuepleje.dk*

Noter:

- 1) Resultathonorar beregnes naturligvis kun af nye overskud - det vil sige, at der først betales resultathonorar, når indre værdi er højere end senest, der blev betalt resultathonorar.
- 2) Når Formueplejeselskaberne har indhentet deres tab, vil resultathonoraret indsnævre denne forskel.



STIFTER CLAUS HOMMELHOFF:

# “Nej, din bank anbefaler ikke vores aktier...”



Formuepleje har indrykket en række kontante annoncebudskaber på internetsider og i aviserne. Hvad gemmer sig bag ordene? Jeg har spurgt Claus Hommelhoff.

AF MARIANNE HALSE, KOMMUNIKATIONSANSVARLIG, FORMUEPLEJE A/S

## HVAD ER TANKEN MED BUDSKABERNE?

Markedsføringskampagnen slår på, hvorfor vi er det nødvendige alternativ til bankernes investeringsprodukter. Formueplejes kommunikationsafdeling har udformet en række korte statements, og budskaberne er skåret helt ind til benet.

Svarene er på vores hjemmeside og i vores nye imagebrochure. I øvrigt blev kampagnen nomineret til Auroraprisen, Danmarks tungeste reklamepris af Jyllands-Posten her i maj. Det er vi selvfølgelig stolte af.

Annoncebudskaberne:

**NEJ,** vi har ingen sælgere i forklædning...

FORMUE PLEJE

**NEJ,** din bank anbefaler ikke vores aktier...

[Klik her og se hvorfor](#)

FORMUE PLEJE

**JA,** vi er fundamentalister...

[Klik her og se hvorfor](#)

FORMUE PLEJE

**JA,** vi laver kun det vi hedder...

[Klik her og se hvorfor](#)

FORMUE PLEJE

### OG HVORFOR VIL BANKERNE SÅ IKKE ANBEFALE FORMUEPLEJEAKTIER?

Bankerne vil os ikke, og det har vi altid vidst. Det var derfor, vi i 1986 startede med Formueplejekonceptet. Dengang så vi, at der var brug for et alternativ til bankernes måde at tænke investering på. Bankerne baserer deres investeringsforretning på returkommission, og det er præsenteret i det, der står med småt. Hos Formuepleje skjuler vi ikke, hvad vi tjener. Det synes vi er langt mere troværdigt for investorerne – Man ved, hvad man betaler for.

### I ÅR HAR FORMUEPLEJE BESTÅET I 25 ÅR. HVORDAN FØLES DET?

Vores egen levedygtighed forklarer vi gerne med, at forretningsmodellen har været helt klar fra starten. Vi vidste, hvad vi ville med Formuepleje. Et andet budskab i kampagnen, som vi lige har kørt, handler netop om at have bestået den hårdeste test af alle. Tiden. Uden at blinke kan vi sige, at vi har Danmarks længste track-record og det signalerer tyngde og troværdighed i en branche, der til tider er præget af flygtighed. Om Eriks og min fælles historie, ja, så er det jo lidt som humlebien, der ikke kunne flyve, men gjorde det alligevel. På side 30 i denne udgave af magasinet FORMUE fortæller en journalist om os, da Jyllands-Posten gerne ville bringe vores og selvfølgelig Formueplejes historie – nu hvor der er gået 25 år.

### NÅR I SKRIVER I ANNONCER, AT I ER FUNDAMENTALISTER, HVAD BETYDER DET SÅ?

Det er såre simpelt. Formuepleje investerer altid ud fra det fundamentale. Det betyder, at alle investeringer sker med afsæt i de klassiske objektive kriterier som indtjening, vækstrater og risikotillæg. Vi hører IKKE til i gruppen af formueforvaltere, der tilskynder til at handle i ét væk. Vores forretningsmodel står helt rent i forhold til investeringsprincipperne.

### FORMUEPLEJE MENER GEARING ER FORNUFTIGT. HVORFOR?

Nu har vi jo to selskaber Optimum og Limitellus, der ikke investerer for lånte midler. Og ja, vi arbejder med at geare kapital i fem af de syv børsnoterede Formueplejeselskaber, og det sker med omtanke og stram risikostyring.

Gearingen består i, at den lånte kapital investeres konservativt og at den, med undtagelse af ét selskab, Penta, kun anbringes i obligationer. Risikoen i Penta er for nuværende på linje med aktieindeksrisikoen. Afkastet bygger på, at obligationerne giver et højere afkast end den rente, der betales for at låne pengene. Afkastmulighederne er højere ved gearing – "afkastmotoren" kan så at sige løbe det hurtigere, men risikoen er følgelig også øget. Derfor råder vi altid til, at investorer har afklaret deres egen risikoprofil.

### FORMUEPLEJE HAR INGEN SÆLGERE I FORKLÆDNING. HVAD MENER I MED DET?

I Formuepleje har vi rådgivere og deres opgave er at rådgive aktionærer og nye investorer om strukturen i Formueplejeselskaberne. Traditionelt set har banker i Danmark givet deres rådgivere rigtigt mange kasketter på. Rådgivning har dækket over alt fra salg af forsikringer over vejledning i husholdningsøkonomi til rådgivning om selv meget komplekse investeringsprodukter.

Anderledes er det hos os. Vi rådgiver kun om det vi laver; formuepleje - og det er også derfor, vi har et budskab i kampagnen, der lyder "Ja, vi laver kun det vi hedder!"

*marianne.halse@formuepleje.dk*

**JA, vi har bestået den hårdeste test...**

[Klik her og se hvordan](#)

FORMUE PLEJE

**JA, vi mener gearing er fornuftigt...**

[Klik her og se hvorfor](#)

FORMUE PLEJE

# Renteskolen



AF AF RENÉ RØMER, FORMUEFORVALER, FORMUEPLEJE A/S

De senere år er interessen for renteutviklingen vokset massivt. Det er i høj grad de mange flexlån, der har fået den almene dansker til at følge med i både udmeldinger fra Nationalbanken og Den Europæiske Centralbank (ECB), samt ikke mindst økonomernes skiftende bud på den fremtidige rente.

Derfor vil vi i en serie artikler, under overskriften Renteskolen, lære fra os om alt fra rentemarkedernes mekanismer, over de forskellige obligationstyper, til de store aktører i markedet. ■

## LEKTION 1:

### Hvorfor er der forskel på den korte og den lange rente?

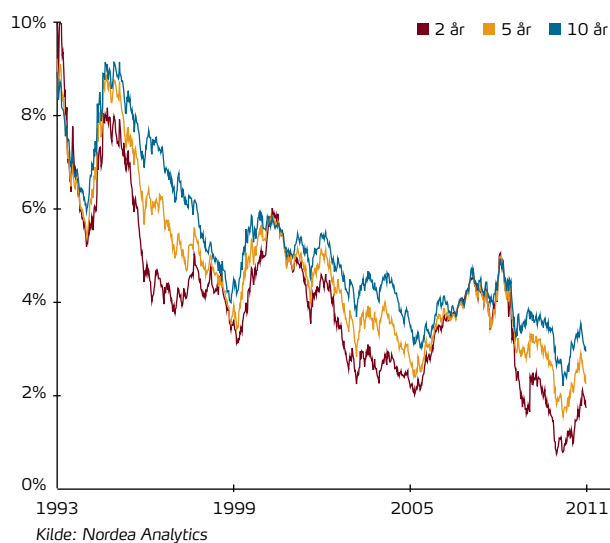
Med mange mia. kroner placeret i sikre danske realkreditobligationer, er det indlysende, at renteutviklingen er et af kapitalforvaltningens vigtigste fokusområder hos Formuepleje. Formålet med denne artikel er at synliggøre, hvordan renterne, der ligger til grund for eksempelvis danske realkreditobligationer, bliver bestemt.

Som det er tilfældet med meget anden teori, så findes der også flere forskellige teorier omkring renten. Vi vil gennemgå de tre mest anerkendte teorier og samtidig forsøge at bygge bro mellem teorierne og eksempler fra den virkelige verden.

#### TRE OBSERVERBARE FAKTA

For at gå teorier efter i sømmene er det altid en god idé, at efterprøve om teorien passer på den virkelige verden. Derfor har jeg fundet tre observerbare fakta, som teorierne helst skal kunne forklare. (Se grafen med den 2-årige, 5-årige og 10-årige danske rente):

UDVIKLING I DANSKE STATSRENTER



1. Renter for forskellige tidshorisonter følger oftest hinanden. Eksempelvis vil den 5-årige rente oftest være høj, når den 10-årige rente er høj. Både den 5-årige og den 10-årige danske statsrente lå omkring 9% i begyndelsen af 1993. I dag ligger de begge omkring 3%, og i den mellemliggende periode har de også nogenlunde fulgt hinanden. Vi kan altså konkludere, at der er en sammenhæng mellem renter med forskellige løbetider.
2. Renten med kort tidshorizont bevæger sig mere op og ned end renten med lang tidshorizont. Den 2-årige danske statsrente har inden for de seneste fem år både været over 5% og under 1%. Til sammenligning har den 10-årige rente ikke på noget tidspunkt været over 5%, og den nåede bunden i cirka 2,25%. I fagsprog siger man, at de korte renter er mere volatile end de lange renter. Det betegner tendensen til at de korte renter bevæge sig mere og hurtigere op og ned, og det er derfor lån med variabel rente (flexlån) betragtes som mere risikable for en boligejer, end 30-årige lån med fast rente i hele perioden.
3. Renten på obligationer med lang tidshorizont er oftest højere end renten på obligationer med kort tidshorizont. Ved at kigge på grafen kan det nemt ses, at dette er tilfældet. Det er blandt andet derfor, at så mange låntagere i dag foretrækker et kort rentetilpasningslån frem for et 30-årigt boliglån. Ydelsen vil – i hvert fald i begyndelsen – være lavere på rentetilpasningslånet.

Nu har vi altså tre fakta, som vi kan holde teorierne op i mod.

### TEORI 1: FORVENTNINGSTEORIEN

Det er denne teori, der ligger til grund for analyser af "hvad der er indpriset i markedet af renteforhøjelser eller rentenedsættelser fra Den Europæiske Centralbank (ECB)" og "hvad flex-renten forventes at være næste år".

Teorien forudsætter, at investorerne ikke foretrækker én obligationsløbetid frem for en anden løbetid. Hvis det forventede afkast er det samme, vil investoren altså være indifferent mellem at købe en 1-årig obligation eller en 2-årig obligation. Det vil derfor være forventningen til de fremtidige korte renter, der bestemmer de lange renter. Et simpelt

eksempel: Hvis den 1-årige rente er 4%, og den forventede 1-årige rente om 1 år er 6%, så skal 2-års renten i dag være 5%, da  $4+6 = 2 \cdot 5$ . På samme måde vil 5-års og 10-års renterne være bestemt af forventningerne til de fremtidige 1-års renter.\*

Når der tales om forventningerne til ECB, så kigger man eksempelvis på de nuværende 3-måneders renter og de nuværende 6-måneders renter og kan derved "regne baglæns" og finde ud af, hvad markedet forventer, 3-måneders renten er om 3 måneder. Og ved at kigge på 1-års flexrenten og 2-års flexrenten kan man finde de forventede 1-års flexrente om 1 år.

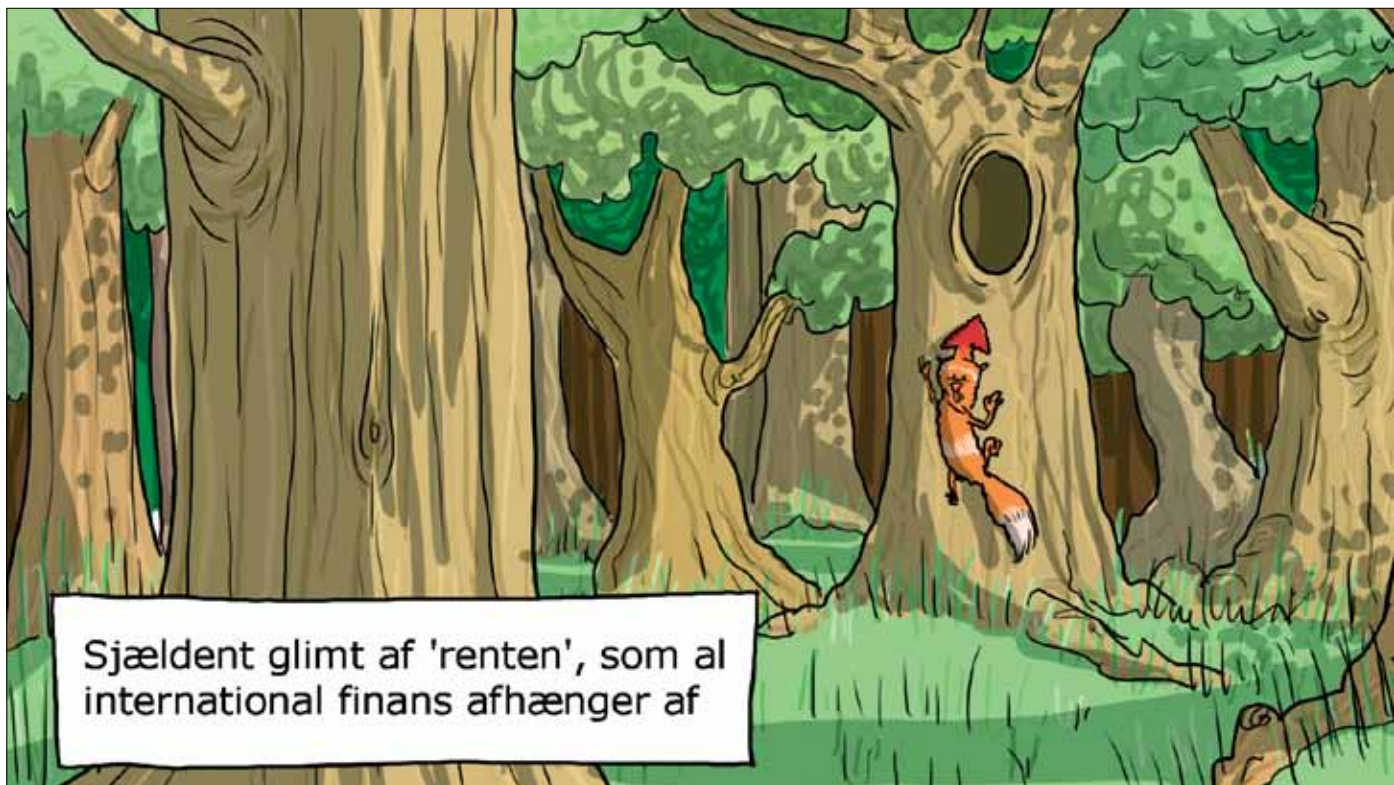
### INTUITIV, MEN FORKLARER IKKE ALT

Som ovenstående gennemgang viser, så er "Forventningsteorien" meget intuitiv og let forståelig. Men kan den forklare, hvad der sker på rentemarkedet i praksis? I forhold til vores tre fakta fra første afsnit, så kan denne teori kun forklare de to første.

1. Renter for forskellige tidshorisonter følger hinanden, fordi alle renter er bygget op omkring forventninger til fremtidige korte renter. Hvis forventningen til den 1-årige rente om 2 år ændrer sig, vil det påvirke både den 5-årige rente og den 10-årige rente.
2. Renter for korte tidshorisonter bevæger sig mere, fordi korte renter er et vægtet gennemsnit af færre fremtidige renter end lange renter er. Den 2-årige rente er gennemsnittet af den nuværende 1-årige rente og den forventede 1-års rente om 1 år, mens den 10-årige rente er gennemsnittet af den nuværende 1-årige rente og 9 forventede 1-års renter.
3. Teorien forklarer ikke, hvorfor lange renter typisk er højere end de korte. At de lange renter er højere, betyder ifølge denne teori, at forventningerne til de fremtidige korte renter er, at de er højere end de nuværende korte renter. Dette vil selvfølgelig være gældende i visse perioder (f.eks. nu i 2011), men omtrent lige så ofte burde forventningen være, at de fremtidige korte renter vil være lavere end de nuværende korte renter, hvilket burde betyde, at de lange renter skulle være lavere end de korte.

>>

# Renteskolen



## TEORI 2: TEORIEN OM DET OPDELTE MARKED

Under denne teori betragtes obligationer med forskellig løbetid som værende fuldstændig forskellige. Investorerne vælger hvilken løbetid, der foretrækkes, og der skeles overhovedet ikke til renten på denne obligation relativt til renten på andre obligationer. Med andre ord kan obligationer med forskellig løbetid overhovedet ikke betragtes som substitutter. Renten på den enkelte obligation bestemmes derefter udelukkende af udbud og efterspørgsel på denne type obligation.

Selv om denne teori umiddelbart lyder meget mindre intuitiv korrekt end f. eks. "Forventningsteorien", så giver den dog en plausibel forklaring på visse besynderlige hændelser på rentemarkederne. Det forklarer eksempelvis, hvorfor de helt korte amerikanske statsrenter i visse tilfælde har været negative under finanskrisen. For hvis efterspørgslen efter de korte obligationer langt overstiger udbuddet, vil dette jo kunne ske. (Da finanskrisen var på sit højeste frygtede mange investorer, at de amerikanske banker ville kollapse, så de valgte at tabe lidt på en obligationsinvestering, frem for at have pengene stående i banken). Denne teori gør det dog ikke så godt, når den efterprøves på vores tre fakta. Kun det tredje punkt godkendes.

1. Under denne teori bør renterne ikke flytte sig sammen, da obligationer med forskellige løbetider overhovedet ikke er substitutter. Det ved vi, at de gør.
2. Hvis renterne er helt uafhængige, burde både korte og lange renter kunne bevæge sig lige meget op og ned. Det er ikke tilfældet.
3. Korte renter er lavere end lange renter ganske enkelt fordi investorerne foretrækker korte obligationer, da disse har en lavere renterisiko. Det øger prisen på obligationerne, og renten sænkes.

## TEORI 3: TEORIEN OM LIKVIDITETSPRÆMIEN

Denne teori tilsiger, at investorerne generelt foretrækker sikker likviditet, altså at de altid er sikret en nogenlunde fast pris, hvis de ønsker at sælge obligationen. Eftersom der er større usikkerhed omkring, hvilken pris en investor får ud af et salg af lange obligationer, da disse jo er mere kursfølsomme overfor ændringer i renten, vil investorerne forlange en højere



© Wulffmorgenthaler – af Mikael Wulff og Anders Morgenthaler

risikopræmie for at investere i lange obligationer. Investorerne skal med andre ord kompenseres i højere og højere grad, jo længere obligationernes løbetid er.

Interessant er det, at dette forklarer en del af en traditionel banks forretningsmodel. De låner ud med lang løbetid til en høj rente, men låner kundernes penge med kort løbetid (f.eks. via kunders indskud på en konto, hvor der altid kan hæves).

Et problem med denne teori er, at den risikopræmie investorerne forlanger for lange obligationer ikke er observerbar, og sandsynligvis også ændrer sig over tid. Og i forhold til vores tre fakta, forklarer den ligeledes også kun den tredje, ligesom den foregående teori.

1. Teorien kan ikke bruges til at forklare dette fakta.
2. Teorien kan ikke bruges til at forklare dette fakta.
3. Forklarer de højere lange renter, da investorerne forlanger en merpræmie for at købe disse.

Da Finanskrisen var på sit højeste frygtede mange investorer, at de amerikanske banker ville kollapse, så de valgte at tabe lidt på en obligationsinvestering, frem for at have pengene stående i banken.

#### OPSUMMERING

Der er ingen tvivl om, at "forventningsteorien" er den mest analytiske, i og med at den baserer sig på numeriske værdier omkring forventningerne. De to andre teorier lader sig vanskeligt teste, da de ikke bygger på "hårde" tal. Men alle de ovenstående tre teorier bidrager hver især til at forklare, hvordan og hvorledes forholdene mellem renterne bliver bestemt. I hvor høj grad, hver af de tre teorier så bidrager til at bestemme renterne afhænger af stemningerne i markedet. Det vil sige, om der er fokus på de økonomiske nøgletal, en økonomisk krisesituation (Grækenland) eller måske uforudsete begivenheder som naturkatastrofer eller krige.

Kilde:  
"Investment Science" af David G. Luenberger,  
Oxford University Press, 1998

\* Vi har valgt at se bort fra effekten af rentes rente, for at gøre eksemplet så simpelt som muligt.

[rene.roemer@formuepleje.dk](mailto:rene.roemer@formuepleje.dk)

I næste nummer af Magasinet FORMUE:

**2. LEKTION:**  
**Hvad er en dansk realkreditobligation?**

# Professor afviser Børsens påstande

Den 1. april blev Formuepleje hængt ud på forsiden af Dagbladet Børsen. Det var omfattende beskyldninger, hvor Formuepleje blev anklaget for at gamble med investorenes penge. Artiklerne byggede på en række påstande, som vi mener var og er uden hold i virkeligheden. Efter en resultatløs dialog med Dagbladet Børsen valgte vi at klage til Pressenævnet med krav om et dementi af Børsens påstande. I skrivende stund ligger sagen fortsat i Pressenævnet,

som forventer at afgøre sagen i slutningen af august. Netop risikostyring er essentiel i forvaltningen af Formueplejeselskaberne. Derfor valgte vi at indhente en objektiv vurdering fra en ekstern ekspert. Formuepleje bad helt konkret, en af landets mest respekterede eksperter i finansiering, Professor Carsten Tanggaard, om at vurdere vores gøren og laden omkring risikostyring med udgangspunkt i det absolut mest risikable selskab, Formuepleje Penta.

## ANALYSE AF PROFESSOR CARSTEN TANGGAARD

Hovedsynspunkterne i Børsens artikler kan sammenfattes således:

- Formuepleje Penta A/S har øget risikoen gennem tårnhøj gearing.
- Dette er sket i modstrid med prospektet og anbefalinger fra flere eksperter.
- Den øgede gearing er sket i et forsøg på at indhente tab i Formuepleje Penta A/S under finanskrisen.
- Formuepleje Penta A/S er udover gearingen også kraftigt eksponeret med en høj aktieandel.

I forhold til disse påstande gør Formuepleje A/S i Børsen den 1. april 2011 gældende at bestyrelsen i 2009 reducerede risikoen på finansieringssiden ved at reducere anvendelsen af CHF fra 80% til 50% og i sommeren 2010 helt at fjerne valutarisikoen på finansieringssiden.

Formuepleje A/S har bedt mig kommentere ovenstående og specifikt besvare følgende spørgsmål:

**Har Formuepleje Penta A/S siden finanskrisen samlet set øget, sænket eller holdt en uændret risiko?**

### SELSKABETS INVESTERINGSPOLITIK

Formuepleje Penta A/S må ifølge vedtægterne investere i aktier med en værdi på købstidspunktet svarer til 130% af egenkapitalen og optage lån (gearing). Selskabets soliditet skal på låneoptagelsestidspunktet være mindst 20% svarende til en maksimal gearing på 400%. Selskabet har samtidig lov til at anvende alle relevante finansielle instrumenter. Bestyrelsen har således ret vide rammer til at fastlægge investeringspolitikken.



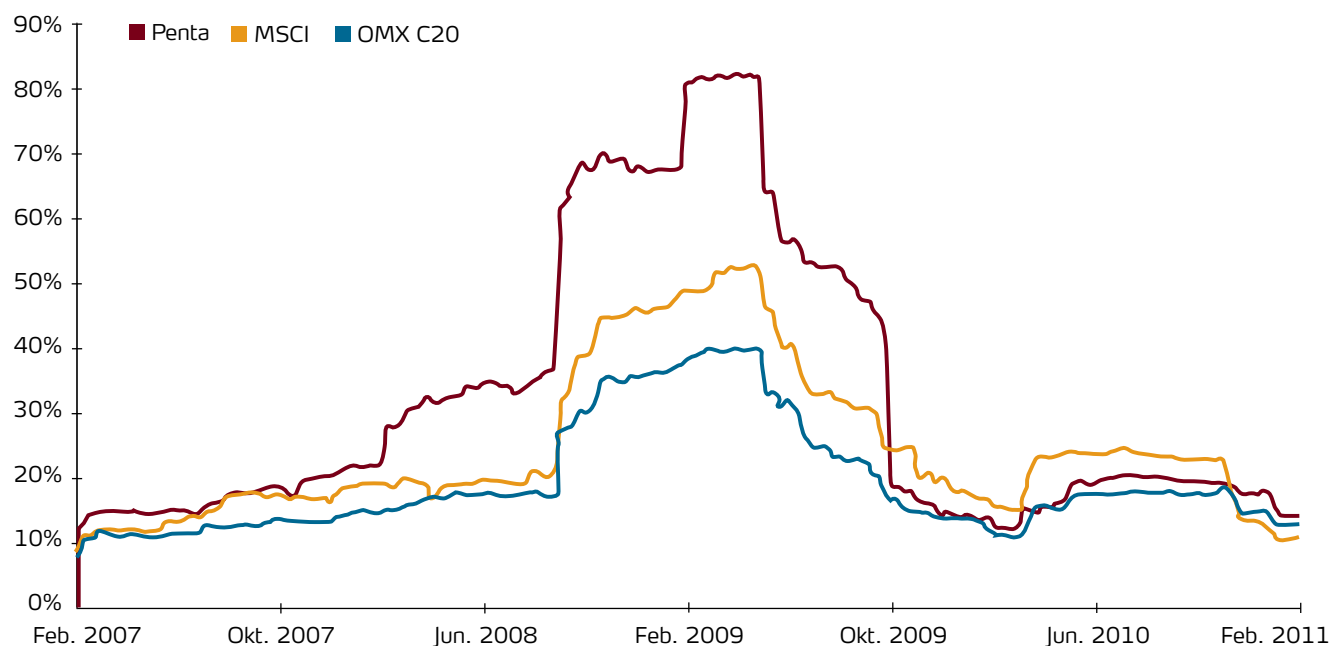
## OPSUMMERING

For så vidt angår bestemmelserne om investeringspolitik i vedtægterne er det min vurdering at disse er meget bredt formulerede og at den førte politik ligger indenfor rammerne. Hvad angår påstanden om at selskabet kraftigt har øget risikoen gennem gearing, så mener jeg ikke at der er baggrund for denne påstand. Gearingen er ikke systematisk forøget efter finanskrisen. Gearingen kom i efteråret 2008 kortvarigt op over 400%. Dette skete fordi bl.a. aktierne – og i et vist omfang obligationerne – under finanskrisen faldt kraftigt i værdi. Når aktiverne falder i værdi stiger gearingen automatisk. Det er ikke nødvendigvis et udtryk for at investeringsrammerne ikke er overholdte.

I vedtægterne forudsættes en maksimal gearing på 400% på investeringstidspunktet; men der er ikke noget krav om at gearingen skal nedbringes gennem salg af risikable aktiver. En sådan reduktion i gearing kunne efter min vurdering kun ske ved realisering af store tab på investeringerne. Den ringe

markedslikviditet var i efteråret 2008 årsag til at aktier ikke kunne sælges uden at realisere væsentlige tab. Gearingen er kun en blandt flere parametre i vurderingen af selskabets risiko. Andre komponenter er risiko på aktiver og risiko på gæld. Det er min vurdering at selskabet henover den sidste del af finanskrisen (efter efteråret 2008) har reduceret den samlede risiko gennem en kraftig reduktion i eksponeringen over for valutarisici (CHF) og i mindre grad ved at reducere aktieandelen.

Medio 2010 sås en kortvarig forøgelse af risikoen udløst af en forøget gearing. Den samlede risiko forblev dog betydeligt under niveauet fra første del af finanskrisen. Og den samlede risiko på selskabet er i dag til trods for gearingen på niveau med et ugearet aktieindeks, se figuren nederst på siden. Endelig er det min vurdering at en forøget gearing af en aktie/obligationsportefølje og en samtidig reduktion af valutarisikoen er mindre spekulativ selv om den samlede risiko – målt på egenkapitalen – skulle være den samme.



Figuren viser risikoen målt som annualiserede standardafvigelser over rullende overlappende vinduer. Datoer refererer til begyndelsen af det rullende vindue. Risikoen vises for Formuepleje Penta A/S

(indre værdi), Et aktieindeks (verden) og et aktieindeks for Danmark (OMXC20).

Kilde: Bloomberg og Formuepleje A/S.

Læs Professor Carsten Tanggaards dokumentation her: <http://www.formuepleje.dk/Tanggaard>

# Kaos koster

Investeringer i virksomheder tager normalt udgangspunkt i historiske afkast, samt virksomhedernes egne forventninger til fremtiden. Professor Børge Obel, der er bestyrelsesmedlem i Formueplejeselskaberne, mener det er muligt at sikre sig yderligere værdifuld information ved at se nærmere på en virksomheds organisatoriske arkitektur.

AF CENTERDIREKTØR, PROFESSOR BØRGE OBEL, ICOA, AARHUS UNIVERSITET

Når man vurderer en virksomhed, f.eks. i forbindelse med investering i virksomhedens aktier, søger man efter information, som kan give en basis for at vurdere virksomhedens fremtidige resultater. Udgangspunktet for sådanne vurderinger er normalt information, som er offentligt tilgængelig. Det kan være historiske afkast, P/E, kursudviklingen samt andre nøgletal. Derudover har virksomhedens egen forventninger til fremtiden ofte en afgørende betydning på aktiekursens udvikling. Ledelsens udmeldinger fra f.eks. Vestas påvirker markant hvert kvartal kursen på Vestas' aktier. Virksomhedens forventninger knytter sig ofte til strategiske overvejelser og konkurrenterne og markedets udvikling. Disse oplysninger er vigtige for at lave et forecast, men disse oplysninger giver ikke nødvendigvis et tilstrækkeligt grundlag for at kunne vurdere det fremtidige resultat.

Den seneste forskning viser, at en afgørende faktor for at danne sig et billede af en virksomheds fremtidige resultater er en forståelse af, hvordan man bruger virksomhedens ressourcer, samt hvordan man har optimeret det organisatoriske design. McKinsey-konsulenterne Lowell Bryan og Claudia Joyce fandt en forskel i resultatet pr. medarbejder - fra \$ 35.000 til \$ 83.000 - i virksomheder med det rigtige organisatoriske design i forhold til de virksomheder, der ikke havde et optimalt design (McKinsey Quarterly, 2007). Bryan og Joyce påstår, at "modernisering af det organisatoriske design for det 21. århundredes erhvervsklima kan overtrumfe gevinsterne genereret af andre mere traditionelle strategiske initiativer. "Virksomhedernes afkast afhænger således af, at deres organisatoriske arkitektur er optimeret.

Tabellen viser hvordan det ser ud med indtjeningen per medarbejder i danske C20-virksomheder.

ØKONOMISKE NØGLETAL ULTIMO 2010			
Virksomhed	Overskud 2010 1.000 kr.	Antal ansatte	Overskud per ansat 1.000 kr.
Mærsk	28.215.000	108.110	261
Carlsberg	5.960.000	41.402	144
Coloplast	657.000	7.207	91
Chr. Hansen Holding	153.600	2.229	69
D/S Norden	1.248.480	1.129	1106
Danisco	481.000	6.853	70
Danske Bank	3.664.000	21.522	170
DSV	1.290.000	21.300	61
FL Smidt & Co.	1.280.000	11.229	114
GN Store Nord	1.855.000	4.525	410
H. Lundbeck	2.466.000	5.689	433
NKT Holding	270.000	8.454	32
Nordea Bank	21.304.000	33.809	630
Novo Nordisk	14.403.000	29.423	490
Novozymes	1.614.000	5.357	301
Sydbank	411.000	2.284	180
TopDanmark	1.168.000	2.472	472
TrygVesta	593.000	4.291	138
Vestas	1.248.000	22.216	56
William Demant	988.400	6.381	155

>>

## Børge Obel,

født 1948, er professor, dr.oecon og har siden 2009 været repræsenteret i Formueplejeselskabernes bestyrelser. Igenem årene har han været med i en lang række danske og udenlandske udvalg indenfor forsknings- og undervisningsområdet. De seneste 20 år har Børge Obel ligeledes været medlem af en række bestyrelser – bl.a. Bankinvest og Albani

Bryggerierne. Børge Obel er centerdirektør og professor på et nyt center på Aarhus Universitet – Interdisciplinary Center for Organizational Architecture, ICOA. Her er der udviklet forskellige modeller til at diagnosticere og designe organisationer. ([www.icoa.dk](http://www.icoa.dk)).



C20-virksomhederne har et overskud per medarbejder, der har en størrelsesorden, der er på linje med resultaterne i undersøgelsen af Bryan og Joyce. Men variationen er meget stor. Ud fra tabellen synes der at være behov for særlig undersøgelse af det organisatoriske design i 13 ud af de 20 virksomheder. Novo Nordisk, Nordea, FL Smidt & Co., GN Store Nord, Lundbeck, samt DS Norden ligger derimod på et niveau, der svarer til gennemsnittet for de virksomheder i undersøgelsen, der havde et optimalt design.

### Hvordan definerer vi organisatorisk arkitektur, og hvad vil det sige at have en optimal arkitektur?

Det organisatoriske design omfatter den overordnede organisatoriske struktur, virksomhedens geografiske placering samt designet af systemet til generering, spredning og brug af viden. Det omfatter blandt andre ting virksomhedens specifikke Informations og Kommunikations Teknologi, men også generelle videnssprednings- og læringssystemer. Det organisatoriske design omfatter desuden designet af koordinations- og kontrolsystemer, logistik, og kvalitetssystemet samt sidst men ikke mindst designet af et incitamentssystem.

I et optimalt organisationsdesign er de enkelte elementer i designet tilpasset hinanden på samme måde som elementer i et hus. Organisationen skal desuden være designet til at understøtte de overordnede rammebetingelser – herunder virksomhedens konkurrencesituation, strategi, ledelse og medarbejdere. Den vigtige pointe er, at det ikke nytter at optimere de enkelte dele hver for sig, men de skal ses som et samlet hele. De virksomheder, der er i stand til det, kan forøge det økonomiske afkast betragteligt.

I en undersøgelse, som jeg sammen med kollegaer lavede af ca. 1.000 virksomheder på Vestsjælland, Fyn og i Trekantområdet, fandtes tilsvarende resultater. Der var en forskel i afkastet på egenkapitalen på 6 procentpoint mellem de virksomheder, der havde en optimal arkitektur i forhold til de virksomheder, der ikke havde en sådan arkitektur (Burton, Obel, og Lauridsen, Management Science 2002). På linje med resultaterne hos Bryan og Joyce var der således en faktor tre forskel mellem de virksomheder, der havde en optimal arkitektur, og de der ikke havde. Vi fandt yderligere, at over 75% af de undersøgte virksomheder ikke havde et design, der var optimeret. At have det organisation design i balance er ikke noget statisk, men påvirkes løbende af de forhold, som virksomhederne arbejder under og som løbende ændre

sig. Det kan være spontan usikkerhed som krisen i Mellemøsten, jordskælv, tsunami og radioaktivt udslip i Japan eller skrantende økonomier som i Grækenland og Portugal. Det kan være nye markeder, nye konkurrenter, nye teknologier og meget mere.

Men det knytter sig også til mere langsigtede og fundamentale ændringer i vores måde at se verden på. Disse ændringer kommer mange steder fra og er bl.a. blevet aktualiseret af den finansielle krise. Man har derfor et behov for ikke kun at se på den kortsigtede optimering, men også at se tingene i et mere langsigtet perspektiv. Virksomheder kommer f.eks. i fremtiden til at forholde sig til begrebet bæredygtighed på en helt anden måde, end de har gjort tidligere. Der bliver et fokus på at redde miljøet, på knaphed på naturlige ressourcer og på at skabe bedre levevilkår – også for vores børnebørn. Hvis det bliver gjort på den rigtige måde, kan man spare ressourcer og opnå færre omkostninger og dermed højere produktivitet. At nå dertil kræver ny innovation og udnyttelse af den nyeste teknologi og et design der understøtter, og skaber afkast på såvel kort som lang sigt.

At vurdere en virksomhed og dens ledelses evne til at designe organisationen optimalt er ikke en trivial øvelse, men kræver såvel data som analyseredskaber. Der er udviklet en række modeller og analyseværktøjer til dette (Burton, Obel, DeScantis, 2011). I disse modeller analyseres 14 kontekst- og designparametre og deres indbyrdes sammenhæng. I den ovennævnte omtale af undersøgelsen af de danske virksomheder fandt vi, at mindre end 25% af de undersøgte virksomheder havde et optimalt design.

Ved investeringer i konkrete virksomheder er der derfor behov for at komplettere de almindelige aktieanalyser og vurdere, om virksomheden og ledelsen er i stand til løbende at tilpasse det organisatoriske design og se på, hvor der er et uudnyttet potentiale. Det vil give et forbedret grundlag for investeringsbeslutninger. Tabellen over C20-virksomhederne giver en indikation af, hvor der er behov for yderligere analyser.

#### Kilder:

*Organizational Design - A Step-by-Step Approach, 2nd Edition, Cambridge University Press, 2011, Richard M. Burton, Børge Obel, Gerardine DeSanctis.*

*Børge Obel og Richard M. Burton har udviklet analyseprogrammet OrgCon til diagnose og design af organisationer ([www.ecomerc.com](http://www.ecomerc.com)).*



## 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 Sct. Thomas

Hotel Strandtangen

Hotel Svedskeyden, 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

Nørre Vinkel Hotel & Golfcenter

Otterup Hotel

Radisson SAS, Silkeborg

Rold Storkro

Royal Oak, Rødding

Ry Park Hotel

Skjoldenæsholm Hotel & Conferencecenter

Skodsborg Kurhotel & Spa

Snaptun Færgegaard

Sophienberg Slot, Rungsted

Steensgaard Herregaardspension

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



# To modne træer i investeringsjunglen...



<< Fra venstre: Senior formuerådgiver Claus Hommelhoff og Direktør Erik Møller

## << To modne træer i investeringsjunglen...

Årringe: Erik Møller og Claus Hommelhoff er på 25. år partnere i investeringshuset Formuepleje. Selskabet forvalter en formue på 28 mia. kr.

AF KIM PAULI, JYLLANDSPOSTEN

Mange velvoksne træer i investeringsbranchen er styrtet i de seneste 25 år. Men ét af dem står endnu, og det trives glimrende. Konceptet, der ligger til grund for Formuepleje i Aarhus, har vist sig langtidsholdbart, og det betyder, at selskabet i dag ikke blot er et af landets ældste investeringshuse.

Det er også et af de største inden for det, der kaldes uafhængig formueforvaltning. Investorer har i dag betroet Formuepleje at styre investeringer for 28 mia. kr. Men selskabet er ikke skudt i vejret fra den ene dag til den anden. I begyndelsen voksede firmaet kun langsomt, og der har også været uvejr undervejs – perioder med gevaldige torden-skrald og kastevinde, der har skubbet rundt med det gamle træ i skoven.

Trods turbulens har Formuepleje overlevet i 25 år. Da Claus Hommelhoff og Erik Møller grundlagde selskabet i 1986, havde de imidlertid ingen anelse om, hvad det skulle udvikle sig til. De mødte hinanden som kolleger i Landbrugets EDBcenter i Aarhus, LEC, og allerede dengang

puslede den økonomisk uddannede Claus Hommelhoff med forskellige investeringer for familie og venner.

### SKRØBELIG BEGYNDELSE

Først lidt senere blev det mere alvor, da Claus Hommelhoff foreslog Erik Møller et partnerskab med uafhængig rådgivning af velhavende mennesker om investeringer. Lidt uanseligt og skrøbeligt var det hele til at begynde med, erkender de. "Vi lagde ud i Mindegade i Aarhus. Det var meget ydmygt med et lillebitte kontor og et meget lille mødelokale. Vi købte brugte kontormøbler. Selv computerne var brugte. Alt var på discountniveau," erindrer Claus Hommelhoff. "Men pengene var små, så mådehold var en nødvendighed."

"Umiddelbart efter at Claus havde lokket mig med i 1986, fik vi den såkaldte kartoffelkur, som var den hårdeste opstramning i dansk økonomi i mange år. Det medførte, at folk hverken ville det ene eller det andet, og der var et halvt års tid, da vi kun fik løn hver anden måned. Mere kunne det ikke blive til," fortæller Erik Møller.

### SIDEGADEVEKSELERERE

Nogenlunde samtidig hærgede de såkaldte sidegadevekselerere investeringsbranchen, og de brodne kar, der formøblede eller stjal folks penge, gjorde det svært for det nystartede selskab. Kunderne havde svært ved at se forskel på de gode og dårlige selskaber.

"Folk sendte penge til sidegadevekselererne, og når de lukkede, var investeringen væk. Derfor valgte vi fra begyndelsen at sige, at folk ikke måtte sende penge til os. De skulle have deres egen bank, konto og depot. Det princip har vi fastholdt i 25 år," siger Claus Hommelhoff.

Men hvad er det, Formuepleje kan, og som kunderne har holdt fast i gennem så mange år? Først og fremmest handler det om uafhængig rådgivning baseret på en nobelprisbelønnet teori, der går ud på at blande aktier og obligationer i et særligt forhold tilsat lidt gearing (at investere for lånte



**" Vi nåede at tabe halvanden milliard kroner i en frokostpause. "**

ERIK MØLLER

Medstifter af Formuepleje, som aldrig har oplevet noget, der gik så stærkt som finanskrisen.



## De to partnere grundlagde koncernen i 1986. Sammen med deres familier ejer de hver især 37,5% af aktierne.

penge). Konceptet forfines til stadighed, men grundlæggende er det samme filosofi, der blev opstillet i begyndelsen, som stadig følges.

"Vi investerer sammen med kunderne og får primært et resultathonorar, men også et fast honorar. Det sidste er nødvendigt, fordi der er perioder, hvor aktierne ikke stiger i både 5 og 10 år," forklarer Erik Møller.

Hverken Claus Hommelhoff eller Erik Møller har problemer med at sove om natten ved tanken om det kolossale beløb, som de forvalter for kunderne. "Men selvfølgelig er investeringerne noget, som man bærer rundt på døgnet rundt. Det er det første, som man tænker på om morgenen, og det sidste man tænker på, når man lægger sig til at sove om aftenen. På den måde fylder det meget," siger Claus Hommelhoff.

Ikke alle kan klare presset. Formuepleje har gennem tiden været nødt til at sige farvel til medarbejdere, der blev forskrækkede og handlingslammede over de beløbsstørrelser, der skulle håndteres. "Det er ikke et spørgsmål om at være ligeglad. Men man må ikke føle nervøsitet," siger Erik Møller.

Claus Hommelhoff supplerer: "Man skal være professionel." I en branche, hvor internationale begivenheder på kort tid kan vende op og ned på alt, skal man være årvågen nærmest døgnet rundt. Alligevel kan man ikke helt gardere sig. Det er finanskrisen et eksempel på. Erik Møller og Claus Hommelhoff tøver ikke med at kalde finanskrisen for det værste, de har oplevet i selskabets 25-årige historie.

"Vi nåede at tabe halvanden milliard kroner i en frokost-pause. Jeg har aldrig oplevet noget, der gik så stærkt," siger Erik Møller.

Siden er de fleste af selskaberne under Formuepleje dog tilbage på niveauet fra foråret 2008, tilføjer han. "Men det var ærgerligt, at vi ikke forudså finanskrisen," siger Claus Hommelhoff.

### DET VAR DER VEL IKKE MANGE, DER GJORDE?

"Nej, men vi forudså faktisk it-boblen. Vi kunne se, at aktierne var kommet for højt op. Derfor solgte vi ud af it-aktier, inden markedet faldt sammen. Af samme grund har mange af vores kunder haft indtryk af, at vi kunne forudse hvad som helst. Men vi må ærligt erkende, at vi ikke kunne se finanskrisen komme," siger Claus Hommelhoff.

### ET GODT PRINCIP

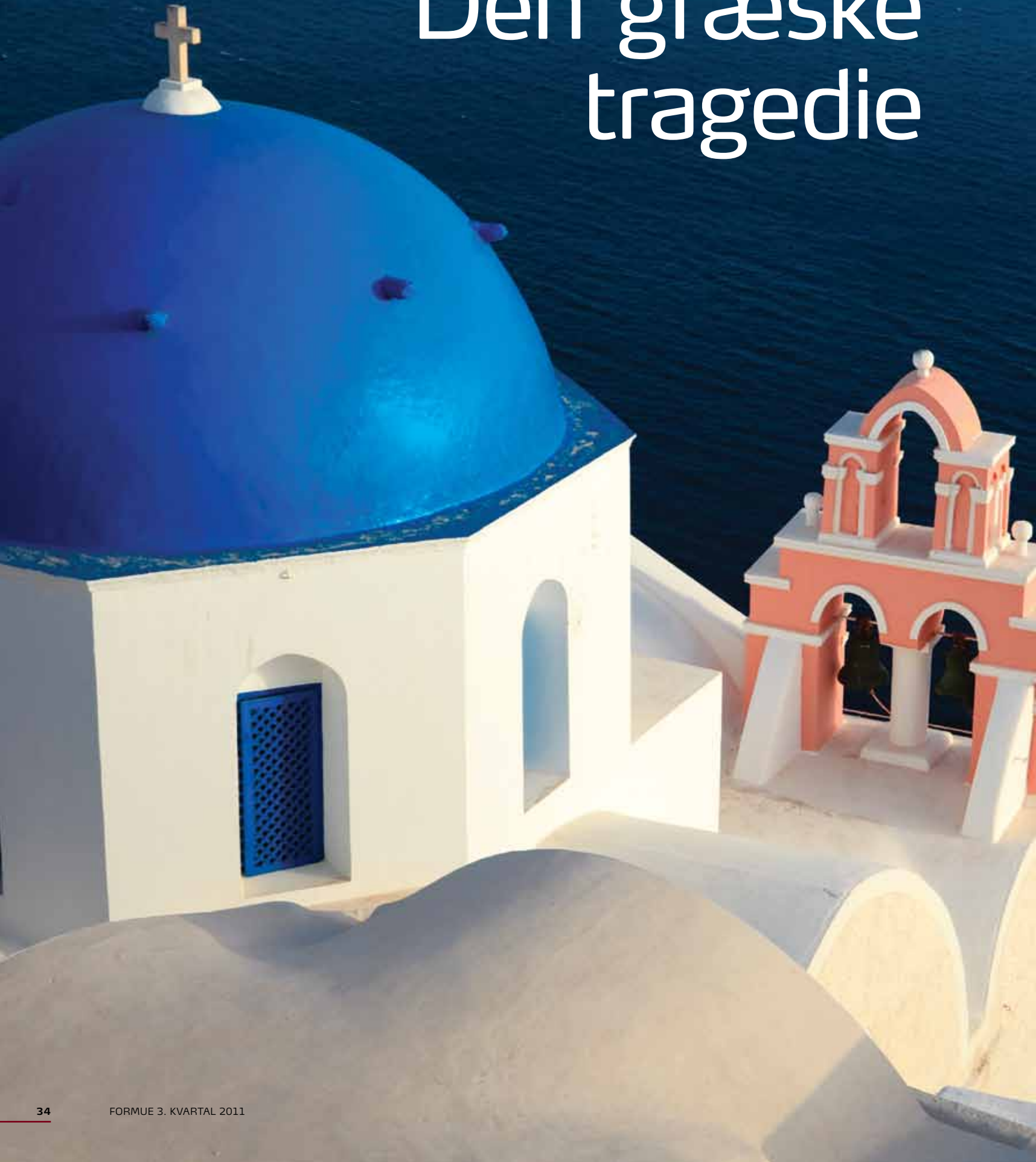
Både han og Erik Møller tabte penge på krisen. "Vi investerer begge en meget stor del af vores formue i præcis de samme aktier, som kunderne har. Nogle af kunderne har tabt penge, men jeg er nødt til at sige: Vi har tabt nøjagtigt lige så mange procent. Men det er et godt princip, at ejerne investerer i det samme, som anbefales til kunderne. I England kan man slet ikke sælge investeringer til formuende mennesker, hvis man ikke selv investerer i det samme. Så vil de ikke være med," siger Erik Møller.



**" Det var ærgeligt, at vi ikke kunne forudse finanskrisen. "**

CLAUS HOMMELHOFF  
Medstifter af Formuepleje, som i 2008 oplevede, at flere af selskabets kunder gik ned.

# Den græske tragedie



## Statskassen i Athen har for mange grækere været et ta-selv-bord. Enten har grækerne uretmæssigt modtaget penge fra det offentlige, eller så har de snydt i skat.

AF JENS HANSEN, JOURNALIST, FORMUEPLEJE A/S

Spørg ikke hvad du kan gøre for dit land, men spørg hvad dit land kan gøre for dig. Omskrivningen af John F. Kennedys berømte citat passer i vid udstrækning på den græske befolkning.

Det er grove og usympatiske beskyldninger mod det folk mange danske charterturister har lært at kende som varme og imødekommende. Det seneste år har dog vist, at Grækenland i den samme periode har præsteret en gældsætningsmaraton uden sidestykke. Det vrimler med groteske eksempler fra en horribelt dårligt fungerende offentlig sektor.

Formueplejes direktør Søren Astrup mødte vicedirektøren for den europæiske del af Den Internationale Valutafond (IMF), danske Poul Thomsen sidste efterår. Poul Thomsen har ansvaret for IMF's hjælp til Grækenland, og han fortalte, hvordan det i en årrække har været billigere for grækerne at importere hollandske tomater, end at få dem fragtet ganske få kilometer fra producenten til forbrugeren. Forklaringen er, at et transportkartel siden 1971 har haft monopol på at fragte blandt andet grøntsager i Grækenland, så prisen på transport har været vanvittig høj.

Dette monopol er ophævet nu, men den græske stat har fortsat nok at slås med. Der udbetales pensioner til afdøde. Kun ganske få læger betaler deres skat, og der er en lang tradition for kreativ bogføring i det offentlige. Vi begynder med det sidste. Et fænomen der tog fart, da Grækenland kæmpede for at komme med i euroen.

### MED I EUROEN PÅ FUSK

I 80'erne og 90'erne lå den græske rente som regel omkring ti procentpoint over den tyske. Forklaringen var ligetil. Troen på, at grækerne i længden kunne betale enhver sit var ikke særlig stærk. I slutningen af 90'erne ser den græske regering muligheden for at komme op af dyndet. Landet vil med i det gode selskab af velfungerende europæiske økonomier gennem eurosamarbejdet.

Det kræver dog, at Grækenland kan opfylde en række krav. Underskuddet på de offentlige budgetter skal under tre procent af bruttonationalproduktet, og inflationen ned på et niveau svarende til det tyske.

Den udfordring klarede finansministeriet på særdeles kreativ vis. En række poster, som eksempelvis pensioner og forsvarsudgifter, blev helt eller delvist fjernet fra statens finanser. På den måde blev statsunderskuddet reduceret kraftigt, og inflationen blev på samme måde begrænset effektivt. Staten fastfros blandt andet prisen på el og vand, og samtidig blev afgifterne på alkohol, benzin og tobak sat ned. Enkelte analytikere råbte op og påstod, at der var noget der ikke stemte, men de blev ikke hørt i hverken Bruxelles, London eller New York.

Den første januar 2001 blev de fedtede drachmersedler derfor erstattet af nytrykte euro. Målet var nået, for nu kunne den græske stat pludselig låne penge til stort set samme rente som den tyske. I 2001 kommer den amerikanske investeringsbank Goldman Sachs på banen. På snedig vis hjælper Goldman Sachs den græske regering med at pakke en del af statsgælden ind.

Udfordringer var at den græske statsgæld, grundet den kreative bogføring, var væsentlig større end det der fremgik af statens regnskaber. Så for at investorerne ikke skulle afsløre hemmelighederne bag de pyntede græske statsbudgetter og de fiktive inflationstal skulle en del af gælden finansieres i det skjulte. Metoden var stort set den samme, som blev benyttet med de såkaldte "subprime lån", der tvang Lehmann Brother i knæ og udløste finanskrisen. Goldman Sachs lod de græske obligationer indgå i en pulje med andre obligationer, og udstedte en ny obligation, en såkaldt CDO, som fik et særdeles attraktivt udseende; både kreditrating og afkast var i top. Goldman Sachs klarede også salget af obligationerne, så bankens samlede honorar var omkring 30 procent af det beløb, de hentede til grækerne.

>>

### OVERTOG EN TOM STATSKASSE

Frem til efteråret 2009 holdt en stadig hårdere belastet livrem, de økonomiske bukser oppe på Grækenland. Den 4. oktober blev skelsættende. George Papandreou kom til magten, som leder af en socialdemokratisk regering, og han troede, at han overtog en statskasse, der havde lidt at stå imod med, men han kunne konstatere, at den næsten var tom.

Papandreou satte en oprydningsproces i gang. I løbet af få måneder voksede underskuddet på det græske statsbudget fra 3,7 procent af BNP til næsten 14 procent, og Papandreou måtte bede om hjælp fra EU og IMF.

Hjælpen kom fra EU og IMF, men den er bundet op på en tilbunds gående oprydning i den græske økonomi. Hvor den første gennemgang af statsfinanserne viste et gigantisk hul, så har oprydningsprocessen blotlagt et væld af strukturelle problemer. Gennem de seneste 18 måneder har de græske myndigheder fremlagt en række vanvittige eksempler på fusk med offentlige midler. Samtidig har ministrene konstateret, at den offentlige sektor generelt er håbløs ineffektiv.

Samkøring af forskellige offentlige registre har afsløret, at arvinger til omkring 4500 afdøde tjenestemænd er blevet ved med at modtage deres slægtninges pensionschecks. Det koster hvert år skatteyderne 16 millioner euro (119 millioner kroner).

Det tal har fået arbejdsministeren til at sætte en undersøgelse i værk, der skal afdække, hvorvidt det mistænkeligt høje antal grækere over 100 år faktisk er reelt. Ifølge den seneste opgørelse er der 9000 nulevende grækere over 100 år ud af en befolkning på små 11 millioner mennesker. I 2008 var der til sammenligning 731 danskere over 100 år.

Det græske skolesystem er et af de lavest rangerede i Europa. Alligevel er der ansat fire gange så mange lærere som i Finland, der er førende på området. Samtidig er de grækere, der sender deres børn i den offentlige skole, tvunget til at hyre hjælpelærere, hvis de vil være sikre på, at deres børn lærer det de skal.

Det græske landbrugs ministerium havde, indtil oprydningsprocessen begyndte, en enhed med 270 ansatte, som var hyret til at digitalisere billeder af alle de offentligt ejede landområder. Problemet var bare, at ingen af de ansatte havde erfaring med digitalisering af billeder.

For alle ansatte i jobs, der har fået stemplet "besværlig" af den græske stat, er pensionsalderen så lav som 55 år for mænd og 50 år for kvinder. Flere end 600 forskellige professioner har på en eller anden måde opnået karakteristikken "besværlig". Det gælder alt fra frisører over radioværter og musikere til tjenere. Med andre ord er stort set ethvert job i Grækenland besværligt, og det belaster landets økonomi hårdt gennem enorme pensionsudbetalinger.

Sidst men ikke mindst, så er skatteopkrævningen mangelfuld. Beregninger viser, at der ikke betales indkomstskat af op mod 40 procent af alle lønninger i Grækenland. Gennemsnittet for resten af Europa er 18 procent.

### INGEN BETALER SKAT

I en artikel i det amerikanske magasin Vanity Fair, gengiver journalisten Michael Lewis en samtale med en ansat i det græske skattevæsen.

"Omfanget af skattesnyd er nærmest ufatteligt. To tredjedel af de græske læger opgiver, at de har en indkomst under 12.000 euro om året. Det betyder nemlig, at deres indkomst er under bundgrænsen for beskatning. Selv plastic kirurger, der tjener over en million euro om året, undgår på den måde at betale skat. Problemet er ikke lovgivningen, for skattesnyd i det omfang udløser en fængselsstraf. Problemet er, at loven ikke bliver håndhævet. Hvis den gjorde det ville stort set alle græske læger sidde i fængsel."

Det græske skattesystem svækkes yderligere af, at det tager op til 15 år at afgøre en skattesag ved retten. Eksemplerne er utallige. Genopretningen af Grækenland er derfor på en gang både lige til og uoverskuelig. Umiddelbart lige til, fordi der er rig mulighed for at opkræve flere penge til statskassen. Uoverskuelig, fordi der ikke findes de nødvendige systemer til skatteopkrævning, og fordi befolkning modarbejder processen gennem civil ulydighed.

"Poul Thomsen fra IMF udtrykte stor tiltro til den græske genopretningsproces. Hans holdning var, at grækerne har så mange lavthængende frugter, som bare skal plukkes. Det sidste halve år har desværre vist, at de sidder væsentlig højere på træet end både IMF, EU og Den Europæiske Centralbank havde regnet med", lyder det fra Søren Astrup.

*jens.hansen@formuepleje.dk*





## FAKTA OM GRÆKENLAND

Hovedstad	Athen
Samlet areal	131.940 kvadratkilometer
Befolkning	10,7 Mio.
Levealder	78,65 år (Mænd: 75,66 år, kvinder: 81,81 år)
Styreform	Parlamentarisk republik
Valuta	Euro (EUR)
Arbejdsstyrke	4,4 mio
BNP (2010)	GR: 1.695 mia. DKK. DK: 1.724 mia. DKK.
Naturressourcer	Brunkul, råolie, jernmalm, bly, zink, nikkel, magnesium, marmor, salt, vandkraft potentiale

Kilder: EU, IMF og OECD



# Verdensøkonomiens Achilles

Statsbudgettet i et lille EU-land i bunden af Balkan kan trække overskrifter i hele finansverdenen, og – mere vigtigt – flytte kurserne på de finansielle markeder i både den ene og den anden retning. Dette skyldes, at regningen for det græske overforbrug skal placeres, men at politikerne i Grækenland og resten af EU endnu ikke ved hvor henne.

AF RENÉ RØMER, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S



Trods den seneste spareplan fra Grækenland og tilhørende lån fra EU er det fortsat den gængse holdning i markedet at Grækenland går bankerot. Hvis man ser på prisen for at forsikre sig mod en eventuel græsk statsbankerot, står det klart, at prisen afspejler, at der er større sandsynlighed for en bankerot end for at der ikke kommer en bankerot. Det anerkendte kreditvurderingsbureau Moody's har desuden meldt ud, at det ser sandsynligheden for en bankerot som værende fifty-fifty.

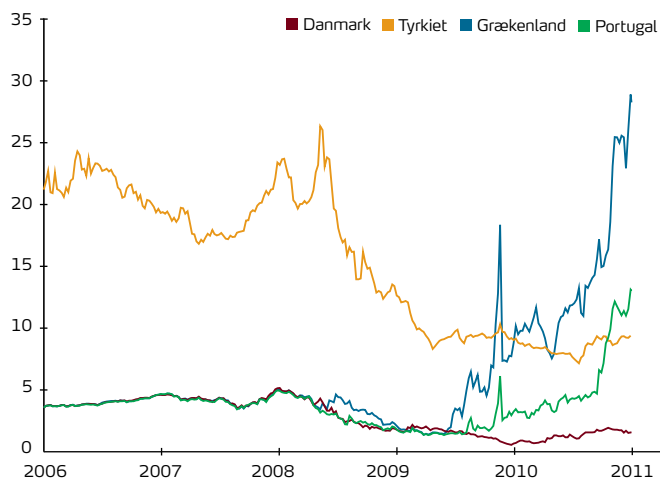
Markedet er altså sikker i sin sag, og hvis man kigger på matematikken står det klart hvorfor; Grækenland skal have et overskud på sit statsbudget på omkring 5% af BNP før renteudgifter for bare at stabilisere sin samlede gæld på omkring 160% af BNP, som Grækenland forventes at nå op på i 2014. I øjeblikket er underskuddet før renteomkostninger på omkring 5% af BNP, så den græske vej er lang og stejl for bare at stabilisere gælden. (Til sammenligning svarer de DKK 47 mia. fra regeringens 2020-plan til knap 3% af BNP, se figur 1. Når der er så meget i tvivl om en låntagers overlevelse, vil markedet selvfølgelig ikke låne flere penge ud på normale vilkår, se figur 2. Normalt ville det græske behov for yderligere lån til at dække de nuværende underskud og dermed chancen for redning slet ikke findes.



**1 ØKONOMISKE NØGLETAL ULTIMO 2010**

	Grækenland	Danmark
Ændring i bruttonationalprodukt (BNP) for 2010	-4,5%	2,1%
Statsgæld i procent af BNP	142,0%	44,3%
Statsunderskud i procent af BNP	-10,4%	-2,9%

Kilde: OECD.

**2 UDVIKLING I 2-ÅRIGE STATSRENTER FOR UDVALGTE LANDE**

Kilde: Bloomberg

**GRÆKENLAND "TAGET UD" AF MARKEDET**

Situationen er dog ikke "normal". I foråret 2010, da rystelserne i Grækenland begyndte, stod det hurtigt klart, at private investorer ikke ønskede at fortsætte udlånene til Grækenland. Derfor blev EU og den Internationale Monetære Fond (IMF) enige om at yde lånepakker til Grækenland. Grækenland blev populært sagt "taget ud" af markedet, således at private långivere var unødvendige. Prisen for at modtage lånepakkerne var et krav til Grækenland om at stramme op på de offentlige budgetter, således at private låntagere engang i fremtiden igen vil være villige til at låne ud til den græske stat på nogenlunde normale vilkår.

Samme manøvre kunne i princippet være blevet gentaget igen og igen indtil den græske stat blev i stand til at klare sig selv. Og så alligevel ikke. For efter vedtagelsen af den første lånepakke viste det sig hurtigt, at lånepakken var voldsomt upopulær i det nordlige Europa, der i bund og grund er den endelige afsender af pengene til Grækenland. Ved valget i Finland gik "De Sande Finner" voldsomt frem på en anti-EU agenda, mens den tyske forbundskansler Merkel har tabt alle lokalvalg siden vedtagelsen.

Heller ikke i Grækenland er lånepakkerne populære, hvilket skyldes de tilknyttede opstramninger af statsbudgettet. I parlamentet var det kun med møje og besvær, at den græske premierminister Papandreou fik den seneste spareplan gennemført. Samtidig har der været voldelige optøjer og meningsmålinger viser, at et massivt flertal i befolkningen ville stemme imod spareplanerne, hvis den fik muligheden. Årsagen er frykten for den recession, der uundgåeligt følger i hælene på en sådan spareplan. Heldigvis for Papandreou får folket først muligheden for at stemme igen ved parlamentsvalget i 2013.

&gt;&gt;



**Efter vedtagelsen af den første lånepakke viste det sig hurtigt, at lånepakken var voldsomt upopulær i det nordlige Europa, der i bund og grund er den endelige afsender af pengene til Grækenland.**



### LÅSTE MULIGHEDER

Men hvilke muligheder tilsiger fagkundskaben så, at grækerne har for at undgå recession i forbindelse med spareplanen? Normalt vil et land have 3 håndtag at dreje på for at mindske risikoen for recession. For det første er der muligheden for at devaluere landets valuta, hvorved virksomhederne i landet vil få bedre afsætningsmuligheder både på hjemmemarkedet og i udlandet. Denne mulighed eksisterer ikke for grækerne, da de jo som bekendt er med i Euro-samarbejdet. Den anden mulighed er, at føre en lempelig pengepolitik med meget lave renter. Heller ikke denne mulighed har Grækenland, da pengepolitikken i Euro-zonen bliver besluttet i Frankfurt, hvor den græske indflydelse er lav. Tredje og sidste virkemiddel er en lempelig finanspolitik, som af indlysende årsager heller ikke er en mulighed for Grækenland. Ingen af mulighederne er altså åbne for grækerne, der som udgangspunkt kan se frem til hårde tider oven på de gode år med overforbrug.

Og dermed er vi tilbage til begyndelsen: Markedet forventer, at Grækenland går bankerot! Som investor er ovenstående fakta og allerede indpriset i markedet. Det interessante er derfor hvad der kommer til at ske fremadrettet.

### ET POLITISK SPIL

Helt grundlæggende er det vigtigt at forstå, at grækerne i perioden fra 2000 til 2010 har brugt alt for mange penge, og at der derfor er en regning at betale. Det meste af det der foregår i øjeblikket kan derfor ses som en del af tovtækkeriet om hvem der skal betale broderparten. Der er tre mulige betalere:

#### 1. Grækerne klarer sig selv.

Ved at stramme op på budgetterne og spare massivt, vil Grækenland muligvis – over en lang horisont – kunne afdrage gælden. Prisen vil dog være høj for den græske befolkning, da langvarig recession og deflation er det mest sandsynlige udfald. Som tidligere nævnt er villigheden til at gennemføre kraftige besparelser dog ikke høj i den græske befolkning, og hver spareplan bliver mødt med store protester og demonstrationer. En del af denne løsning vil også være, at den græske stat sælger ud af sine aktiver, hvilket allerede er i gang.

#### 2. De europæiske skatteborgere bærer byrden.

De rige (nord)europæiske lande vil med yderligere garantier og opkøb af græske obligationer langsomt – men sikkert – komme til at eje større og større andele af den græske gæld. Og hvis grækerne så alligevel ikke kan betale, vil skatteyderne i resten af Eurozonen dermed komme til at hænge på regningen. Denne løsning har som nævnt allerede mødt stor folkelig modstand i Nordeuropa. Alle hidtidige lånepakker har været et skridt i denne retning.

#### 3. De nuværende gældsejere må bøde.

Ejerne af de græske statsobligationer har købt gælden og derved påtaget sig en kalkuleret risiko. Denne gruppe ville normalt være de oplagte betalere, da risiko og afkast jo altid bør følges ad, og helt naturligt har der da også for nyligt været krav fra den tyske kansler Angela Merkel om, at de nuværende ejere af græske statsobligationer inddrages som en del af løsningen.

At de nuværende gældsejere ikke fra starten er blevet bedt om at løfte en del af regningen kan umiddelbart undre. Men hvem er disse gældsejere, der altså tidligere har købt græske statsobligationer?

I store træk ejes gælden primært af tre grupper: ca. 1/3 ejes af grækerne selv (banker, forsikringselskaber osv.), knap 1/5 ejes af europæiske centralbanker (primært ECB) og godt 1/3 ejes af den europæiske finanssektor (banker, forsikring, pension osv.). Den allerstørste kreditor er altså den europæiske finanssektor, og netop heri ligger endnu et problem, for denne sektor vil i øjeblikket ikke kunne bære tabene fra en græsk statsbankerot. Som Olli Rehn, EU-kommisær for økonomiske og monetære anliggender udtalte: "Sårbarhederne i den europæiske bankindustri betyder, at en græsk bankerot ikke er en mulighed". I det lys virker den aftale, der ved redaktionens afslutning tilsyneladende er indgået mellem de europæiske banker og Tyskland/Frankrig ganske logisk; Bankerne accepterer, at udlåne halvdelen af deres nuværende udlån til Grækenland i 30 år mod til gengæld at få udbetalt resten. Herved kan politikerne over for vælgerne sige, at gældsejerne er blevet inddraget i løsningen, men samtidig behøver bankerne ikke bogføre tab,





da Grækenland jo fortsat forventes at betale til sidst. Denne løsningsmodel er ikke endelig, men princippet må forventes gentaget, når parterne til sidst bliver helt enige.

Så hvis det forudsættes, som vi så det under finanskrisen, at de enkelte lande støtter op om sin egen banksektor med garantier og kapitalindskud, så er der reelt kun grækerne og de europæiske skatteborgere til at betale regningen.

#### PROBLEMET SKUBBES

Hos Formuepleje mener vi, at der derfor er flere ting der taler for, at løsningen på de problemer, der uvægerligt vil fortsætte med at opstå omkring den græske gælds Krise bliver en

udsættelse af den endelige løsning. Dette vil sige, at de nordeuropæiske lande udsteder yderligere garantier (men uden at tage en eneste Euro op ad lommen): For det første undgår man at skulle redde de politisk upopulære banker endnu engang. For det andet køber man tid til de øvrige problembørn i EU-flokken; Portugal, Irland og Spanien får tid til at få styr på egne problemer, da opmærksomheden til stadighed vil ligge på Grækenland. Og for det tredje undgår man den begrænsede risiko, der trods alt er for en gentagelse af 2008, hvor tabene på det amerikanske sub-prime boliglånsmarked satte gang i en kædereaktion af hidtil usete dimensioner. Dette er sandsynligvis forklaringen på, at præsidenten for ECB, Trichet, har været den største modstander af at lade de nuværende obligationsejere betale en del af regningen. Merkel & co. vælger med andre ord den nemmeste løsning på trods af befolkningernes utilfredshed, og håber på det bedste på valgdagen.

Dette ændrer dog ikke på, at der i Euro-zonen er et fundamentalt problem, der skal løses. Hvis de velhavende nordeuropæiske skatteborgere skal være garantier for de mindre velhavende sydeuropæere, vil det kun være naturligt, at garantierne også får mere hånd i hanke med hvad sydeuropæerne rent faktisk bruger pengene på. Hvis dette bliver løsningen, vil Euroen med stor sandsynlighed overleve, som den ser ud i dag. Alternativet til ovenstående løsning er en Euro-zone, der er mindre end i dag, og hvor i hvert fald Grækenland og sandsynligvis andre lande ikke længere deltager.

Hos Formuepleje tror vi på, at den nemmeste løsning vil blive valgt så længe som muligt. Formueplejeselskaberne er på ingen måde hverken nu eller tidligere har været eksponeret mod Grækenland. Og selv hvis en Græsk storm skulle ramme de finansielle markeder, vil Formueplejeselskaberne stå godt rustet. Beholdningerne af danske realkreditobligationer, en defensiv aktieportefølje og finansiering i Euro vil betyde, at sejlene er rigget til at modstå selv meget kraftigt blæst.

*rene.roemer@formuepleje.dk*



## ACHILLEUS

Achilleus er i den græske mytologi søn af Peleus og Thetis. Thetis dypper den spæde Achilleus i Styx' vand, for at gøre ham usårlig. Thetis holder Achilleus i hælen, som derfor bliver hans eneste svage punkt.

Achilleus møder sin skæbne, mens Troja står i flammer. Det er Paris, der får ram på Achilleus med en giftpil i hælen.

*Kilde: den store danske encyklopædi*

# Potentiale på 40% i europæiske aktier

Vigende nøgletal og stor usikkerhed om gældskrisen gav faldende renter og aktiekurser i 2. kvartal. Resultatet blev positive afkast til vore investorer med undtagelse af porteføljerne, som udelukkende investerer i aktier.

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

## ET STEMNINGSSKIFTE

Fra at være drevet af frygt for inflation i 1. kvartal skiftede markedsstemningen til frygt for økonomisk afmatning. Det gav sig udslag i faldende renter og moderat faldende aktiekurser. Rentescenariet var vi positioneret 100% imod, hvilket gav pæne kursgevinster, mens vi desværre ikke undgik tab i aktieporteføljerne.

## SMØR PÅ BRØDET FRA OBLIGATIONER

Europæiske renter har stabiliseret sig på et fair niveau, selvom Den Europæiske Centralbank fortsætter med at rasle med sablen og bebude rentestigninger. Vi mener stadig, at der er indpriset for mange rentestigninger i markedet, og at de p.t. lidt svage nøgletal langt fra kalder på vækstboom og stigninger til de toneangivende renter det kommende kvartal.

## UDFORDRINGER NOK – ISÆR I EUROPA

Kigger vi på den globale vækst, er billedet stadig at Emerging Markets generelt oplever ganske høj vækst – tendrende til overophedning visse steder – mens de etablerede økonomier har det svært. Med hensyn til den amerikanske vækst er det forventningen, at den i 2. halvår vil accelerere fra den nuværende lidt svage vækst. Det skyldes bl.a. at:

- bilproduktionen igen kommer i omdrejninger ovenpå følgerne af katastroferne i Japan i marts.
- faldende olie- og råvarepriser vil give mere optimisme til forbrugerne og virksomheder.
- virksomhedernes capex (investeringer i produktionsudstyr etc.) vokser som følge af skatteincitamenter.

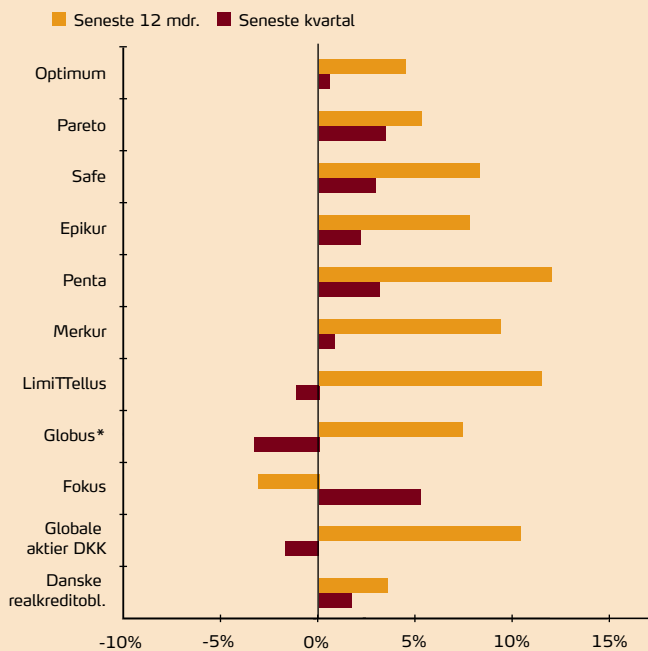
Dertil forventer vi, at den japanske vækst vil komme stærkt igen ovenpå recessionen, der fulgte katastroferne i første halvår. Smertensbarnet rent vækstmæssigt er og bliver den

europæiske økonomi. På trods af Tysklands fornuftige kadence, vil finanspolitiske stramninger, rentestigninger og gældskriserne trække vækstpilen lidt nedad.

## EUROPÆISK ØKONOMI ER IKKE EUROPÆISKE AKTIER

Vi ser et stort potentiale i aktier – særligt europæiske aktier. På den korte bane (1 til 3 mdr.) er der naturligvis stor usikkerhed pga. gældskrisen i EU. Vi forventer, at den største usikkerhed løser sig gradvist, og det åbner op for et stort afkastpotentiale.

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



\* Globus startede 5/7 2010

Kilde: Formuepleje og Bloomberg

**STORT POTENTIALE I AKTIER**

Kigger vi på værdifastsættelsen i form af P/E, så handler aktier groft sagt på de billigste multipler i 2 årtier fraregnet finanskrisen. P/E 2011E – dvs. på den forventede indtjening - for globale aktier er ca. 11,6 og for amerikanske aktier (S&P 500) 12. Betragter vi det historiske gennemsnit for P/E på forventet indtjening for globale aktier, så ligger dette på 16x og 15x, når vi fraregner IT-boblen.

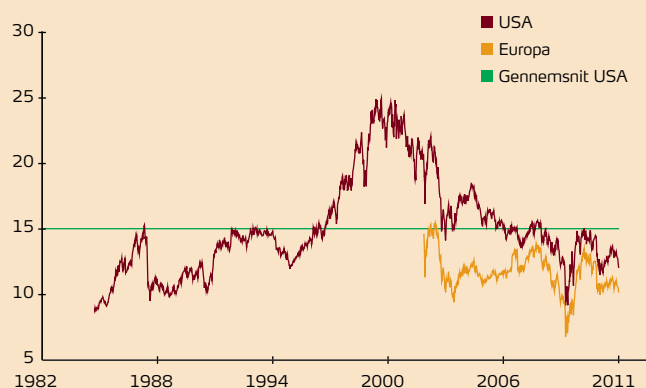
**TØR VI SE GENNEM "KRISEN"**

For europæiske aktier ser det endnu mere interessant ud selvom det historiske P/E gennemsnit med 13,4x er lidt lavere end for globale aktier. P/E 2011E på 10,1 indikerer, at der er en upside på 32% for europæiske aktier\* (600 største aktier). Den mere langsigtede investor skal kigge lidt længere frem. "Tør" man det, kan vi opstille følgende regnestykker på baggrund af forventet indtjening idag:

- P/E 2012 for europæiske aktier er 9,6 – det giver en upside på 40% fra det nuværende niveau.
- I en gældstynget verden kommer vi næppe tilbage til det historiske gennemsnit her og nu. Antager vi derfor en mere moderat multipel på ca. 12x - som matcher de seneste års gennemsnit – reduceres upsiden til 25%.
- Korregerer vi for at analytikernes og markedets forventninger til indtjeningsvæksten typisk er for optimistisk, bør upsiden reduceres yderligere, så vi lander mellem 20% til 25%.

Disse kursstigninger bliver næppe udløst lige nu på grund af usikkerheden. Men fundamentalerne indikerer samtidig, at downside på aktiemarkedet bør være begrænset, så længe man holder sig fra bankaktier.

**2 UDVIKLING I FORVENTET P/E**



Når dette er sagt, må vi samtidig pege på en række ting som helt klart bør udløse det store kurspotentiale:

- 1) Tegn på, at det globale opsving er selv bærende. Det vil vise sig ved f.eks god jobskabelse i USA og stærke ledende indikatorer (ISM, PMI tal) fra diverse økonomier.
- 2) En form for løsning eller mere sandsynligt en "mellemløsning" og mere klarhed over gældskrisen i Europa.
- 3) Tegn på at Kina navigerer uden om en "hård landing", og at inflationen aftager.
- 4) Tiltagende aktivitet inden for M&A og stigning i virksomhedernes capex. Dette vil indikere, at selskaberne har tillid til, at væksten holder den kommende tid.

På de følgende sider kan De se, hvordan Formueplejes fokus er på de forskellige markeder og aktiv/passiv-klasser ved indgangen til 3. kvartal 2011.

soeren.astrup@formuepleje.dk

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

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

(x) angiver værdier fra sidste offentliggjorte vækstforventninger, såfremt der er ændringer Kilde: \*Consensus Economics, Economist, IMF, Bloomberg.

Udgangspunktet i de følgende tabeller og figurer (side 44-48) er de samlede investeringsmandater under forvaltning hos Formuepleje A/S. Der er altså tale om en gennemsnitsbetragtning, hvorfor billedet for de enkelte investere-

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

Markedsrenterne er faldet markant i de sidste par måneder. De økonomiske nøgletal har skuffet over en bred kam, og det har medført bekymring vedrørende den globale vækst. Med udsigt til en lavere vækst end forventet, er frygten for inflation rykket i baggrunden, og samtidig er råvarepriserne også faldet markant de sidste par måneder. Vi har dermed fået ret i vores forudsigelse om, at det store fokus på inflation og forventning til højere renter i årets første måneder var overdrevet. Den Europæiske Centralbank er dog begyndt at hæve den toneangivende rente, men da det har været forventet, har det ikke umiddelbart haft den store effekt på obligationskurserne.

Samtidig er gældskrisen i Euroland blusset op igen i kølvandet af den store usikkerhed omkring Grækenland. Det har også været medvirkende til at presse markedsrenterne ned i Euroland. Med vedtagelsen af nye spareplaner er der dog fundet en midlertidig løsning på problemerne i Grækenland, men der er fortsat ikke nogen langsigtet afklaring. Derfor vil gældskrisen sandsynligvis fortsat være et tema, der dukker op med mellemrum.

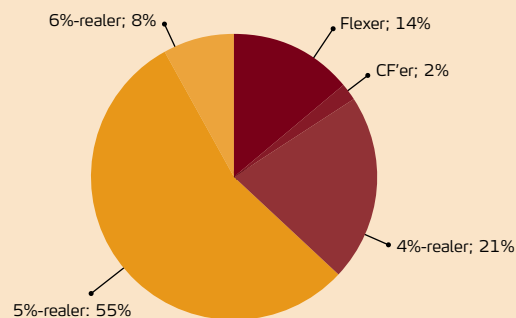
Danske realkreditobligationer har tabt relativt til statsobligationer i slutningen af juni måned, hvilket også fremgår af figuren, der viser merrenten på danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer. Det skyldes, at det internationale ratingbureau Moodys har udtrykt bekymring for det danske realkreditsystem på grund af de mange flexlån. Det har medført, at Nykredit og Realkredit Danmark har iværksat nye tiltag, hvor flexlån bliver adskilt fra konverterbare realkreditobligationer.

Merrente på danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationer

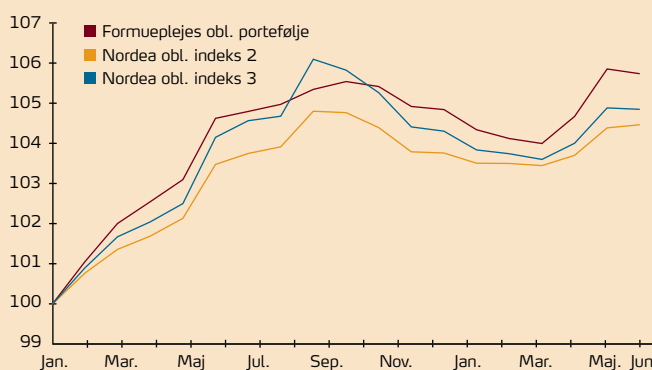


Vi vurderer, at disse ændringer vil være positive for investorerne på længere sigt, da gennemsigtheden bliver bedre. Samtidig er den bagvedliggende sikkerhed fortsat unik, og med meget lave restanceprocenter hos låntagerne har vi fortsat stor tillid til danske realkreditobligationer.

FORDELING AF OBLIGATIONER PÅ KATEGORIER



AFKAST FORMUEPLEJES OBLIGATIONSPORTEFØLJE 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 3,8 og 4,8 i 2. kvartal 2011.

NØGLETAL PR. 30.06.2011			
	Formuepleje	Nordea indeks Rentefølsomh. 2	Nordea indeks Rentefølsomh. 3
Rentefølsomhed	3,85	2,00	3,00
Konveksitet	-2,05	-0,21	-0,69

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 3,85 til 5,90 (+2,05).

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.		
	30.06.2011	12 mdr. frem
2-årig statsrente DKK	1,77%	2,00%
10-årig statsrente DKK	3,24%	3,50%
2-årig swaprente DKK	2,38%	2,50%
10-årig swaprente DKK	3,60%	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

Valutamarkedene har også været kraftigt præget af gældsuroen i Grækenland. I takt med usikkerheden om, hvorvidt det græske parlament ville acceptere yderligere spareplaner tog til, søgte investorerne væk fra Euroen (EUR) og over mod de traditionelt sikre valutaer såsom schweizerfrancen (CHF). Af den årsag er CHF steget 7% over for EUR i 2. kvartal. Stigningen var endda endnu større op til den endelige afstemning i det græske parlament, men da planerne blev vedtaget, drog markedet et lettens suk og sendte CHF ned, jf. nedenstående figur.

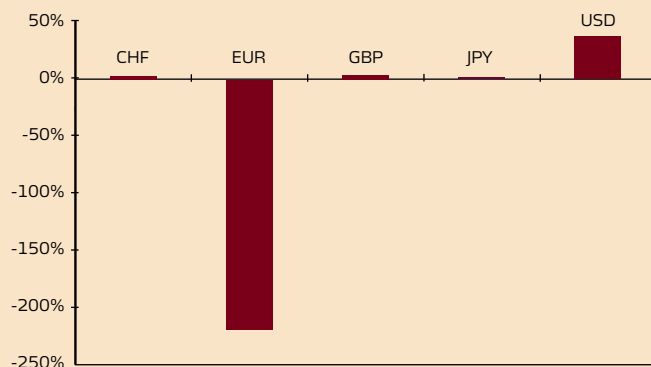
## UDVIKLING I SCHWEIZERFRANCEN MÅLT I FORHOLD TIL DANSKE KRONER



Trods den ovenfor beskrevne svaghed er EUR dog ikke blevet svækket overfor dollaren (USD). Det skyldes i høj grad, at 2. kvartal har vist, at opsvinget ovenpå krisen muligvis er ved at tabe fart. En stribe dårlige nøgletal har vist, at de asiatiske økonomier og i særdeleshed den amerikanske økonomi ikke bevæger sig fremad i den hastighed, det var forventet ved kvartalets start. Af den årsag forventer markedet nu, at Den Amerikanske Centralbank først hæver den styrende rente i april 2012. Og når markedet samtidig forventer, at ECB fortsætter med at stramme sin monetære politik i den kommende periode, peger det på øget renteforskel mellem EUR og USD. Resultatet heraf er normalt en styrkelse af valutaen med den høje rente, men da EUR samtidig svækkes af "de græske problemer", har nettoresultatet været en nogenlunde uændret USD over for EUR.

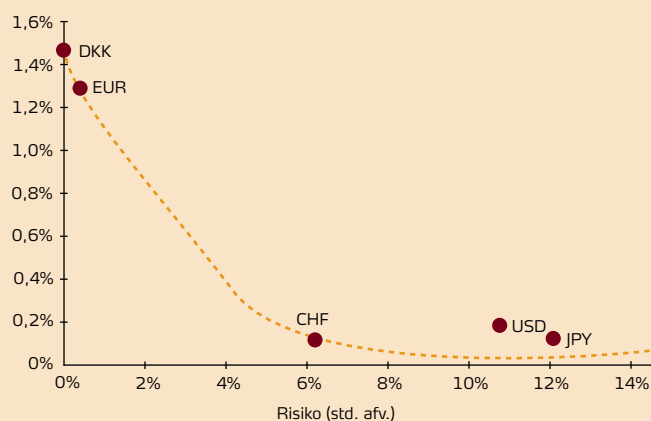
Fremadrettet forventer vi, at USD vil styrkes over for EUR og danske kroner. Det skyldes vores forventninger om, at den amerikanske økonomi vil klare sig relativt bedre end den europæiske, hvilket vil få rentespændet mellem de to områder til at indsnævres. Desuden ligger den endnu ikke løste europæiske gældskrise og lurer som en trussel, der kan svække EUR yderligere.

## EKSPONERING I.F.T. EGENKAPITAL



Ovenstående figur viser Formueplejes samlede investeringsmandats valutaeksponering.

## 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	6,09	5,80	5,70
USD	5,15	5,50	5,75
GBP	8,25	8,60	8,80
JPY*	6,37	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

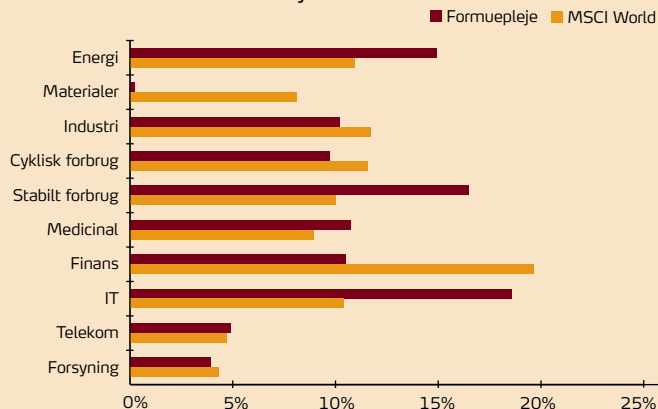
De toneangivende aktiemarkeder sluttede kvartalet stort set uforandret. Det altoverskyggende tema i perioden har været gældskrisen i Grækenland, der har trukket mange overskrifter og udløst nervøsitet for, hvorvidt vi er på vej mod en ny finansiel krise i stil med Lehman Brothers kollaps i efteråret 2008. Grækenland har i første omgang købt sig tid ved at godkende en omfattende spareplan som forudsat af EU og IMF for at komme med yderligere støtte, men tilbage står nu den praktiske implementering, som møder betydelig folkelig modstand.

Regnskabs sæsonen for 1. kvartal var endnu engang præget af overvejende pæne regnskaber, specielt når man kigger mod USA. Samtidig var mange selskaber dog yderst forsigtige i deres udmeldinger omkring fremtiden, og regnskaberne fik derfor i flere tilfælde en lunken modtagelse blandt investorerne. Analytikerne forventer fortsat høj indtjeningsvækst for de kommende år, hvilket umiddelbart forekommer udfordrende, når man betragter den seneste tids vækstbremser i USA, Europa, Japan og Kina, der dårligt kan undgå at lægge en dæmper på virksomhedernes indtjening.

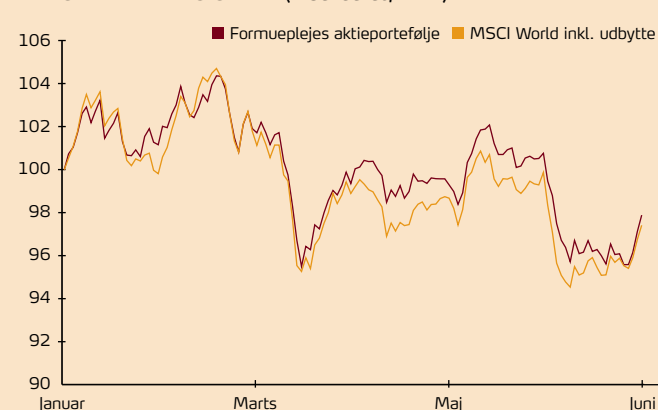
Det fornyede fokus på gældsproblemerne i Grækenland, Portugal og Irland samt den globale vækstbremser synes at have resulteret i en stigende risikoaversion. Dette har kunnet aflæses ved en dårlig periode for aktier i bl.a. BRIC-landene samt en begyndende sektorrotation i retning af mere defensive sektorer som Fødevarer, Medicinal og Forsyning på bekostning af de mere cykliske sektorer som Finans, Industri og Materialer.

Vi vurderer fortsat prisfastsættelsen på aktiemarkedet som værende attraktiv, men understreger, at det selvfølgelig hænger sammen med udfordringerne i form af den europæiske gældskrise og den svage globale vækst.

SEKTORFORDELING ULTIMO JUNI



AFKAST FRA ÅRETS START (indekseret, DKK)



NØGLETAL PR. 30. JUNI 2011		
	Formuepleje	MSCI World
P/E 2012E	11,23	12,05
Kurs / Indre værdi	1,86	1,66
Standardafvigelse p.a.	12,5%	13,0%
Informationsratio	0,27	-

Nøgletallene viser aktieporteføljens egenskaber. P/E 2012E 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 kredittkrisen 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.

**HALLIBURTON** Halliburton er hjemmehørende i USA. Selskabet er et internationalt olieserviceselskab med aktiviteter over hele verden. Selskabet tilbyder rådgivende ingeniørydelser og påtager sig integrerede løsninger indenfor udforskning, udvikling og produktion af olie- og gasfelter. Halliburton er en attraktiv langsigtet investering, da selskabet vil drage fordel af et stadigt stigende behov for udforskning og udvinding af olie.

**Aker Solutions** 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 Nordeuropa 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.



Unilever

Unilever hører til blandt verdens producenter inden for kategorier som færdig forarbejdede fødevarer, is & læskedrikke, personlig pleje og rengøringsartikler. Unilever har 62 varemærker med et årligt salg over EUR 250 mio., hvor de 11 største produkter hver overstiger EUR 1 mia. Blandt de mest kendte produkter kan nævnes Knorr, Becel, Lipton, Dove, Axe, Rexona og Omo. Selskabet har opnået dets position via satsning på forskning og udvikling og har derved skabt 20.000 patenter, hvortil der årligt kommer ca. 300 nye til. Unilever har en stærk tilstedeværelse på nye vækstmarkeder der bidrager med over 50% af omsætningen, og en langt større del af omsætningsvæksten.



RSA's historie går 300 år tilbage, da forsikringsselskabet 'The Sun' blev grundlagt. Den nuværende selskabsstruktur blev skabt i 1996, da Storbritanniens to største forsikringsselskaber, '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 forsikringsselskab, 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 efter salg 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	Tangentporteføljeteori					Fund of funds	100% aktier Optionssikring	Rente- arbitrage	100% globale aktier
<b>AKTIVER</b>										
<b>Milliarder kroner</b>										
	Obligationer/kontant	0,4	2,6	7,4	3,0	4,5	-	-	1,0	0,1
	Aktier	0,2	0,5	1,9	0,9	1,5	0,5	0,6	-	-
	Samlet portefølje	0,6	3,1	9,3	3,9	6,0	0,5	0,6	1,0	0,1
<b>Andel af balance</b>										
	Obligationer/kontant	69%	83%	79%	77%	75%	2%	0%	100%	9%
	Aktier	31%	17%	21%	23%	25%	98%	100%	0%	91%
<b>Andel af egenkapital</b>										
	Obligationer/kontant	69%	311%	314%	331%	366%	2%	-	484%	9%
	Aktier	31%	61%	82%	98%	119%	98%	100%	0%	91%
<b>PASSIVER</b>										
<b>Milliarder kroner</b>										
	Egenkapital	0,6	0,8	2,3	0,9	1,2	0,5	0,6	0,2	0,1
	Lånekapital	-	2,3	6,9	3,0	4,7	-	-	0,8	-
	Samlet portefølje	0,6	3,1	9,3	3,9	6,0	0,5	0,6	1,0	0,1
<b>Procent</b>										
	Egenkapital (solvens)	100%	27%	25%	23%	21%	100%	100%	21%	100%
	Lånekapital	-	73%	75%	77%	79%	0%	-	79%	-
	Samlet portefølje	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Gearing	-	2,9	3,0	3,3	3,9	-	-	3,9	-
<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%	2,00%	1,70%	2,30%	2,30%	0,70%	0,70%	2,82%	1,24%
<b>Øvrige oplysninger</b>										
	Noteret på NASDAQ OMX	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej
3	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%). Der betales først resultathonorar, når indre værdi er højere end senest, der blev betalt resultathonorar. Der er således ikke betalt resultathonorar i alle selskaber i seneste regnskabsår. Globus er nystartet 2010 og omkostninger er anslået i tegningsmateriale. 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 selskabsskat og efter alle omkostninger.

## BESKRIVELSE

Kort introduktion til selskabets investeringsstrategi.

## STAMDATA

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

## STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

## RISIKOMÆRKNING

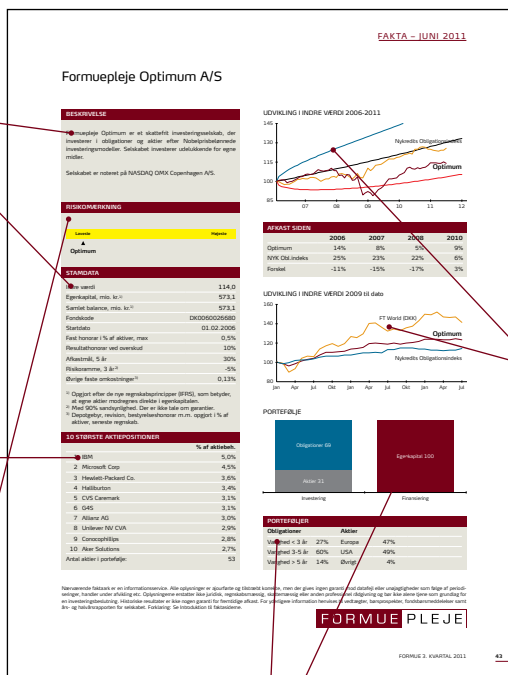
Den lovpligtige risikomærkning af investeringsprodukter tager udgangspunkt i farverne grøn, gul og rød ligesom farverne i et trafiklys. Hensigten er, at farverne skal afspejle risikoen for tab ved investeringen, samt hvor let eller svært det er at gennemskue den pågældende investering og de mulige konsekvenser heraf.

**GRØN:** Investeringsprodukter, hvor risikoen for at tabe hele det investerede beløb må betragtes som meget lille, hvis investeringen holdes til udløb. Produkttypen er ikke vanskelig at gennemskue. Eks.: Statsobligationer udstedt af eurolande i EUR og DKK, danske realkreditobligationer.

**GUL:** Investeringsprodukter, hvor der er risiko for at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er ikke vanskelig at gennemskue. Eks.: Børsnoterede aktier, investeringsforeninger.

**RØD:** Investeringsprodukter, hvor der er risiko for at tabe mere end det investerede beløb, eller produkttyper som er vanskelige at gennemskue. Eks.: Finansielle instrumenter, Strukturerede obligationer, unoterede aktier.

Risikomærkningen tager udgangspunkt i risikoen for at tabe det investerede beløb, ikke sandsynligheden for at dette indtræffer. Inden for den enkelte farvekategori kan der godt være en højere sandsynlighed for at tabe det investerede



beløb ved en investering end ved den anden investering. Det er den grundlæggende risiko for at tabe det investerede beløb, som er kendetegnende for kategorien, selvom sandsynligheden for, at det sker, kan være forskellig. Vær opmærksom på, at risikomærkningen ikke erstatter investeringsrådgivning, men skal ses som et supplement hertil.

## KURSUDVIKLING

Figurene viser udviklingen i selskabets indre værdi på både kort og lang sigt sammenholdt med udviklingen i det globale aktieindeks FT World eller det danske realkreditindeks (Optimum og Fokus). Tabellen viser afkast siden 1995, 2000, 2005 og 2010. For nye selskaber siden start.

## 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. aktionærene skyder ind. Selskabets gearing kan da opgøres til 2, idet egenkapitalen geares 2 gange. Selskabets solvens kan opgøres som  $100/300 = 33\%$ . En aktie-værdi på 80 betyder, at 80% af egenkapitalen er investeret i aktier.

## PORTEFØLJER – OBLIGATIONER

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

## AKTIER

Viser aktieinvesteringernes geografiske fordeling.

## LÅNEKAPITAL

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

# 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.

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

---

**RISIKOMÆRKNING**

Laveste Højeste

▲

**Optimum**

---

**STAMDATA**

Indre værdi	114,0
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	573,1
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	573,1
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 <sup>2)</sup>	-5%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,13%

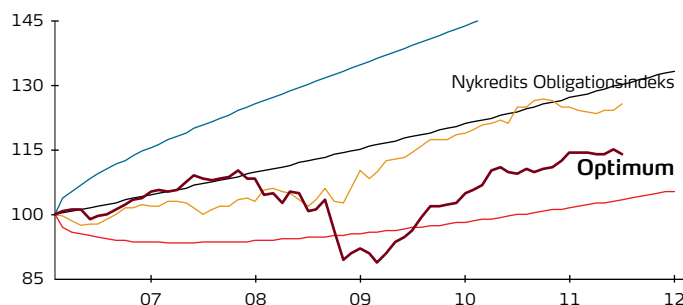
<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.  
<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

---

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

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

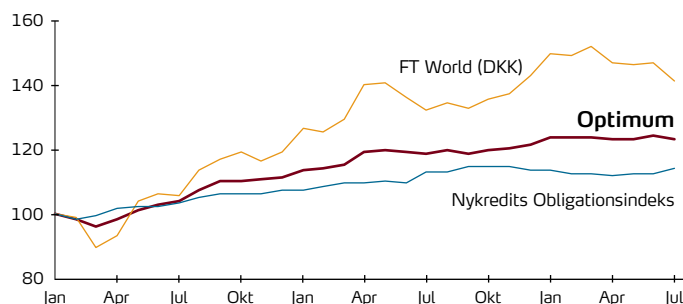
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2006-2011



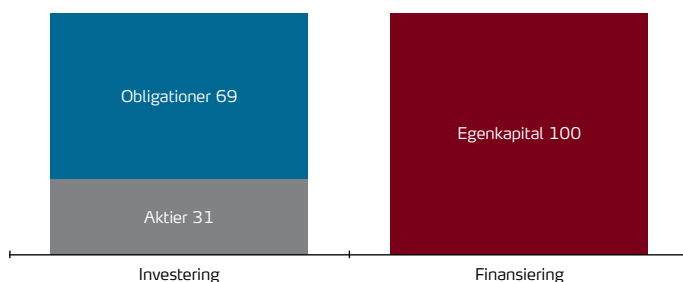
AFKAST SIDEN

	2006	2007	2008	2010
Optimum	14%	8%	5%	9%
NYK Obl. indeks	25%	23%	22%	6%
Forskel	-11%	-15%	-17%	3%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer		Aktier	
Varighed < 3 år	27%	Europa	47%
Varighed 3-5 år	60%	USA	49%
Varighed > 5 år	14%	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 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.

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

## RISIKOMÆRKNING

Laveste

Højeste

▲  
Pareto

## STAMDATA

Indre værdi	251,6
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	837,8
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	3.125,0
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 <sup>2)</sup>	-10%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,05%

<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

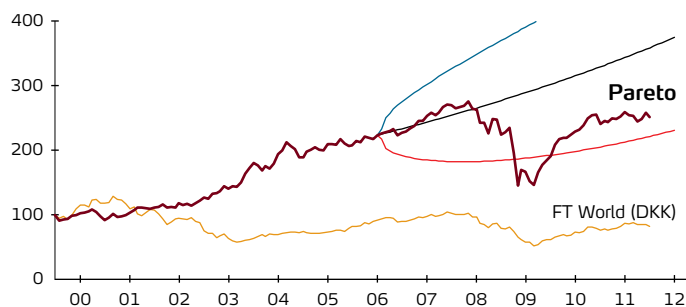
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

## 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

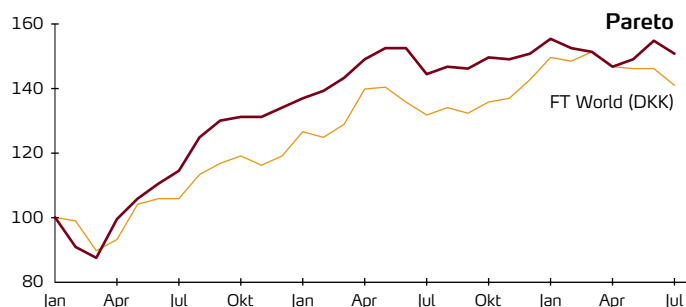
## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1999-2011



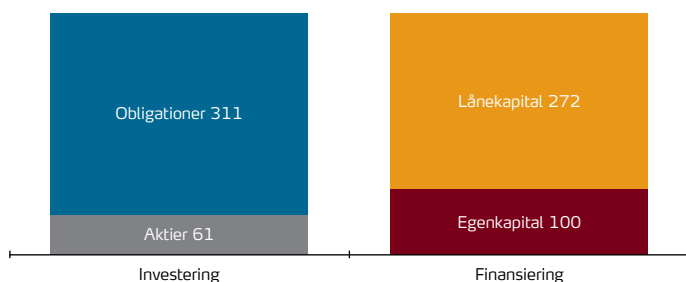
## AFKAST SIDEN

	1999	2000	2005	2010
Pareto	152%	144%	20%	10%
FT World	2%	-29%	11%	11%
Forskel	150%	173%	9%	-1%

## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



## PORTEFØLJE



## PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	18%	Europa	48%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	60%	USA	48%	EUR 100%
Varighed > 5 år	22%	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.

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

**RISIKOMÆRKNING**

Laveste Højeste

▲  
**Safe**

**STAMDATA**

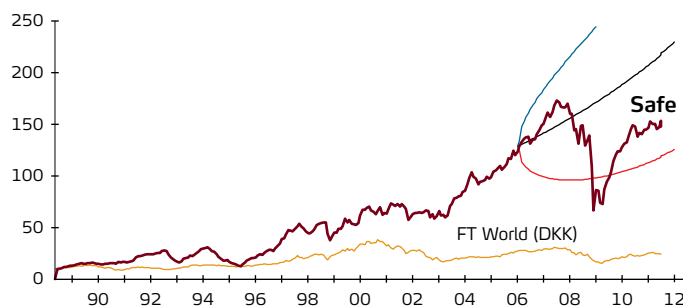
Indre værdi	147,7
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	2.339,0
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	9.276,3
Fondskode	DK0016110547
Startdato	01.05.1988
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	70%
Risikoramme, 3 år <sup>2)</sup>	-15%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,02%

<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.  
<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Hewlett-Packard Co.	3,8%
2 Microsoft	3,8%
3 IBM	3,6%
4 Allianz AG	3,3%
5 CVS Caremark Corp	2,8%
6 Conocophillips	2,8%
7 Aker Solutions	2,8%
8 Halliburton Co.	2,6%
9 Ahold NV	2,4%
10 Unilever NV CVA	2,4%
Antal aktier i portefølje: 58	

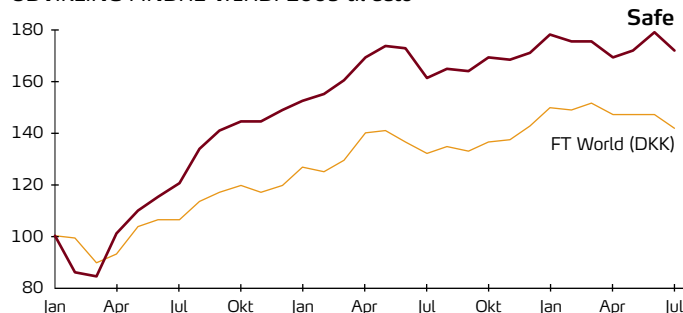
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1988-2011



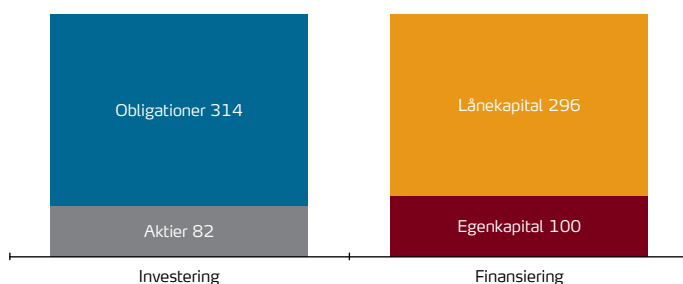
**AFKAST SIDEN**

	1988	2000	2005	2010
Safe	1.377%	118%	42%	13%
FT World	89%	-29%	11%	11%
Forskel	1.288%	147%	31%	2%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



**PORTEFØLJER**

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	22%	Europa	52%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	58%	USA	45%	EUR 100%
Varighed > 5 år	21%	Øvrigt	3%	

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 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.

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

## RISIKOMÆRKNING

Laveste

Højeste

▲  
Epikur

## STAMDATA

Indre værdi	320,6
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	916,0
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	3.940,1
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 <sup>2)</sup>	-20%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,05%

<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

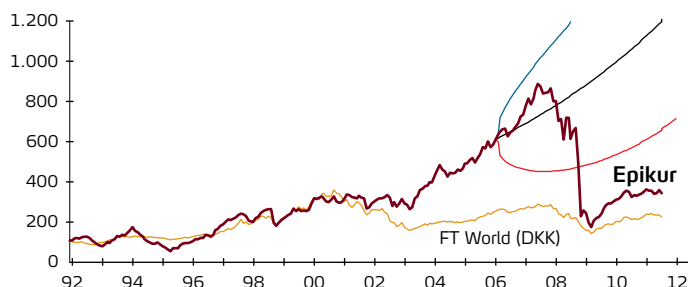
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

## 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

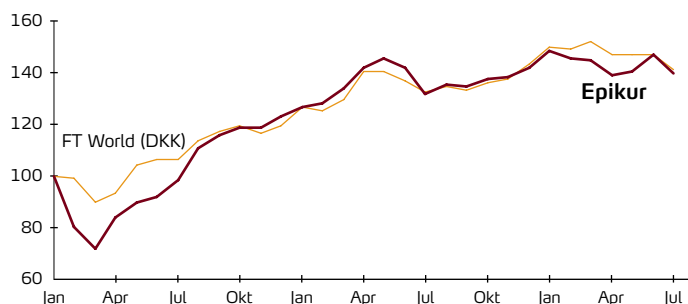
## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1991-2010



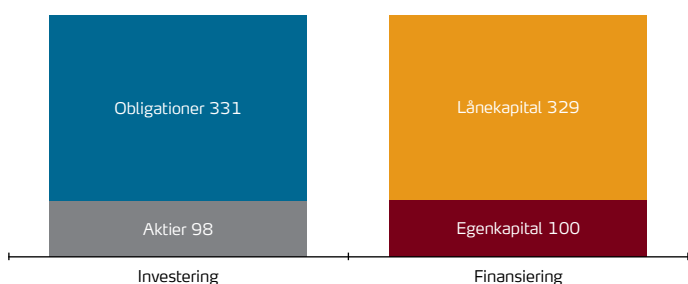
## AFKAST SIDEN

	1991	2000	2005	2010
Epikur	221%	8%	-30%	10%
FT World	89%	-29%	11%	11%
Forskel	132%	37%	-41%	-1%

## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



## PORTEFØLJE



## PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	17%	Europa	51%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	69%	USA	46%	EUR 100%
Varighed > 5 år	14%	Øvrigt	3%	

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.

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

**RISIKOMÆRKNING**

Laveste Højeste

▲  
**Penta**

**STAMDATA**

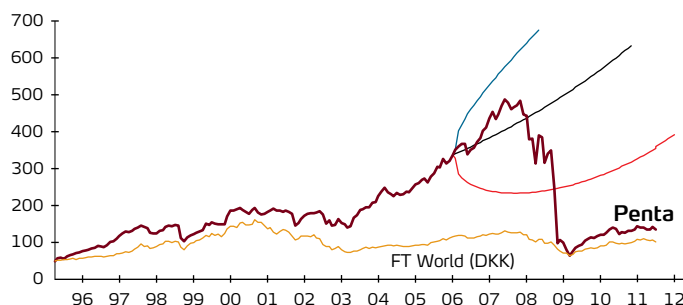
Indre værdi	135,7
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	1.226,6
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	5.959,8
Fondskode	DK0016079361
Startdato	01.01.1994
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	100%
Risikoramme, 3 år <sup>2)</sup>	-25%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,04%

<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.  
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.  
<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Microsoft Corp.	4,8%
2 IBM	4,5%
3 RSA Insurance Group	3,3%
4 CVS Caremark Corp.	3,2%
5 Transocean	3,2%
6 Allianz AG	3,1%
7 Hewlett-Packard Co.	3,0%
8 Unilever Cert.	2,8%
9 Conocophillips	2,8%
10 Aker Solutions	2,8%
Antal aktier i portefølje:	56

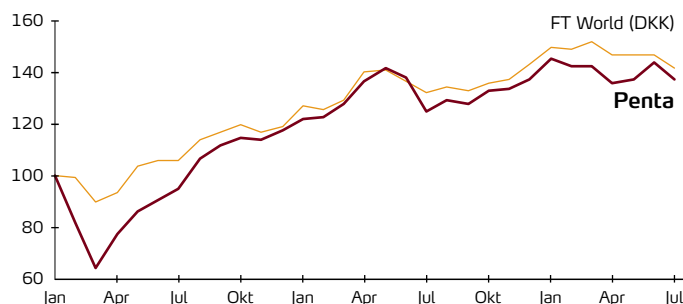
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1995-2011



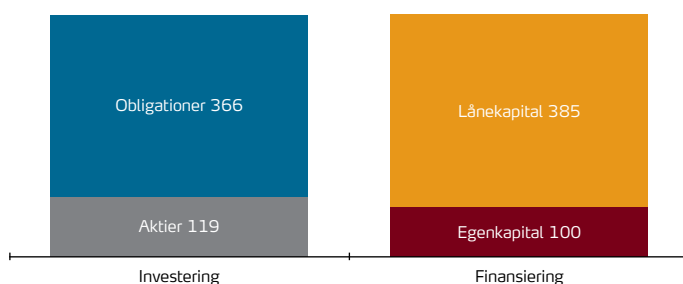
AFKAST SIDEN

	1994	2000	2005	2010
Penta	36%	-27%	-47%	13%
FT World	89%	-29%	11%	11%
Forskel	-53%	2%	-58%	2%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	21%	Europa	48%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	64%	USA	48%	EUR 100%
Varighed > 5 år	15%	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

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.

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

### RISIKOMÆRKNING

Laveste

Højeste

▲  
Merkur

### STAMDATA

Indre værdi	197,9
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	489,1
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	489,1
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 <sup>2)</sup>	-12,5%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,11%

<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

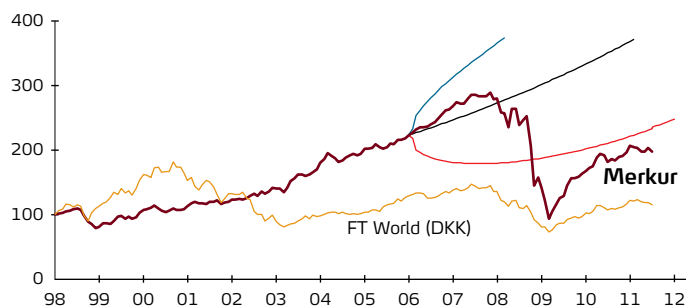
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

### 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje Optimum A/S	15,8%
2 Formuepleje Safe A/S	15,5%
3 Formuepleje Pareto A/S	15,3%
4 Formuepleje Penta A/S	11,8%
5 Formuepleje Epikur A/S	11,5%
6 Formuepleje LimiTellus A/S	10,1%
7 Formuepleje Fokus A/S	9,0%
8 Microsoft	0,5%
9 IBM	0,5%
10 Hewlett-Packard Co.	0,4%
Antal aktier i portefølje: 54	

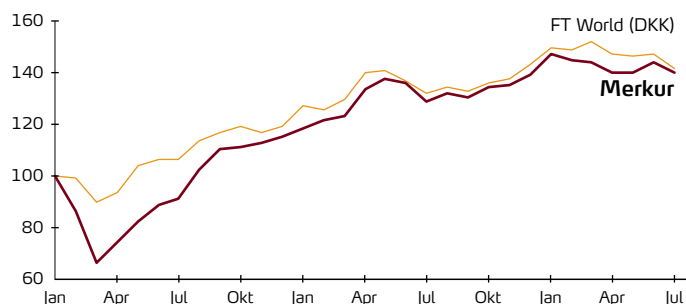
### UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1998-2011



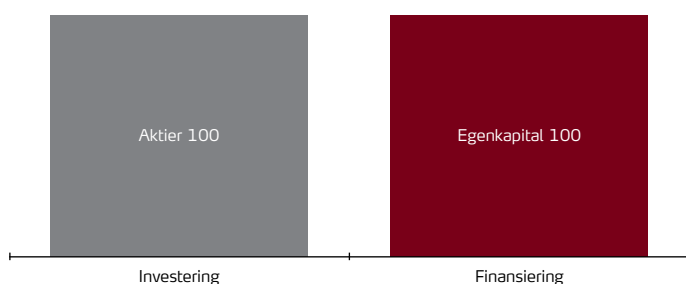
### AFKAST SIDEN

	1998	2000	2005	2010
Merkur	98%	85%	-2%	18%
FT World	15%	-29%	11%	11%
Forskel	83%	114%	-13%	7%

### UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



### PORTEFØLJE



### PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	48%
USA	48%
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 LimiTellus A/S

## BESKRIVELSE

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

Selskabet er noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

## RISIKOMÆRKNING

Laveste

Højeste

▲  
LimiTellus

## STAMDATA

Indre værdi	122,4
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	576,0
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	576,0
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 <sup>2)</sup>	-15%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,18%

<sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

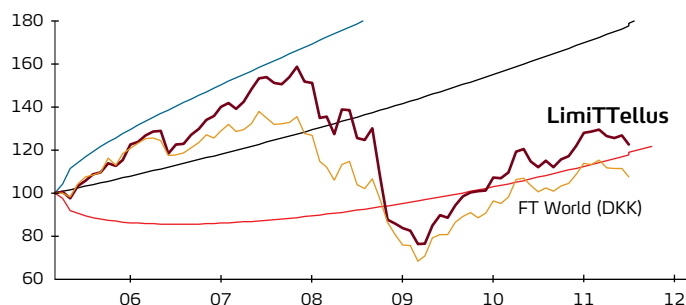
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

<sup>3)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.

## 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 IBM	4,3%
2 Microsoft	4,2%
3 RSA Insurance Group	3,3%
4 Aker Solutions	3,1%
5 Conocophillips	3,1%
6 Hewlett-Packard Co.	3,0%
7 CVS Caremark	3,0%
8 Halliburton Co.	3,0%
9 Unilever NV CVA	2,8%
10 Subsea 7 (fusion Acergy)	2,5%
Antal aktier i portefølje:	53

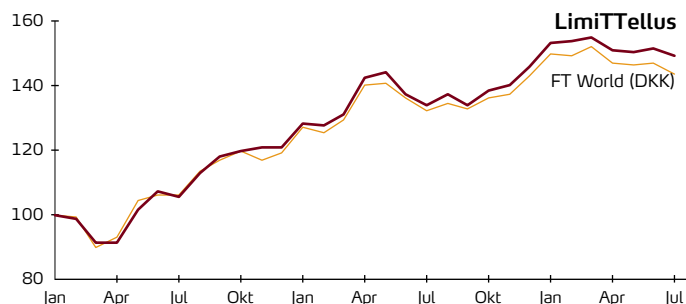
## UDVIKLING I INDRY VÆRDI 2005-2011



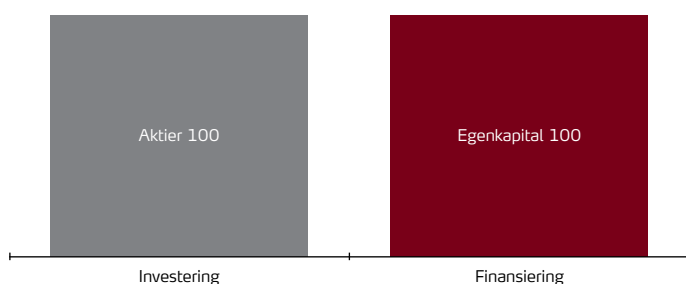
## AFKAST SIDEN

	2005	2007	2010
LimiTellus	22%	-13%	14%
FT World	11%	-17%	11%
Forskel	11%	4%	3%

## UDVIKLING I INDRY VÆRDI 2009 til dato



## PORTEFØLJE



## PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	48%
USA	49%
Øvrigt	3%

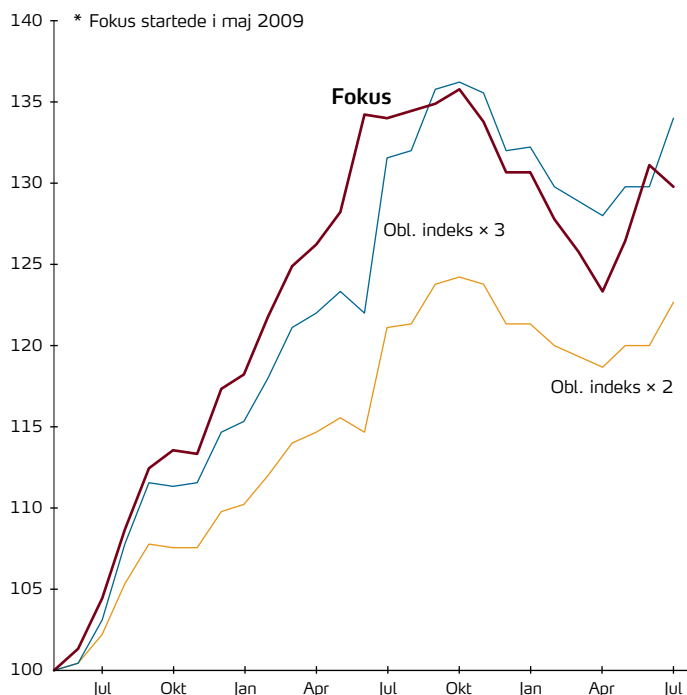
Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden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

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Fokus A/S

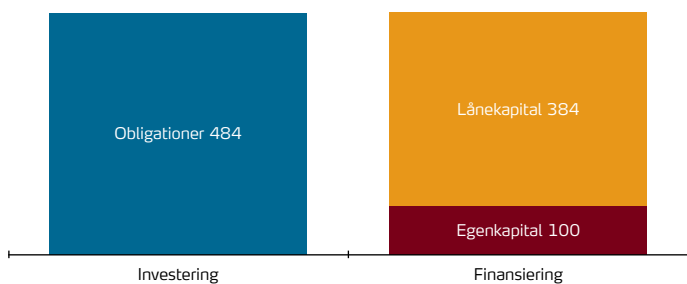
BESKRIVELSE		
<p>Formuepleje Fokus er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i danske realkreditobligationer. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i danske kroner og euro. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre. Bestyrelsen har til hensigt at foreslå udbytte på 8 kr. pr. aktie.</p>		
RISIKOMÆRKNING		
<p style="text-align: center;">Laveste <span style="float: right;">Højeste</span></p> <p style="text-align: center;">▲</p> <p style="text-align: center;"><b>Fokus</b></p> <p>Jf. bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter skal unoterede aktier placeres i den røde kategori.</p>		
STAMDATA		
Indre værdi	113,8	
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	199,8	
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	932,9	
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 <sup>2)</sup>	0,08%	
<p><sup>1)</sup> Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.</p> <p><sup>2)</sup> Depotgebyr, revision, bestyrelseshonorar m.m. opgjort i % af aktiver, seneste regnskab.</p>		
10 STØRSTE POSITIONER		
	% af beholdning	
1	5% Nykredit 03D 2035	10,5%
2	5% Realkredit Danmark 23D 2035	9,1%
3	5% Nordea Kredit ANN 2035	8,7%
4	4% Realkredit DK 23SSA 2041	8,1%
5	5% Nykredit 3D 2038	5,2%
6	2% Nykredit 2013	5,2%
7	4% Nordea OA 2035	4,8%
8	4% Realkredit DK 21S.S 2026	4,7%
9	4% Nykredit 12E 2012	3,7%
10	5% Nordea Kredit 2038	3,6%
Antal obligationer i portefølje:		40

## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato \*



AFKAST SIDEN	2009	2010
Fokus	30%	3%
2 x NYK Obl.indeks	23%	12%
Forskel	7%	-9%

## PORTEFØLJE



PORTEFØLJER				
	Obligationer		Lånekapital	
Varighed < 3 år	30%	DKK	0%	
Varighed 3-5 år	57%	EUR	100%	
Varighed > 5 år	13%			

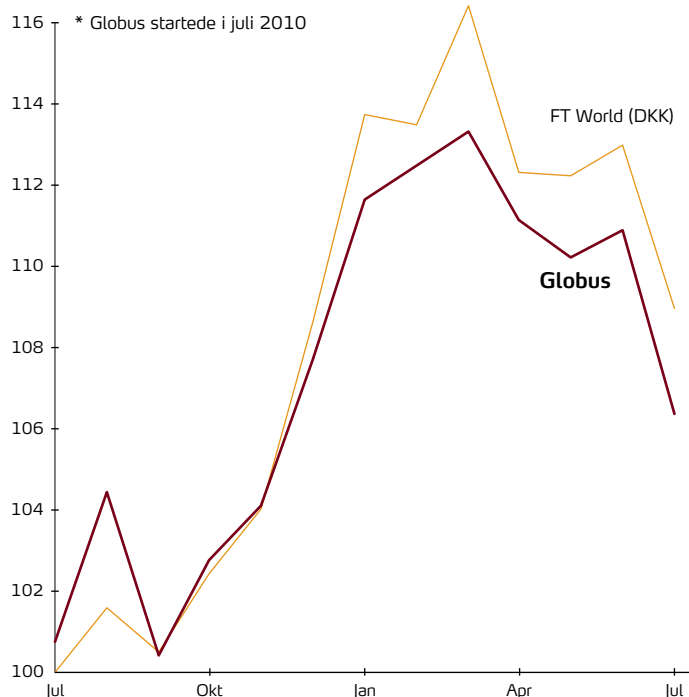
Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden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

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Invest, afdeling Globus

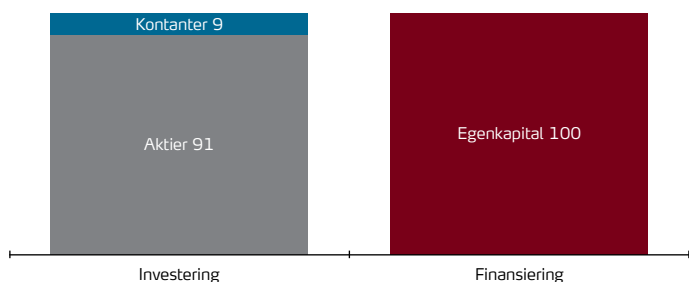
BESKRIVELSE	
Formuepleje Invest, afdeling Globus er en investeringsforening, der investerer i globale aktier. Foreningen er nystartet i 2010.	
RISIKOMÆRKNING	
<div style="background-color: yellow; border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">Laveste</div> <span style="margin: 0 20px;">▲</span> <div style="background-color: yellow; border: 1px solid black; padding: 5px; display: inline-block;">Højeste</div> <b>Globus</b>	
STAMDATA	
Indre værdi	106,4
Samlet balance, mio. kr.	131,1
Fondskode	DK0060213015
Startdato	05.07.2010
Adm.omk. anslået <sup>1)</sup>	1,24%
Resultathonorar ved overskud	5%
<sup>1)</sup> Administrationsomkostninger er i henhold til seneste regnskab.	
10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER	
	<b>% af aktiebeh.</b>
1 Microsoft Corp.	3,4%
2 Conocophillips	3,0%
3 CVS Caremark Corp.	2,9%
4 Hewlett-Packard Co.	2,9%
5 Unilever NV CVA	2,8%
6 Halliburton Co.	2,8%
7 Aker Solutions	2,7%
8 Intl Business Machines Corp.	2,5%
9 Wal-Mart Stores Inc.	2,3%
10 Allianz Se-Reg	2,2%
Antal aktier i portefølje: 58	

## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2010 til dato \*



AFKAST SIDEN	
Juli 2010	
Globus	5,6%
MSCI	9,0%
Forskel	-3,4%

## PORTEFØLJE



PORTEFØLJER	
Aktier	
Europa	50%
USA	45%
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. For yderligere information henvises til vedtægter samt tegningsprospekt for foreningen. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

# Bliv navnenoteret aktionær

Vi anbefaler, at du navnenoterer dine Formueplejeaktier.

Du får en lang række fordele som navnenoteret aktionær.

## AKTIONÆRFORDELE:

- Stemmeret ved generalforsamling
- Deltagelse ved Formueplejedage
- Deltagelse ved faglige arrangementer
- Målrettet information og bedre service bl.a. via Magasinet FORMUE

## SÅDAN GØR DU:

- Udfyld på nettet via [www.formuepleje.dk/navnenoteretaktionær](http://www.formuepleje.dk/navnenoteretaktionær)
- Få din bank til at navnenotere aktierne
- Ring og få blanket tilsendt



UDGIVER:

**FORMUE PLEJE**  
SELSKABERNE

Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C

Telefon 87 46 49 00, telefax 87 46 49 01,  
[info@formuepleje.dk](mailto:info@formuepleje.dk), [www.formuepleje.dk](http://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](mailto:info@formuepleje.dk), [www.formuepleje.dk](http://www.formuepleje.dk)