

# FORMUE

26. ÅRGANG

04 // 2011

- Optimal portefølje  
- kræver global investering
- Aktiestrategi  
- når usikkerheden raser
- Formuepleje 3 år efter  
Lehman Brothers' kollaps

**Aktiemarkedene nede  
Formuepleje står imod**

# Formueplejes investorer får afkast på 715 millioner kroner

Formueplejeselskaberne har i 2010/2011 igen leveret et stabilt og positivt afkast. Ydermere har selskaberne siden 1. juli outperformat markant. På bestyrelsesmøder den 28. september blev regnskaberne for de 7 børsnoterede formueplejeselskaber godkendt og offentliggjort. Tilsammen skabte de syv selskaberne et resultat på 715 mio. kr. i regnskabsåret, og det svarer til et gennemsnitligt afkast på ca. 10% på tværs af selskaberne. Dette resultat skal ses i lyset af, at globale aktier i samme periode gav et afkast på godt 8%, mens danske realkreditobligationer gav et afkast på knap 1%.

På denne baggrund må et gennemsnitligt afkast på ca. 10% anses for at være tilfredsstillende. Men det gennemsnitlige afkast dækker naturligvis over forskelle i de enkelte Formueplejeselskaber. Formuepleje Optimum, som er selskabet med den laveste risiko, gav et afkast på knap 5%, mens selskabet med den højeste risiko, Formuepleje Penta, gav et afkast på godt 12%. Når der tages hensyn til de forskellige risikoprofiler i Formueplejeselskaberne, må alle selskabernes resultater betegnes som tilfredsstillende.

## SÅDAN NAVIGERER FORMUEPLEJESELSKABERNE PÅ DE UROLIGE FINANSMARKEDER

Men regnskabsåret sluttede jo som bekendt den 1. juli 2011, og perioden efter har været præget af en frygt for en ny global recession som følge af de igangværende gældskriser rundt omkring. Det har betydet, at der har været stor nervøsitet på de finansielle markeder, og i tredje kvartal har vi da også oplevet en periode med store fald på aktiemarkederne og rekordlave renter.

I tredje kvartal 2011 faldt de globale aktier således med 10%, mens danske aktier faldt med ca. 18% og europæiske faldt med hele 23%. I den samme periode har Formueplejeselskaberne imidlertid klaret sig rigtig godt, og der er endda et par af selskaberne – Formuepleje Pareto og Formuepleje Safe, som i denne periode har skabt et positivt resultat på henholdsvis 3,1% og 2,1%.

Baggrunden for disse gode resultater i Formueplejeselskaberne er en risikostyring, hvor der primært er investeret i de såkaldte defensive aktier, som ikke er så konjunkturfølsomme og det forhold, at selskaberne fortsat ikke anvender schweizerfranc som finansieringsvaluta. I de selskaber, hvor der anvendes fremmedfinansiering, foregår det enten i euro eller danske kroner. Aktuelt har selskaberne nu desuden en meget lav rentefølsomhed, da renterne efter vores vurdering er kommet ned på et niveau, hvor de ikke kan blive meget lavere.

## FREMTIDEN

For det kommende år forventer jeg en relativ lav global vækst – uden at vi dog, kommer til at opleve en egentlig recession med negativ vækst. Med udgangspunkt i Formueplejeselskabernes risikoprofil forventer jeg derfor, at der i indeværende regnskabsår bliver skabt positive og tilfredsstillende resultater i Formueplejeselskaberne.



Esben Vibe, direktør, Formueplejeselskaberne

Tilsammen skabte de syv selskaberne et resultat på 715 mio. kr. i regnskabsåret, og det svarer til et gennemsnitligt afkast på ca. 10% på tværs af selskaberne.



# FORMUE

Udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

## UDKOMMER

fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

## OPLAG

16.000 eksemplarer.

## MAGASINETS FORMÅL ER:

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

## REDAKTION

Direktør Esben Vibe (ansvarshavende)  
 Direktør Søren Astrup  
 Kommunikationsansvarlig Marianne Halse  
 Journalist Jens Hansen  
 Grafisk design Hanne Skov  
 Offsettryk Zeuner Grafisk  
 Fotografer Christoffer Håkansson  
 Istockfoto, Polfoto  
 Forsidefoto: Istockphoto

## BIDRAGYDERE

Bestyrelsesformand  
 Carsten With Thygesen  
 Bestyrelsesformand  
 Jørn Nielsen  
 Direktør Esben Vibe  
 Direktør Søren Astrup  
 Adm. direktør Henry Hæg  
 Senior formueforvalter Jens Bruun  
 Formueforvalter Erik Bech  
 Formueforvalter René Rømer  
 Senior formuerådgiver Kenett Haslund

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

## 4. KVARTAL 2011 // 26. ÅRGANG

Redaktionen er afsluttet  
 17. oktober 2011  
 Faktasiderne er afsluttet  
 den 30. september 2011

18



## ARTIKLER

- 02 //** Leder  
**04 //** Formuepleje 3 år efter  
 Lehman Brothers' kollaps  
**10 //** Renteskolen, afsnit 2  
**14 //** Danske realer står imod  
**18 //** Undgå papegøjerne i holdningsjunglen  
**22 //** Bestyrelsernes side  
**24 //** Aktiestrategi når usikkerheden raser  
**28 //** Økonomisk huskeseddel  
**30 //** Optimal portefølje  
 – kræver global investering  
**34 //** Markedsvurdering  
**39 //** De 10 største aktier  
**41 //** Formueplejeselskaberne på tværs

## FAKTASIDER

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

24



28



30



# Formuepleje 3 år efter Lehman Brothers' kollaps

I Formuepleje har vi taget konsekvensen af det, vi lærte i 2008. Risikoen er nedbragt, alligevel er afkastpotentialet intakt. Tallene taler, som man kan se, for sig selv.

AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE



Det er nu tre år siden de finansielle markeder kollapsede oven på verdens største konkurs i investeringsbanken Lehman Brothers. Konsekvensen blev et sammenbrud af bankvæsenet i den vestlige verden og en global recession, hvis alvor og omfang ikke var set siden 1930'ernes verdenskrise.

Aktiemarkedene dykkede kraftigt, statsrenterne faldt kraftigt, mens guld og schweizerfranc steg. Andre dele af de finansielle markeder lukkede helt ned en periode. Blandt andet kunne investorer i en række danske investeringsforeninger i virksomhedsobligationer samt i hedgeforeninger og -fonde ikke få oplyst, hvad deres investeringer var værd – endsige handle dem.

Investorer i de mest risikable Formueplejeselskaber, Penta og Epikur blev særdeles hårdt ramt, og der vil gå meget lang tid, inden vi er over de gamle kurstoppe. I det største og ældste selskab, Formuepleje Safe, mangler vi ligeledes at skabe et afkast på ca. 10%, før vi sætter kursrekord og dermed har lagt finanskrisen helt bag os.

## ERFARINGER OG HANDLING

Alt imens bankerne og deres forretningsmodeller nu har fået støtte fra fem bankpakker, valgte vi i Formuepleje hurtigt, at tage konsekvensen af de erfaringer, vi gjorde i 2008.

Væsentligst af alt har vi:

- 1) Nedbragt risikoen betydeligt.
- 2) Indført yderligere risikostyringssystemer i vores porteføljer.
- 3) Sikret vore investorer, at de til enhver tid kan komme af med deres investering hos os, hvis de mod forventning får behov for det.



Nedbringelsen af risikoen er primært sket ved, at vi udelukkende bruger euro og danske kroner som lånevaluta i de selskaber, der anvender fremmedfinansiering. Tidligere anvendtes hovedsageligt schweizerfranc.

Derudover har vi nedbragt risikoen i vores aktieporteføljer, gennem en anderledes sektorallokering. Således har vi p.t. INGEN investeringer i bankaktier. Sidst, men ikke mindst gør vi i større omfang end hidtil brug af at sikre vores porteføljer via futures eller optionsmarkedet. Forventer vi eksempelvis kraftige rentestigninger eller kursfald på aktiemarkedene, har vi i den seneste tid gjort brug af såkaldte finansielle instrumenter – men KUN til nedbringelse af risikoen – aldrig til det modsatte.

Disse instrumenter kan medvirke til, at eventuelle tab bliver mindre end ellers, men helt at eliminere eksempelvis kurstab på aktier i en urolig periode som 3. kvartal 2011, er desværre ikke muligt.

#### TALLENE TALER FOR SIG SELV

Resultatet af at risikoen er nedbragt ses af tallene for 3. kvartal:

#### Afkast siden 1. juli 2011

Aktieindeks		Gearede selskaber	
MSCI World	-7,3%	Fokus	10,1%
Dow Jones	-7,9%	Pareto	6,5%
DAX	-21,3%	Safe	5,3%
OMX C20	-19,0%	Epikur	5,0%
STOXX 50	-19,3%	Penta	3,7%

Opdateret 11. oktober 2011

Her ses det, at alt imens de toneangivende aktieindeks som man normalt sammenligner Formueplejeselskaberne med, er faldet kraftigt, så er alle vores gearede selskaber steget.

Læs om finanskrisens fem faser på de følgende sider >>

# Finanskrisens fem faser

3 år efter væksten kollapsede, kæmper økonomierne stadig for et selv bærende opsving. Hos Formuepleje er paraderne oppe og risikoen under kontrol.

Kriser på de finansielle markeder er ikke usædvanlige, selvom de er ubehagelige. I nyere tid – altså siden 1960'erne siger erfaringen os, at der i gennemsnit opstår kriser cirka hvert 4.-5. år. Der er dog store forskelle på, hvor omfattende og alvorlige kriserne bliver. Finanskrisen, som begyndte i 2008, tåler i omfang og alvor kun sammenligning med sammenbruddet i verdensøkonomien i 1930'erne. Uagtet, at der er store forskelle på omfanget af kriserne gennem tiderne, er der dog også mange ligheder. Økonomiske nedture består typisk af 5 faser, og umiddelbart ser det ud til, at forløbet omkring finanskrisen følger dette mønster.

## 1. BOBLEOPBYGNING

Især i årene fra 2003 og frem til 2007 steg priserne på fast ejendom kraftigt i en række lande. USA lå i spidsen, her opstod den største boble. Prisstigningerne fik yderligere ben at gå på pga. kreativ finansiell innovation, etc. Det kunne kun lade sig gøre i et miljø med løs eller manglende regulering af det finansielle system.

## 2. FORMÆGTELSE

Ejendomsboblen var en kendsgerning og dens eksistens alment accepteret længe inden man begyndte at se en afmatning i realøkonomien. I slutningen af 2007 blev det mere og mere tydeligt, at den fantastiske optur verdensøkonomien havde oplevet ikke kunne køre videre i samme tempo som hidtil. Ingen talte dog om recession i verdensøkonomien som det mest sandsynlige scenarie, man skulle blot acceptere en lidt lavere vækst.

## 3. ACCEPT

I begyndelsen af 2008 blev det ganske tydeligt, at især den amerikanske økonomi havde det svært. Blandt andet steg arbejdsløsheden ganske kraftigt, ligesom en lang række øvrige vækstindikatorer svækkedes. Aktiemarkederne faldt. Investeringsbanken Bear Stearns kom i problemer og blev reddet af staten og J.P Morgan i løbet af foråret. Sidst på sommeren var det tydeligt for enhver, at afmatningen havde godt fat i de vestlige økonomier. Samtidig var der accept af, at tabene fra de amerikanske sub-prime lån nok var store, men til at overskue.

## 4. PANIK OG KOLLAPS

Tabene fra sub-primelånene var umiddelbart noget større end ventet. Flere og flere finanskoncerner måtte berette om tab, alt imens aktiekurserne verden over faldt kraftigt. Kulminationen kom da den dengang fjerde største investeringsbank i verden, Lehman Brothers, kom i problemer. Som følge af redningen af Bear Stearns tidligere på året forventede markederne, at Lehman Brothers ville blive reddet. Det skete som bekendt ikke. Lehman Brothers måtte indgive konkursbegæring den 15. september, og dermed var den største konkurs i verdenshistorien en kendsgerning. Resultatet var panik på finansmarkederne samt nedsmeltning og sammenbrud af bankvæsenet. Panikken i banksystemet førte til nedlukning af kreditter til virksomheder og private, så en stor del af industriproduktionen i den vestlige verden gik i stå.

## 5. GENOPRETNING

Da det enorme omfang af krisen og sammenbruddet i den finansielle sektor var en kendsgerning, var hverken centralbanker eller politikere sene til at reagere. I den forbindelse blev der skelet kraftigt til de erfaringer, som den "økonomiske videnskab" havde høstet blandt andet fra den store depression i 1930'ere. Renterne blev sat kraftigt ned – og ikke op. Det finansielle system blev tildelt ubegrænset likviditet fra centralbankerne, og politikerne lancerede hurtigt en lang række redningspakker og stimuli til økonomierne.

Dermed kunne f.eks. arbejdsløshedprocenterne i USA og Europa (fraset visse PIIGS-lande) holde sig i niveauet omkring 10% og ikke 25%+ som i 1930'erne. Industriproduktionen og verdenshandelen begyndte ligeledes at vokse fornuftigt igen fra foråret 2009, og man undgik massive protektionistiske tiltag i modsætning til 1930'erne.

## ER DET ANDERLEDES DENNE GANG?

Genopretningsfasen pågår stadig, her 3 år efter panikken rasede, og den helt store udfordring er, at genopretningen tilsyneladende har mistet momentum. Arbejdsløsheden forbliver høj, væksten forbliver lav, gældskriserne fylder agendaen, og dermed bliver risikoaversionen og kursudsvingene meget store.



”

Kulminationen kom da den dengang fjerde største investeringsbank i verden, Lehman Brothers, kom i problemer. Som følge af redningen af Bear Stearns tidligere på året forventede markederne, at Lehman Brothers ville blive reddet

Konsekvensen er, at markederne lige nu seriøst spekulerer over, hvorvidt denne krise er én af de meget sjældne med en sjette fase – nemlig TILBAGEFALD.

#### LANGSOMT OG KOSTBART

Som tiden er gået, er det blevet mere og mere tydeligt, at genopretningen af økonomierne har været både langsom og særdeles kostbar.

Den har været langsom, fordi krisen i store træk var en konsekvens af bankernes og de privates massive gældsætning, som kom i stand på ryggen af ejendomsboblen og manglende regulering af det finansielle system. Da boblen brast, og bankerne enten krakkede eller lukkede for kreditgivningen til virksomheder og husholdninger, ændrede disse for alvor adfærd. Alle begyndte at betale gæld og spare massivt op. Resultatet var og er, at selv med lånerenter på næsten 0, er der ikke stor efterspørgsel på at låne og investere.

Opsvinget ovenpå krisen har været særdeles kostbart for de offentlige kasser. I takt med at den private sektors efterspørgsel faldt som en sten, øgede man det offentlige forbrug massivt. Centralbankerne pumpede penge ud i økonomierne i et hidtil uset omfang, der blev købt aktier i banker, og man tillod budgetunderskuddene at vokse sig større og større.

#### SELVBÆRENDE?

Alle disse tiltag er naturligvis lavet i forventning om, at opsvinget før eller siden ville blive "selvbærende", og den private efterspørgsel træde til. Og havde man ikke lavet dem, men derimod ladet bankerne gå ned, ville lighederne med 1930'ernes verdenskrise være helt åbenlyse.

Problemet er blot, at det "selvbærende opsving" ikke er blevet en realitet. Samtidig står det klart, at problemet med bankernes og den private sektors gæld i stort omfang er løst ved at nationalisere gælden. Den skyhøje gearing fra den private sektor i 2007-2008 er nu blevet nationalstaternes og dermed alle skatteydernes problem.

#### REGNINGEN ER ENDNU IKKE BETALT

Udfordringen er, at der er en regning, som tilsyneladende endnu ikke er betalt. Med andre ord har det med al tydelighed vist sig, at løsningen på et gældsproblem ikke er at stifte ny gæld – noget de fleste mennesker udmærket er klar over. Og problemerne synes ikke at stoppe. Markederne kæmper stadig med en lang række ubesvarede spørgsmål. Så præcis som i sommeren 2008 står vi nu i en situation, hvor de fleste økonomer nok forventer, at verdensøkonomien ikke falder tilbage i recession. De forventer, at politikerne og centralbankerne nok skal få inddæmmet og løst kriserne. Under overfladen lurer dog samtidig tvivlen. Kan det ske igen, at bank-systemet fejler – denne gang på grund af en statsbankerot? >>



Alene det faktum at markedsdeltagerne denne gang er meget opmærksomme på, at det kan ske igen betyder, at sandsynligheden nok er mindre.

### DET SKER IKKE IGEN HOS FORMUEPLEJE

Men paraderne er oppe hos os i Formuepleje. Med andre ord: Kommer vi til at se noget, der minder om 2008 på markederne – det vil sige; uventet panik og kraftige aktie- og obligationskursfald på én gang, så vil resultatet blive et helt andet end i 2008. Vi kommer ikke til at undgå kursfald, men vi kan love, at de langt fra bliver så alvorlige som i 2008. Det betyder også, at ingen selskaber vil komme i en stop loss situation, som det skete for Penta og Epikur i 2008. Dermed vil et eventuelt tab også hurtigt kunne hentes ind igen.

For at vise hvad der vil ske i dag, hvis en tilsvarende krise rammer, har vi regnet lidt på tingene. I nedenstående tabel ses, hvordan de Formueplejeselskaber, som anvender gearing, ville blive påvirket i dag, såfremt markederne ville lave

en "genindspilning" af de væsentligste kriser de seneste 20 år. Det skal bemærkes, at beregningerne er lavet ud fra, hvordan porteføljerne i selskaberne ser ud præcis i dag. Således tages der ikke højde for, at vi naturligvis vil reducere risikoen yderligere såfremt, en ny krise er under opsejling.

Igen - Vi kan ikke love, at endnu en 100 års storm ikke rammer de finansielle markeder, selvom det virker usandsynligt. Og som det ses af tabellen, vil en "gentagelse" af oktober 2008 have ganske alvorlige konsekvenser for vores mest risikable selskaber. Det jeg derimod kan love er, at selv, hvis de finansielle markeder igen kommer til at opleve et gigantisk kollaps som i 2008, så vil INGEN af vores investorer komme til at opleve en gentagelse af det, som skete dengang i Penta og Epikur.

*soeren.astrup@formuepleje.dk*

### Afkastsimulering – såfremt risiko ikke reduceres yderligere

Navn	Start	Slut	Aktier	Obligationer	Penta	Epikur	Safe	Pareto	Optimum	Fokus
Dot.com krise	15.09.2000	15.10.2000	-5,4%	1,6%	-2,1%	-1,3%	-0,7%	-0,7%	-0,4%	4,9%
Håb om opsving dør	18.05.2001	18.06.2001	-5,3%	0,7%	-4,5%	-3,4%	-2,7%	-2,1%	-0,9%	2,0%
"9/11"	10.09.2001	10.10.2001	-1,6%	1,7%	2,6%	2,4%	2,4%	1,7%	0,6%	5,0%
Kreditkrisen begynder	31.12.2007	31.01.2008	-9,6%	2,7%	-4,3%	-2,7%	-1,7%	-1,5%	-0,8%	8,0%
Lehman	18.09.2008	17.10.2008	-16,4%	-2,5%	-26,5%	-21,6%	-18,7%	-13,9%	-5,6%	-7,5%
Oktober 2008	29.09.2008	28.10.2008	-17,8%	-4,0%	-32,2%	-26,5%	-23,2%	-17,1%	-6,8%	-11,9%
LTCM	30.06.1999	30.07.1999	-4,4%	-1,7%	-9,8%	-8,1%	-7,2%	-5,3%	-2,1%	-5,0%
Valutakrise	01.08.1994	01.09.1994	2,2%	-3,6%	-7,0%	-6,5%	-6,2%	-4,4%	-1,6%	-10,7%



# FORMUEPLEJEDAGE – efterår 2011

Reservér en dato i kalenderen. Efterårets Formueplejedage er fastlagt. Traditionen tro afholder vi Formueplejedage forår og efterår i Aarhus, Hellerup og Trekantområdet. Vi starter som sædvanligt sidst på eftermiddagen og afslutter med middag.

På Formueplejedagene kan du høre om udviklingen i Formueplejeselskaberne, om Formueplejes aktuelle vurdering af de finansielle markeder – alt sammen krydret med dagsaktuelle emner om investering, finans- og privatøkonomi.

Alle navnenoterede aktionærer har modtaget en indbydelse til efterårets Formueplejedage med posten.

## ENDNU IKKE NAVNOTERET AKTIONÆR?

Se, hvordan du lader dig navnotere:

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

**TREKANTOMRÅDET – Hotel Vejlefjord**  
Mandag den 31. oktober

**KØBENHAVN – CPH Square, Valby**  
Onsdag den 2. november  
Torsdag den 3. november

**AARHUS – Turbinehallen**  
Tirsdag den 8. november  
Onsdag den 9. november  
Torsdag den 10. november





AF RENÉ RØMER, CFA, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE

Danske realkreditobligationer er en hjørnesten for de klassiske Formueplejeselskaber.

Derfor har vi i andet afsnit af Renteskolen valgt at sætte fokus på det danske realkreditsystem.

I det følgende kan du blandt andet lære, hvordan kursen på en dansk realkreditobligation bevæger sig, og hvorfor det danske realkreditsystem er noget helt særligt ■

## LEKTION 2

### Hvad er en dansk realkreditobligation?

Det danske realkreditsystem er unikt. Et system magen til findes ganske enkelt ikke noget andet sted i verden. Af mange betragtes det også som verdens bedste realkredit-system. Heriblandt den berømte ungarsk-amerikanske investor George Soros, der arbejder for at udbrede den danske realkreditmodel til resten af verden. At den danske model ikke allerede er blevet udbredt, skyldes paradoksalt nok nogle af de faktorer, der netop gør det danske system unikt. Mere herom senere.

Realkreditsystemet bruges til at finansiere langt hovedparten af de danske boliger og erhvervsejendomme. Der findes i dag danske realkreditobligationer for omkring 2.500.000.000.000 kroner (2500 mia.), hvilket svarer til ca. 140% af det danske bruttonationalprodukt. Målt i forhold til landets størrelse er det danske realkreditobligationsmarked dermed det største i verden og i absolutte tal det tredjestørste i verden, kun overgået af USA og Tyskland. Vi danskere betragter ikke selv vores realkreditsystem som noget unikt. Dette skyldes formentlig, at vi altid<sup>1)</sup> har haft det. Og i perioder, hvor renterne enten er steget eller faldet, er boliglånkonverteringer endda et brandvarmt emne rundt omkring ved

middagsselskaberne, så vi danskere ved godt, hvordan en realkreditobligation skal bruges. Alligevel er der faktisk ret langt mellem dem, der kan forklare, hvad en realkreditobligation egentlig er.

#### DET GENERELLE REALKREDITSYSTEM

Et "generelt" realkreditsystem ser typisk således ud:

1. En potentiel boligkøber mangler finansiering til at købe bolig, hvorfor han henvender sig til et realkreditinstitut.
2. Mod sikkerhed i boligen udlåner realkreditinstituttet pengene til den potentielle køber, hvorefter denne erhverver sit hus.
3. Realkreditinstituttet mangler nu de nys udlånte penge, og udsteder derfor obligationer for at få dækket behovet for likviditet.
4. Investor køber obligationerne og sender dermed likviditet til realkreditinstituttet.

I det generelle realkreditsystem er der flere vigtige pointer:

- Boligkøber får et billigere lån, da han, udover formue og egen fremtidig indtjening, også stiller sin bolig som sikkerhed for lånet.
- Realkreditinstituttet låner penge ud til boligkøber til en højere rente, end instituttet selv låner til af investor. Dette er basalt set instituttets måde at tjene penge på (i Danmark kaldes denne forskel for 'bidragssats').
- Investor får en mere sikker obligation (og derfor en lavere rente), da både realkreditinstituttet og boligkøberen skal misligholde lånet OG boligen falde i værdi, før investor lider tab.
- Det "generelle" realkreditsystem adskiller sig fra det danske ved, at boligkøberens lån *ikke* er knyttet til en bestemt obligation.

#### DEN DANSKE MODEL

Det, at en dansk boligkøber rent faktisk kan se kursen på den obligation, der hører til boliglånet – og dermed også restgældens størrelse – er en meget markant forskel ved det danske system og andre systemer. At man kan det i den danske model skyldes anvendelsen af "pass-through" princippet. "Pass-through"-princippet dækker over det simple forhold, at når en realkreditforening udsteder et lån til en boligkøber, så sælger kreditforeningen samtidig en obligation til en investor med samme karakteristika, som lånet til boligkøberen har. Hvis lånet til boligkøberen er 30-årigt, er obligationen 30-årig. Hvis lånet har en kupon på 5%, har obligationen en kupon på 5%. Har boligkøberen afdragsfrihed, har obligationen afdragsfrihed. Og så videre. Dette står i skærende kontrast til den "generelle" model, hvor boliglånet og obligationen er totalt adskilt. Hvis eksempelvis en hollandsk boligkøber får et 5-årigt realkreditlån, kan det sagtens tænkes, at kreditforeningen henter pengene hjem ved at udstede en 1-årig eller 10-årig obligation. Med "pass-through"-princippet er der altså næsten tale om långivning direkte fra investor til boligkøber. Men kun næsten, og derfor bliver boligkøber altså pålagt en 'bidragssats' af varierende størrelse<sup>2)</sup>.

#### FORDELE VED DEN DANSKE MODEL

"Pass-through"-princippet er altså det, der gør det muligt for en boligejer, at købe de obligationer i markedet, der hører til lånet, og blive gældfri ved at aflevere dem til realkreditinstituttet. Det har en række fordele.

For det første er det en fordel for markedet som helhed. Under det værste af finanskrisen i 2008 var markedet for danske realkreditobligationer et af de få obligationsmarkeder, hvor der fortsat blev handlet. Og det er ikke nogen tilfældighed. For det danske system er skruet sådan sammen, at hver gang en investor køber en obligation fra et realkredit-



institut, så er der samtidig en boligejer, der sælger samme obligation. Det betyder, at boligejeren tjener penge, når obligationen taber i kurs. Der er altså mere end 1,7 millioner danske boligejere, der tjener penge, når de "rigtige" investorer taber penge. I fagterminologien hedder det, at boligejerne har en kort position i danske realkreditobligationer

Under finanskrisen i 2008, hvor de danske realkreditobligationer faldt betydeligt i kurs, var der altså samtidig en masse danske boligejere, der oplevede, at deres korte position i danske realkreditobligationer blev penge værd. De kunne udnytte krisen og skære op til 20% af restgælden ved at købe obligationerne i markedet og aflevere dem til realkreditinstituttet. Denne mulighed blev brugt af mange, og var derfor med til at lægge en dæmper på kursudsvingene i det danske obligationsmarked. Dette vil også ske under fremtidige kriser, eller hvis kurserne på et bestemt realkreditinstituts obligationer skulle falde væsentligt i værdi. Den danske model har altså en stabilitet, som andre obligationsmarkeder - og for den sags skyld aktiemarkeder - ikke har.

For det andet giver pass-through princippet også en fordel til boligejerne. Ved et boligkøb i Danmark aftaler boligkøberen typisk at låne penge af realkreditinstituttet i 30 år. Men de fleste boligejere får brug for at skifte bolig, før de 30 år er gået. Uden "pass-through" ville boligejeren kun kunne komme ud af sin låneaftale med realkreditinstituttet efter en forhandling, hvor boligejeren typisk vil stå svagest, og derved koste boligejeren penge. Med "pass-through" er der ingen forhandling, da obligationerne altid kan købes i markedet. Hvis der er tale om en traditionel dansk konverterbar realkreditobligation, kan den alternativt købes tilbage uden om markedet til kurs 100. Denne såkaldte "indløsningsret" er nemlig indbygget i stort set alle danske boliglån, der ikke er rentetilpasningslån. >>

# Renteskolen



## OPTIONER PÅ DANSK

Når boligfinansiering er blevet et yndet samtaleemne hjemme i stuerne, så skyldes det, at boligejerne får nye muligheder, både når renten stiger, og når renten falder. Som beskrevet ovenfor kan boligejeren i tilfælde af *rentestigninger* (og dermed kursfald) købe sit lån tilbage til en lav kurs og derved skære store lunser af sin restgæld. Ved *rentefald* opstår en helt anden mulighed. Indbygget i de fleste danske boliglån med fast rente er der som nævnt en "indløsningsret" for boligejeren (kaldet en option), så obligationen altid kan købes til kurs 100. Det vil sige, at hvis renten falder, og realkreditobligationen derfor handler til kurs 103 i markedet, så kan boligejeren anvende sin option og købe obligationen til kurs 100. I praksis vil et sådant tilbagekøb ofte blive ledsaget af en ny låneoptagelse med en lavere kuponrente. Eksempelvis kunne det købte lån have en kuponrente på 6%, mens det nyudstedte lån kan have en kuponrente på 4%. Fidusen for boligejeren er altså, at der på det nye lån skal betales en lavere rente.

Den rette timing, for boligejeren til at udnytte sin option, er dog ikke nem at forudsæ. Der er nemlig omkostninger forbundet med at benytte optionen. I den forbindelse skal boligejere huske, at anbefalingerne fra bankerne vedrørende timingen har den mulige slagside, at den eneste sikre vinder ved mange låneomlægninger er – banken.

## KONVEKSI-HVAD?

Når en boligejer køber en obligation tilbage, der ligger over kurs 100, påfører det naturligvis investoren et tab. Netop denne tabspåførende ret betyder, at en typisk konverterbar realkreditobligation opfører sig markant anderledes end andre obligationer.

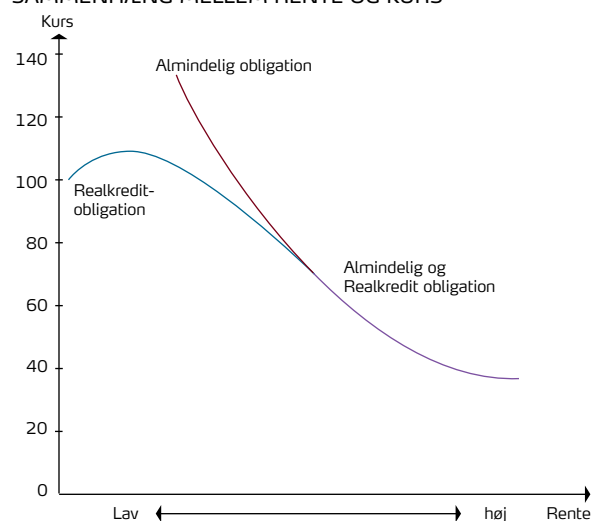
I figuren ses forholdet mellem renten og prisen på en helt almindelig obligation. Som det ses stiger kursen ved rentefald, og den falder ved rentestigninger. Det kan også ses, at forholdet mellem de to ikke er 100% lineært. Kursstigningerne ved et rentefald er større end kursfaldene ved en tilsvarende rentestigning. I fagterminologien siges det, at obligationen er konveks (fordi linien i grafen er konveks).

I figuren ses også forholdet mellem renten og en konverterbar realkreditobligations pris. Som det ses bevæger kursen på en normal obligation og en konverterbar obligation sig ens i forhold til renteændringer, når kurserne ligger langt fra 100. Men når kurserne nærmer sig 100, stiger kursen på den konverterbare realkreditobligation langsommere. Forklaringen er, at det bliver mere og mere sandsynligt, at boligejerens ret til at købe obligationen til kurs 100 vil koste investor penge. Så jo tættere kursen kommer på 100, jo mere sandsynligt bliver det, at kursen på et eller andet tidspunkt kommer så højt op, at boligejeren vil vælge at anvende sin ret til tilbagekøb til kurs 100. Derfor bliver afstanden mellem kursen på



en almindelig obligation og realkreditobligationen større og større. Faktisk kan ekstraordinært lave renter betyde kursfald på obligationen, da så lave renter vil få selv de mest inaktive kunder til at reagere og lægge lån om til en lavere kuponrente. Det kan også ses, at når kursen er omkring 100 for en realkreditobligation, så er kursstigningerne mindre ved rentefald end kursfaldene ved en tilsvarende rentestigning. I fagterminologien siges der, at obligationen er negativ konveks (fordi linien i grafen er konkav, som med god vilje kan kaldes det modsatte af konveksitet).

SAMMENHÆNG MELLE M RENTE OG KURS



Kilde: Formuepleje

### EN "KORT" 30-ÅRIG OBLIGATION

Det sidste, men måske vigtigste, man kan se ud af grafen, er, at når kursen er omkring 100, så er kursændringerne ved en given renteændring mindre for en konverterbar obligation, end på en almindelig obligation. Med andre ord betyder bolig-ejerens ret til at købe obligationen til kurs 100, at obligationen er mindre følsom over for renteændringer end en normal obligation. Og det er derfor, man kan observere det tilsyneladende selvmodsigende; at 30-årige obligationer med en kurs langt over 100 kaldes for korte obligationer. Det gør de, fordi "kort" bruges til at betegne en obligation med lav rentefølsomhed, og ikke som betegnelse for en obligation med kort løbetid. En portefølje bestående af udelukkende 30-årige realkreditobligationer kan altså godt være "kort".

### SUPER-SYSTEM, NÆSTEN

Alt det her ved investorerne godt. De ved, at danske realkreditobligationer er sikre. De ved, at danske realkreditobligationer er stabile, og at markederne er velfungerende. Men de ved også, at når renten falder, så risikerer de, at deres obligationer bliver købt tilbage (i fagterminologien hedder det udtrukket) til kurs 100. De ved også, at det er svært på forhånd at beregne, hvor mange obligationer der vil blive udtrukket i tilfælde af rentefald. For det afhænger i sidste ende af bolig-ejernes kollektive lyst til at anvende tilbagekøbsretten. Denne lyst afhænger igen af bankernes kampagner, alternative lånemuligheder, boligmarkedets tilstand og meget andet. Udtrækkene kan ikke forudsiges præcist, selv om flere banker og andre aktører har ansat matematikere med doktorgrader til at gøre det. Denne usikkerhed er der mange udenlandske investorer, der enten ikke kan eller ikke vil have. Det er en væsentlig grund til, at omkring 85% af de danske realkreditobligationer typisk er ejet af danske investorer. Og det er sandsynligvis også derfor - trods alle systemets fortræffeligheder - at det danske realkreditsystem fortsat kun er - dansk.

*rene.roemer@formuepleje.dk*

**NOTER:**

- 1) Det første realkreditinstitut i Danmark blev oprettet i 1797.
- 2) Realkreditinstitutterne kan hæve og sænke bidragssatsen, som de ønsker. Dette kan selvfølgelig være en ulempe for boligejer, men betragtes af investorer som en fordel, da kreditinstitutterne kan indtjene tab på boliglån via øgede bidragssatser.

I næste nummer af Magasinet FORMUE:

## 3. LEKTION: De forskellige obligationstyper

# Danske realer står imod

Det er Formueplejes holdning, at ratingbureauet Moody's overreagerede ved at nedjustere kreditværdigheden på nogle af de danske realkreditobligationer. Obligationsporteføljerne i Formueplejeselskaberne har dog igennem en længere periode taget højde for netop de faresignaler som Moody's reagerede på.

AF ERIK BECH, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE



I løbet af sommeren har det internationale ratingbureau Moody's udtrykt bekymring for de danske realkreditobligationer. Det skyldes primært det stigende omfang af flexlån, der nu udgør over 50 procent af det samlede realkreditudlån. Der er især sket en kraftig stigning i antallet af flexlån de sidste par år. Moody's er bekymret for, om realkreditinstitutterne fortsat kan sælge de mange obligationer ved de årlige auktioner, hvor renten på flexlån fastsættes. Desuden er Moody's også generelt blevet mere kritiske overfor den danske finanssektor efter flere pengeinstitutter, senest Amagerbanken og Fjordbank Mors, er gået konkurs. Det er dog værd at bemærke, at på trods af bekymringen omkring andelen af flexlån, så fremhæver Moody's fortsat det danske realkreditsystem som et af de bedste og stærkeste i Euroland.

## FORSKELLIGE PULJER

Når man investerer i danske realkreditobligationer, skal man være opmærksom på, at realkreditinstitutterne har udstedt realkreditobligationer i forskellige kapitalcentre. Et kapitalcenter er den pulje af låntagere, som udgør den bagvedliggende sikkerhed for obligationsinvestorer. I forbindelse med indførelse af ny lovgivning pr. 1. januar 2008 lukkede realkreditinstitutterne de gamle kapitalcentre og lavede nye kapitalcentre, hvor alle udstedelser af realkreditlån er sket siden. Det betyder, at investorer, der køber obligationer udstedt i det gamle kapitalcenter, har sikkerhed i form af de låntagere, der har lånt penge i dette kapitalcenter, det vil sige lån optaget før 1. januar 2008, og som ikke efterfølgende er blevet refinansieret. I forbindelse med

refinansieringen af 1-årige flexlån bliver der hvert år udstedt nye obligationer, og derfor ligger hovedparten af alle flexlån i de nye kapitalcentre.

#### KAPITALCENTRE MED FLEXLÅN I SØGELYSET

Moody's er især bekymret for andelen af flexlån, og derfor har de stillet ekstra krav til netop de kapitalcentre, hvor der er mange flexlån. Flexlånene ligger som nævnt primært i de nye kapitalcentre, hvor andelen af flexlån svinger fra 66 til 92 procent, afhængigt af realkreditinstitut, mens andelen af flexlån i de gamle kapitalcentre ligger mellem 0 og 39 procent.

#### MARKANT OVERVÆGT I KAPITALCENTRE MED LAV RISIKO

I obligationsporteføljerne i Formuepleje har vi gennem flere år haft en strategi om primært at investere i realkreditobligationer fra kapitalcentre med en lav andel af flexlån, da vi, helt i tråd med Moodys, har vurderet, at det er der, sikkerheden er størst. Vores holdning er, at hvis der er låntagere med fast rente, der kommer i problemer, så vil de skifte til flexlån, hvor ydelsen er lavere. Derfor vil der overvejende være gode og stabile låntagere tilbage i de gamle kapitalcentre med mange fastforrentede lån. Med det udgangspunkt har vi investeret omkring 80 procent af obligationsbeholdningen i de gamle kapitalcentre og cirka 20 procent i de nye kapitalcentre. Til sammenligning er markedsvægtene ud fra de cirkulerende mængder cirka 36 procent i gamle kapitalcentre og omkring 64 procent i de nye. Formueplejeselskaberne har med andre ord en forholdsmeæssigt markant overvægt investeret i de gamle og meget sikre kapitalcentre.

#### DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER FORTSAT BLANDT DE BEDSTE

Danske realkreditobligationer tilhører fortsat den globale obligationselite, selvom enkelte kapitalcentre er blevet nedgraderet af Moody's. Som det fremgår af tabellen på side 17, så ligger kreditvurderingen af danske realkreditobligationer fortsat meget højt målt i forhold til eksempelvis statsobligationer fra andre europæiske lande. Statsobligationer fra de gældsplagede sydeuropæiske lande er røget langt ned på listen, og selvom der er stærk økonomisk vækst i de såkaldte Emerging Markets lande, så ligger statsobligationer fra disse lande også langt nede på listen.

Det er værd at bemærke, at begge kapitalcentre fra Nordea Kredit ligger i top hos Moody's. Nordea Kredit profiterer af, at Nordea har klaret sig relativt godt igennem finanskrisen, og samlet set er det en meget solid koncern. I obligationsbeholdningerne i Formueplejeselskaberne har vi en markant overvægt af Nordea Kredits realkreditobligationer, da vi vurderer, at sikkerheden her er størst. Vores andel af



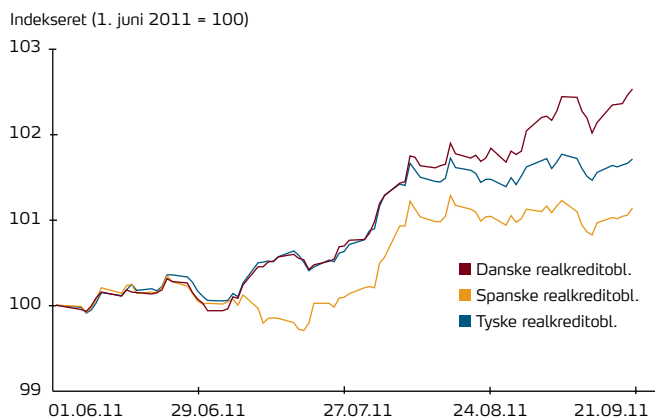
Nordea Kredit udgør over 30 procent af obligationsporteføljen, mens deres markedsvægt kun udgør omkring 14 procent. Præcis som det er tilfældet med valget af kapitalcentre, har Formueplejeselskaberne altså valgt det sikre.

#### KRAV OM EKSTRA SIKKERHED

Moody's bekymring vedrørende dansk realkredit har medført, at de har stillet krav til realkreditinstitutterne om at indskyde flere penge i kapitalcentrene, hvis deres realkreditobligationer skulle undgå at blive nedgraderet. Realkredit Danmark valgte efterfølgende at afbryde samarbejdet med Moody's, da de dels er meget uenige i Moody's vurdering, dels mener de, at det vil være meget dyrt at skaffe de ekstra penge til sikkerhed i deres kapitalcentre.

Nykredit valgte derimod at "forsvare" deres nye kapitalcenter. De har aftalt med Moody's at øge sikkerheden i dette kapitalcenter gradvist og dermed bibeholdt de den højeste rating AAA i det nye kapitalcenter, hvor nyudstedelserne af realkreditlån sker. Det er vigtigt for Nykredit, da det med den højeste rating er lettere at sælge de obligationer, der udstedes. Samtidig har Nykredit valgt at alle nyudstedelser af flexlån fremover vil ske i et separat kapitalcenter, der får den næsthøjeste rating på AA1. Til gengæld har Nykredit vurderet, at det vil være for dyrt at forsvare kreditvurderingen i det gamle kapitalcenter, hvor der alligevel ikke sker udstedelser af nye lån. Derfor er det gamle kapitalcenter i Nykredit blevet nedgraderet til det næsthøjeste niveau AA1. >>

## 1 AFKAST PÅ DANSKE, TYSKE OG SPANSKE REALKREDITOBLIGATIONER SIDEN 1. JUNI 2011 MÅLT PÅ INDEKSNIVEAU



Reference: Tyske realkreditobligationer: Iboxx Euro Covered Bonds Tyskland varighed 1-3; Spanske realkreditobligationer: Iboxx Spanien Covered bonds, varighed 1-3 Danske realkreditobligationer: Nordea Realkreditindeks, Constant Maturity Index, varighed 2.

### STANDARD & POORS FORTSAT POSITIV

Udover Moody's findes der også et andet stort internationalt ratingbureau, Standard & Poors og et lidt mindre ratingbureau, Fitch. Standard & Poors vurderer også de fleste danske realkreditobligationer, og de har fortsat et positivt syn på dansk realkredit. Derfor har de danske realkreditobligationer jf. tabellen fortsat den højeste AAA-rating, i modsætning til blandt andet de amerikanske statsobligationer, som blev nedjusteret til næsthøjeste niveau AA+ for et par måneder siden. Samlet set er der kun få lande tilbage i verden, der har en AAA-rating. Så generelt ligger danske realkreditobligationer fortsat meget højt på skalaen. Det tredje ratingbureau Fitch har kun et yderst begrænset samarbejde med de danske realkreditinstitutter. Dog har Realkredit Danmark efter de smed Moody's på porten, for nylig taget kontakt til Fitch med henblik på et samarbejde.

### LAVE RESTANCER OG SIKKERHED I TOP

Tilliden til det danske realkreditsystem er fortsat meget høj, og sikkerheden bag realkreditobligationerne er uændret. De samlede restancer på realkreditudlån er faldet i løbet af de seneste 12 måneder og ligger på omkring 0,4 procent, hvilket betegnes som et lavt niveau. Antallet af tvangsauktioner er også forholdsvis lille, så med andre ord betaler stort set alle låntagere ydelsen på deres realkreditlån til tiden. Med til historien hører dog, at låntagerne har profiteret af de lave renteniveauer, så selvom der generelt har været prisfald på boligmarkedet og en lille stigning i arbejdsløsheden, så har danskerne ikke haft nævneværdige problemer med at betale deres renter og afdrag til kreditforeningen.

### MOODY'S UDMELDING HAR IKKE HAFT EFFEKT

Derfor var det også lidt overraskende, at Moody's valgte at stille spørgsmålstegn ved dansk realkredit, der normalt bliver fremhævet for sine gode egenskaber. Det har dog ikke haft den store priseffekt på de danske realkreditobligationer. Tværtimod har de danske realkreditobligationer klaret sig relativt godt siden starten af juni måned, når de måles i forhold til andre europæiske realkreditobligationer (se figur 1). Som det fremgår tabte de danske realkreditobligationer lidt terræn i midten og slutningen af juni måned umiddelbart efter Moody's annoncering. Siden er tingene dog vendt rundt, og i løbet af august og september måned har danske realkreditobligationer klaret sig rigtig godt. Det skyldes ikke mindst eskaleringen af gældskrisen. Danmark profiterer af relativt sunde balancer på statens finanser, og bliver derfor betragtet som en sikker havn, hvilket smitter af på danske realkreditobligationer. Det er dog samtidig bemærkelsesværdigt, at danske realkreditobligationer også har klaret sig bedre end tilsvarende tyske realkreditobligationer i en periode, hvor investorerne ellers i stor stil har søgt tilflugt i tyske statsobligationer.

### UDENLANDSKE INVESTORER EJER MINDRE ANDEL

Efter Moody's annoncering i juni måned var der frygt for, at især udenlandske investorer ville sælge ud af deres beholdning af danske realkreditobligationer. Det er kun sket i meget begrænset omfang, hvilket kan forklares med, at udlandets ejerandel er blevet mindre i de seneste år. De danske investorer har generelt ikke ændret deres syn på danske realkreditobligationer på trods af Moody's udmeldinger. For den bagvedliggende sikkerhed for realkreditobligationer er uændret, og tilliden til det danske realkreditsystem er dermed intakt. De danske investorer er i princippet indifferente overfor, om et udenlandsk ratingbureau giver danske realkreditobligationer den allerhøjeste eller den næsthøjeste karakter. Danske investorer (herunder Formuepleje) anser fortsat danske realkreditobligationer som værende en yderst sikker investering, da realkreditsystemet er unikt og er så indgroet en del af økonomien, at staten har interesse i at stille med den fornødne hjælp, hvis det skulle blive aktuelt.

Moody's bekymring vedrørende dansk realkredit har ikke haft nogen indvirkning på priserne. I Formueplejeselskaberne har vi også fortsat stor tillid til vores beholdning af danske realkreditobligationer. Vi har forholdt os til de mulige risici ved at have en markant overvægt af realkreditobligationer fra de gamle kapitalcentre med en lav andel af flexlån. Samtidig har vi valgt en markant overvægt af obligationer udstedt af Nordea Kredit, som er dem, der har det stærkeste kapitalgrundlag blandt de danske realkreditinstitutter.

*erik.bech@formuepleje.dk*



## RANGLISTE OVER KREDITVURDERING

Hovedkategori (Moody's/ Standard & Poors)	Underkategori (Moody's)	Obligationer udstedt af	Underkategori (Standard & Poors)	Obligationer udstedt af	Kommentar
Aaa / AAA	Aaa	Nordea Kredit (ny og gammel), Nykredit (ny), Danmark, Tyskland, Sverige, USA	AAA	Nordea Kredit (ny og gammel), Realkredit Danmark (ny og gammel), Nykredit (ny og gammel), Danmark, Tyskland, Sverige	Højeste kvalitet med minimal risiko
Aa / AA	Aa1	Nykredit (gammel), DLR-kredit (ny og gammel)	AA+	USA	Høj kvalitet og med meget lav risiko
	Aa2	BRF-kredit (ny), Spanien	AA	Spanien	
	Aa3	BRF-kredit (gammel), Japan, Kina	AA-	Japan, Kina	Kvalitet over gennemsnit og med lav risiko
A / A	A1		A+		
	A2	Polen, Italien	A	Italien	
	A3	Sydafrika	A-	Polen	
Baa / BBB	Baa1	Rusland, Mexico	BBB+	Irland, Sydafrika	Mellem kvalitet og moderat risiko
	Baa2	Brasilien	BBB	Rusland, Mexico	
	Baa3	Indien, Island, Ungarn	BBB-	Portugal, Island, Indien, Brasilien, Ungarn	
Ba / BB	Ba1	Irland	BB+		Spekulativt element og med vis risiko
	Ba2	Portugal, Tyrkiet	BB	Tyrkiet	
	Ba3		BB-		
B	B1		B+		Spekulativ og med høj risiko
	B2		B	Argentina	
	B3	Argentina	B-		
Caa	Caa1		CCC+		Dårlig kvalitet og med meget høj risiko
	Caa2		CCC		
	Caa3		CCC-		
Ca / C	Ca	Grækenland	CC	Grækenland	Meget spekulativ, i eller tæt på betalingsstandsning, med udsigt til vis tilbagebetaling
			C		
C / D	C		D		Lavest niveau, typisk i betalingsstandsning med ringe udsigt til tilbagebetaling

Kilde: Moody's og Standard & Poors pr. 06.10.2011

Ny og gammel efter realkreditinstitut henfører til, om der er tale om henholdsvis gammelt kapitalcenter (fra før 1. januar 2008) eller nyt kapitalcenter (efter 1. januar 2008)

Realkredit Danmark har ingen rating hos Moody's, og BRF-kredit og DLR-kredit har ingen rating hos Standard & Poors.

# Undgå papegøjerne i holdningsjunglen

Alle leder efter sandheden om de finansielle markeder, men hvem er meningsdannere og hvem er sandhedsvidner i en verden, hvor både ratingbureauer og centralbanker tager fejl.

AF RENÉ RØMER, CFA, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE



Gennem de seneste år er mediernes dækning af de finansielle markeder taget til. Både i de skrevne og i de elektroniske medier fylder markedernes bevægelser mere og mere. Vi har sågar fået internetbaserede tv-stationer, der udelukkende bringer finansstof. I de medier er der desuden en voksende andel af indslagene, der handler om, hvad der kommer til at ske på markederne. Krystalkuglen bliver taget frem og verdens fremtid diskuteres. Motivationen for disse forudsigende indslag er ligetil. Hvor de sædvanlige beskrivende indslag, der handler om, hvad der allerede er sket, let kan komme til at virke kedelige, så har indslag, der handler om fremtiden derimod noget, som alle ønsker sig: *Opskriften på at tjene penge!*

Hvis man er i stand til at forudsige aktiemarkedets bevægelser eller ved, hvorvidt renten skal op eller ned, så ligger de gode afkast og venter forude. Vi oplever i disse tider, at aktiemarkedet nemt kan tage en tur på fem procent i begge retninger på baggrund af rygter om en græsk statsbankerot, en handlingslammet amerikansk kongres eller uheldige investeringer i de store banker. Derfor er det helt naturligt for investorer at undersøge sagerne i dybden, og få flere råd om fremtiden, før en investering bliver endelig besluttet.

## ALLE HAR EN HOLDNING

Som nævnt er der bestemt ikke mangel på forudsigelser. Aldrig tidligere har der været så mange aktiestrateger og cheføkonomer i medierne, som der er nu. Alle større banker, pensionskasser og kapitalforvaltere med respekt for sig selv er i dag at finde i medierne, hvor fremtiden bliver udlagt fra den respektive strategs eller økonoms stol. Også Formuepleje deltager, da vi med jævne mellemrum er at finde i alle de ovennævnte medier. Nærværende magasin er også en del af mediebilledet.

## EKSPERTEN ELLER DARTPILEN

Rigtig mange undersøgelser har desværre vist, at eksperternes investeringsrådgivning i gennemsnit ikke slår markedsafkastet. I en af de mere kuriøse og uvidenskabelige undersøgelser lykkedes det faktisk en aktieportefølje, tilfældigt udvalgt ved hjælp af kast med dartpile, at slå det gennemsnitlige afkast fra "eksperterne" på Wall Street.

At det hænger sådan sammen skyldes desværre, at der er interessekonflikter mellem bankernes eksperter og investorerne. Hvor investorerne naturligvis ønsker det højeste afkast og den mindste risiko, så har bankeeksperterne ikke

>>



# "Det er svært at spå

samme behov for hverken højt afkast eller lav risiko. De har behov for omsætning. En bank lever nemlig ikke af at investere og vil kun sjældent eje de aktier, bankanalytikeren rådgiver om. En bank lever af omsætning; at investorerne køber eller sælger aktier og obligationer via banken.

Målet for bankernes eksperter er derfor primært at skabe opmærksomhed om banken, og at få kunderne til at skifte mening. Der er jo ingen indtjening i en portefølje, der bare ligger stille.

## DE HØJERE MAGTER...

At bankerne har de interesser, ved de fleste investorer godt. Det er derfor, at langt de fleste finansielle analyser ikke er i stand til at bevæge kurserne på hverken aktier eller obligationer. De få analyser, der rent faktisk kan flytte priserne i markedet, kommer derfor også fra helt andre afsendere. Det er trods alt ikke alle prognosemagere, der har samme åbenlyse interessekonflikter som bankerne. Der findes specielt to typer, der virkelig kan fange markedsdeltagernes opmærksomhed, når de taler: Det er centralbankerne og ratingbureauerne.

Centralbankerne er sat i verden for at styre staternes pengepolitik. Typisk med et mandat om at holde inflationen på et vist niveau, som det er tilfældet med Den Europæiske Centralbank (ECB), eller i Danmarks tilfælde, hvor Nationalbanken har til opgave at holde kronen på et vist niveau i forhold til andre valutaer. Disse mandater søges opfyldt ud fra centralbankens egne forudsigelser om fremtiden. Centralbanken har altså ingen skjulte dagsordener. De har blot ét mål, der skal opfyldes, og derfor lyttes der mere, når de taler.

Formålet med et ratingbureau (f.eks. S&P og Moody's) er at lave objektive vurderinger af sikkerheden bag specifikke obligationer. Det er altså ratingbureauerne, der beslutter, om en obligation skal betragtes som noget nær skudsikker (AAA) eller som usikker (f.eks. C), og eftersom ratingbureauerne lever af at være troværdige, opfattes deres analyser også generelt som vurderinger, der er til at stole på. Dette underbygges f.eks. af, at man i EU har ladet ratingbureauernes vurderinger indgå i de regulativer, der omfatter bankers og forsikringsselskabers investeringsporteføljer.

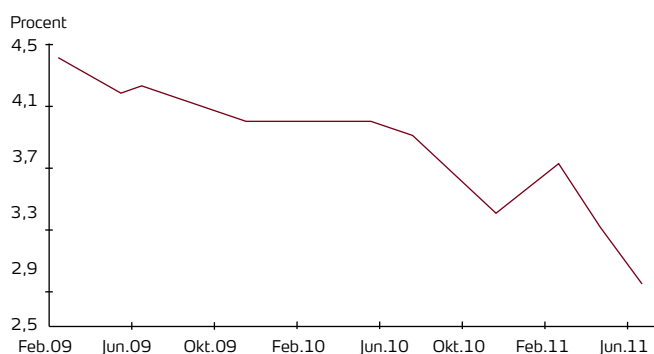


## ...KAN OGSÅ TAGE FEJL

Desværre beskytter selv de rene intentioner ikke mod risikoen for at tage fejl. Vi kan alle huske, hvordan ratingbureauerne gav den højeste rating til obligationer, der hentede deres afkast fra det amerikanske boligmarked. I visse tilfælde endte obligationer, der blev vurderet til at være ligeså sikre som danske statsobligationer, med at være værdiløse. På samme vis hævede ECB renten i 2008, få måneder før den værste recession siden 2. verdenskrig ramte den vestlige verden. ECB vurderede, at kreditproblemerne i USA ikke ville påvirke den høje europæiske vækst synderligt, men tog fejl. Også Den Amerikanske Centralbank (FED) har sine fejlskud, hvilket ses tydeligt på grafen, der viser FEDs forventninger til den amerikanske vækst i 2011. Selv centralbankerne og ratingbureauerne er altså snarere meningsdannere end sandhedsvidner i den økonomiske debat.

# – især om fremtiden.”

## 1 FEDS FORVENTNINGER TIL VÆKSTEN I 2011 på forskellige tidspunkter siden februar 2009



Kilde: Bloomberg  
Som det ses, har FED måttet revidere sit skøn for den amerikanske vækst i 2011 flere gange - og nok ikke for sidste gang.

### ”GØR-DET-SELV”

Når nu der ikke findes sandhedsvidner, man kan lytte til angående investeringer, hvad skal man så gøre som investor? Svaret er naturligvis, at man må lave arbejdet selv. Man må selv vurdere, om økonomien er på vej den ene eller den anden vej. Man må selv grave i virksomhedernes regnskaber, og man må selv vurdere, hvad renten skal. Det gør vi selvfølgelig hver eneste dag hos Formuepleje. Et par gode eksempler er beskrevet i artiklen på side 14 i dette magasin.

### BLAND BOLSJERNE

Ovenstående gennemgang viser, at selv de mest vidende analytikere ind i mellem tager fejl. Så selv når man egenhændigt har lavet arbejdet, er en vis ydmyghed på sin plads. Som økonomen J.K Galbraith sagde:

**”Der findes to slags analytikere.  
Dem der ikke ved, og dem der ikke ved,  
at de ikke ved.”**

Desværre er det sjældent godt fjernsyn, hvis en ekspert giver udtryk for tvivl. Det er derfor, strategerne og analytikerne altid virker så stålsatte, men ikke altid med gode råd til følge. Hos Formuepleje ved vi godt, at vi ikke ved. Det er derfor,

vi sørger for at blande bolsjerne, og sprede de risici, det er nødvendigt at tage. Selv om det måske ikke lyder særligt imponerende, så skal man huske, at hvis man bare har ret i mere end halvdelen af de investeringer man laver, og blot sørger for at have mange små risici, så er det nok til at skabe gode afkast. Et godt eksempel på spredning af risici efter denne opskrift er kombinationen af aktier og obligationer i langt de fleste af Formueplejeselskaberne.

### DEN SKÆVE TERNING

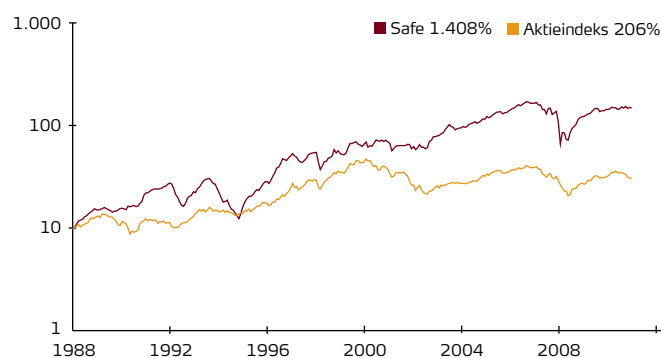
De færreste private investorer har tiden eller lyst til at ”gøre-det-selv”, og for dem er spørgsmålet naturligvis: hvad man skal gøre, når nu man ikke blindt kan tage den gennemsnitlige strateg eller analytikers ord for gode varer og der ikke findes sandhedsvidner på de finansielle markeder?

Svaret er naturligvis at finde de aktører på de finansielle markeder, der er bedre end gennemsnittet: Dem, der billedligt talt kan rulle terningen bedre end gennemsnittet, mere end halvdelen af gangene. For de almindelige investorer er der heldigvis hjælp at hente, når de rette aktører skal findes. Hjælpen er tiden. Det er nemlig over lange tidsperioder, at evnerne til at skabe afkast afsløres – ikke ved at vinde prisen som ”årets investor”. Alle kan være heldige på den korte bane, men på lang sigt er der intet held.

*rene.roemer@formuepleje.dk*

## 2 FORMUEPLEJE SAFE

Kursudvikling i levetid. Fra 1. maj 1988 til 4. oktober 2011



Opdateret 4. oktober 2011 kl. 10. Seneste indre værdi i grafen er 150. Kursudviklingen er målt på indre værdi. Aktieindekset er MSCI World inkl. udbytte målt i DKK, som er indekseret.

## Risikostyring efter finanskrisen 1.0

I efteråret 2008 oplevede finansmarkederne, hvad økonomerne senere har karakteriseret som "The Perfect Storm". En række faktorer på finansmarkederne spillede sammen på en så dramatisk og alvorlig måde, at de globale finansmarkeder var ude i den værste søgang siden krisen i 1930'erne. Alle aktivklasser – på nær guld – faldt i værdi samtidigt. Interbankmarkedet brød sammen, og kun resolut indgriben fra G20- landenes regeringschefer forhindrede en endnu alvorligere nedsmeltning. Der var kun en meget, meget lille sandsynlighed for at den alvorlige situation kunne opstå – men ikke desto mindre skete det.

Formuepleje og Formueplejeselskabernes bestyrelser har siden da brugt mange ressourcer på, at analysere hvilke forhold og forudsætninger, der udløste finanskrisen 1.0. Vi er godt klar over, at det ikke er særligt sandsynligt, at den nøjagtig samme situation optræder igen – at forudsætningerne og forholdene er eksakt de samme – men ikke desto mindre er det gavnligt og nyttigt, at uddrage så megen læring som overhovedet muligt af historien og bruge den fremadrettet i sin risikostyring.

Det har for eksempel udmøntet sig konkret i, at Formueplejeselskaberne løbende stresstesttes op imod de generelle markedsbevægelser, som var på finansmarkederne i efteråret 2008, men også under andre finansielt urolige perioder i de seneste 20 år. Vi prøver, at inddrage så megen læring som muligt fra fortiden i risikostyringen velvidende, at man ikke kan styre et selskab ved udelukkende at se i bakspejlet.

### FINANSKRISEN 2.0?

I skrivende stund oplever finansmarkederne – specielt det europæiske – igen høj søgang. Denne gang er det i højere grad på grund af høj statsgæld, udsigt til et lavvækst scenarie og manglende resolut indgriben fra de europæiske statsledere til at løse problemerne i specielt Sydeuropa. Samtidig har virksomhederne generelt stadig god indtjening, stærke balancer, og de er betydeligt bedre forberedte på at håndtere en ny krise, end det var tilfældet for 3 år siden.

Det er den udfordring som Formueplejeselskaberne skal håndtere i den aktuelle situation. På den ene side, at reducere risikoen for at blive hårdt ramt, hvis den aktuelle uro udvikler sig til en decideret finanskrisen 2.0 og på den anden side bevare muligheden for at udnytte den potentielle upside, som aktiemarkederne også rummer med den aktuelle værdiansættelse - af aktier. Resultaterne i det seneste regnskabsår – men specielt siden 1. april i år – illustrerer at strategien har været ganske fornuftig. Afkastene har

slået benchmark, og risikoen har været reduceret. Samtidig har Formueplejeselskaberne en global, sund og attraktiv aktieportefølje, som giver en upside mulighed, hvis markederne udvikler sig mere positivt, end skeptikerne i medierne har travlt med at spå.

### REDUCERET RISIKO

Nogle har stillet spørgsmålstegn ved om ikke risikoen i Formueplejeselskaberne er lige så høj, som før den første finanskrisen i 2008.

Svaret er helt klart nej – primært fordi der nu ikke længere anvendes schweizerfranc som finansieringsvaluta, men også på grund af selskabernes aktiesammensætning, hvor for eksempel finanssektoren og bankerne er klart undervægtet. Derudover har afkastet i Formueplejeselskaberne det seneste halve år – siden den 1. april – netop bevist, at selskabernes aktiver og passiver var positioneret ganske fornuftigt i forhold til det, som finansmarkederne har gennemlevet. Professor Carsten Tanggaard fra Aarhus Universitet har også påvist, at risikoen i Formueplejeselskaberne er reduceret betydeligt sammenlignet med før finanskrisen i 2008. Bestyrelserne i formueplejeselskaberne har derfor fokus på både at bevare og øge aktionærenes formue ved den valgte risikostyring.



BESTYRELSESFORMAND  
Jørn Nielsen  
jn@formueplejeselskaberne.dk

BESTYRELSESFORMAND  
Carsten With Thygesen  
cwt@formueplejeselskaberne.dk

# FORMUE

NYT



## Nye senior formuerådgivere



### PETER GOLDSCHMIDT:

47 år er tiltrådt som senior formuerådgiver hos Formuepleje i Hellerup. Peter har været investerings-, pensions- og formuechef i større banker, senest i Eik Bank, København. Peter har en HD fra Copenhagen Business School. Peters opgave er at rådgive om formuepleje, investering, aktier, obligationer, valuta, pension, bank og rådgivning om fast ejendom til både nye og eksisterende kunder.



### KENETT HASLUND:

45 år er ny senior formuerådgiver hos Formuepleje i Hellerup. Han har arbejdet med investeringsrådgivning, projektstyring og forretningsudvikling i mange forskellige sammenhænge. Kenett har en HD fra Copenhagen Business School. Kenett rådgiver om formuepleje, investering, aktier, obligationer, valuta, pension, bank og rådgivning om fast ejendom til både nye og eksisterende kunder.

## Kendelse fra Pressenævnet til fordel for Formuepleje

Dagbladet Børsen blev pålagt at bringe en længere kendelse fra Pressenævnet. Kendelsen blev trykt i avisen fredag den 26. august. Baggrunden er den klage Formuepleje A/S indgav til Pressenævnet, som reaktion på en række udokumenterede påstande fremsat i Dagbladet Børsen, den 1. april i år. Dagbladet kritiseres for ikke at have kontrolleret oplysningerne tilstrækkeligt inden offentliggørelsen. Hele kendelsen fra nævnet kan læses på: [pressenaevnet.dk](http://pressenaevnet.dk)



## Introduktion til Formuepleje

Den bedste måde at stifte bekendtskab med Formuepleje på er ved at møde os, for eksempel når vi afholder "Introduktion til Formuepleje".

Introduktion til Formuepleje  
i Hellerup og Aarhus:

**Fredag den 4/11 2011 kl. 12.00**

**Fredag den 2/12 2011 kl. 12.00**

Tilmelding kan ske på telefon 87 46 49 00  
eller [www.formuepleje.dk/forum](http://www.formuepleje.dk/forum)

# Aktiestrategi når usikkerheden raser

Massive kursfald, og udsving på op til 6% på én dag, har den seneste tid været hverdagskost på det danske og internationale aktiemarked.

AF JENS BRUUN, SENIOR FORMUEFORVALTER , FORMUEPLEJE

Hvordan kan man som investor navigere i et marked, der er så uforudsigeligt? Hvilke forventninger skal vi have til aktiemarkedet fremadrettet?

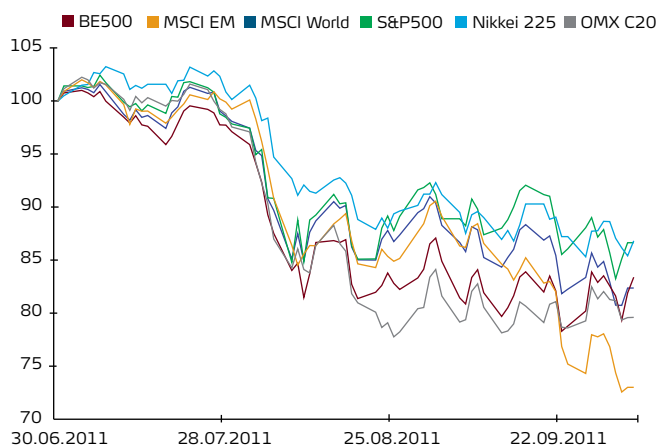
## FÅ STEDER AT GEMME SIG

Siden begyndelsen af juli måned og frem til primo oktober har vi på alle internationale aktiebørser oplevet markante kursfald, jf. figur 1. Verdensindekset MSCI World er i perioden faldet med knapt 18%. Der har imidlertid været store forskelle regionerne imellem, hvor Europa sammen med Emerging Markets har været hårdest ramt med fald på henholdsvis 17% og 27%. USA og Japan er de markeder, der har klaret sig relativt bedst med fald på godt 13%. Alle tal opgjort i lokal valuta.

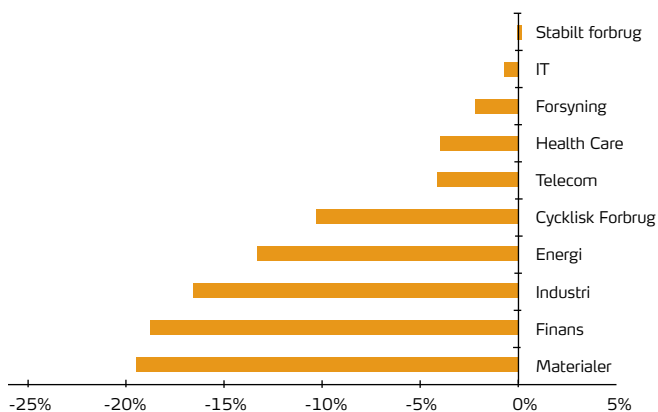
Som det fremgår af figur 2, har alle sektorer med undtagelse af Stabilt Forbrug oplevet fald. Det er i overvejende grad de traditionelt defensive sektorer, der igennem perioden har klaret sig relativt bedst, mens de cykliske sektorer har været hårdest ramt. De defensive sektorer, der har klaret sig bedst, er Stabilt Forbrug og IT med stigning på henholdsvis 0,2% og et fald på 0,7%, mens Materialer og Finans har været hårdest ramt med fald på henholdsvis 19,5% og 18,7%, alle opgjort i lokale valutaer.

Indenfor Finans er det først og fremmest de franske banker, der har lidt store kurstab. Hårdest ramt har Frankrigs tredje og anden største banker Societe Generale og Credit Agricole været. De er faldet med henholdsvis godt 52% og 50%. Baggrunden har været deres engagement i Grækenland og deres beholdning af græske statsobligationer. Som konsekvens har begge banker fået deres kreditvurdering nedjusteret til henholdsvis Aa2 og Aa3 af kreditbureauet Moody's.

1 UDVIKLINGEN PÅ DE INTERNATIONALE AKTIEMARKEDER



2 SEKTORAFKAST PÅ DE INTERNATIONALE AKTIEMARKEDER



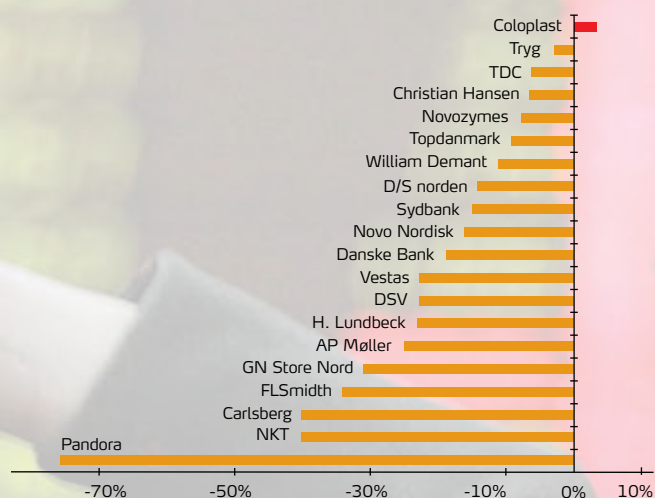


### TABERE OG VINDERE I DANMARK

I Danmark er det toneangivende aktieindeks, OMX C20, over de 20 største og mest likvide aktier faldet med godt 20%. Det er således et af de aktiemarkeder i Europa, der har været hårdest ramt igennem perioden.

Medvirkende til den hårde medfart er først og fremmest den skuffende regnskabssæson for 1. halvår 2011, hvor halvdelen af C20-selskaberne ikke levede op til forventningerne. De største kursmæssige skuffelser kom fra Carlsberg, NKT, FLSmidth og ikke mindst Pandora. Hvor sidstnævnte efter en markant "profit-warning" og et strategiskift faldt med 65% på én enkelt dag. Dette, sammen med den høje prisfastsættelse og analytikernes efterfølgende nedjusteringer til 18 ud af 20 C20-selskaber, fik markedet herhjemme til at falde markant.

#### 3 TABERE OG VINDERE I DANMARK – OMX C20



### TØR VI SE FREMAD

Fremadrettet vurderer vi, at specielt to forhold vil være afgørende for aktiemarkedene. For det første den økonomiske udvikling i USA og risikoen for en recession, samt en løsning på gældskrisen i Sydeuropa.

Som udgangspunkt forventer vi ikke en fornyet recession. Den globale økonomi er i en gunstigere situation end i 2007-2008. Boligbyggeriet er på et lavt niveau i mange lande. Det er svært, at se at det skulle kunne falde yderligere. Det samme gælder erhvervsinvesteringerne og indkøb af biler. Samtidig er der ikke tegn på lageropbygninger, som der var i 2008. Så vi befinder os ikke på toppen af en bølge, hvor

&gt;&gt;

# "Eksponeringen mod ejendomssektoren i Europa og USA samt gældskrisen i Europa skaber store udfordringer. Vi har helt fravalgt at investere i banker."

der er store risici for tilbagefald. Vi kan godt komme ind i en periode med lav vækst, men vi forventer ikke en fornyet recession. Samtidig har den seneste tids frygt for afmatning skabt en række positive tendenser.

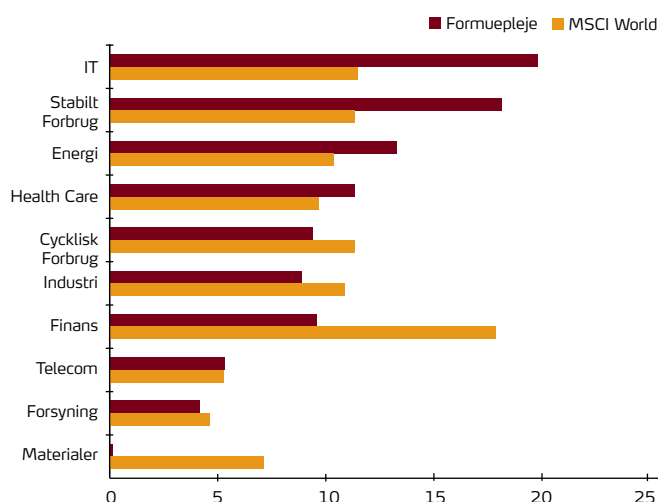
- Olieprisen er faldet markant ovenpå uroen i Mellemøsten i foråret. Alt andet lige er dette positivt for forbruget og vækstudsigterne. En tommelfingerregel siger, at et olieprisfald på eksempelvis 10% har en positiv indflydelse på væksten i det første år på 0,1%-point i Europa og USA.
- Siden april er fødevarerpriserne faldet, og de har stabiliseret sig på et lavere niveau.
- Jordskælvet i Japan ramte den samlede verdenshandel og forstærkede den negative tendens, som allerede var i gang i verdenen. Det negative produktionstab er ved at være udlignet, og i det omfang japanerne får genoprettet situationen yderligere, vil tabet i produktionen blive udlignet yderligere.
- Inflationen i Kina steg i takt med de stigende energi- og fødevarerpriser, hvilket afstedkom pengepolitiske stramninger og lavere økonomisk aktivitet. I takt med at inflationspresset aftager, vil det afstedkomme pengepolitiske lempelser.

Selv om vi som udgangspunkt ikke forventer en recession, må vi forholde os til muligheden, idet vi erkender, at risikoen er øget henover sommeren. Vi er fortsat positive på aktiemarkedet, der handler med en rabat på omkring 30% i forhold til det historiske gennemsnit, men vi har valgt at mindske risikoen i porteføljen ved at reducere vægten i de traditionelt cykliske sektorer og øge vægten i de defensive sektorer.

## INGEN BANK I PORTEFØLJEN

Som det fremgår af figur 4 findes de mest markante sektor undervægte i forhold til MSCI World i Finans og Materialer, hvor undervægtene er på godt 8% og 7%-point, mens de største overvægte er i sektorerne IT og Stabilt Forbrug med ca. 8% og knapt 7%-point.

4 SEKTORVÆGTE FORMUEPLEJE OG MSCI WORLD



Selv om Finanssektoren handler på historisk set meget billige nøgletal, er sektoren omgærdet af megen stor usikkerhed og manglende gennemsigthed. Eksponeringen mod ejendomssektoren i Europa og USA samt gældskrisen i Europa skaber store udfordringer. Vi har helt fravalgt at investere i banker. Selskabsvalget i Finans er derimod fokuseret mod europæiske forsikringsaktier som for eksempel RSA (Royal Sun Alliance), Allianz og Muenchener Rueckversicherungs, jf. selskabsbeskrivelse over de 10 største aktier på side 39.

Materialiesektoren korrelerer kraftigt med den internationale konjunkturudvikling, hvor urbaniseringen i Emerging Markets og især Kina er afgørende for råvareefterspørgslen og dermed indtjeningen i sektoren. Prisfastsættelsen ser attraktiv ud, men usikkerheden er stor og knytter sig til det internationale konjunkturbillede. Vi forventer, at selskaberne med baggrund i den økonomiske udvikling vil nedjustere forventningerne markant, hvorfor vi har valgt en nulvægt.

## HVOR ER DER STOR VÆRDI?

Med ca. 20% investeret i IT Sektoren mener vi selvfølgelig, at der er stor værdi her. En stor del af IT sektoren vil være kendetegnet af, at være afhængig af investeringer i IT udstyr. I perioder med lav vækst vil den være udsat for at



blive ramt af den øgede usikkerhed omkring den økonomiske udvikling. Vi er os dette bevidst, hvorfor vi har koncentreret vores investeringer i selskaber, der har en stabil forretningsmodel i form af licens- og serviceaftaler som for eksempel Microsoft, IBM og HP, jf. Selskabsbeskrivelse over de 10 største aktier.

Stabilt Forbrug er kendetegnet ved, at have en stabil omsætningsudvikling uanset hvordan de økonomiske konjunkturer udvikler sig. Sektoren er relativt godt beskyttet mod politiske risici, og indtjeningen er mindre følsom overfor lavkonjunktur. En af de risikofaktorer, som sektoren i øjeblikket er udsat for, er de stigende inputpriser, som er vanskelige at sende videre til forbrugeren. Med den usikkerhed, der er knyttet til de internationale konjunkturer, er der god beskyttelse i sektoren. Nogle af de selskaber som vi har valgt at investere i, og som opfylder de ønsker, er CVS Caremark, Unilever, Ahold og Wal-Mart, jf. vores selskabsbeskrivelse over de 10 største aktier på side 39.

#### **PRISEN ER DET, MAN BETALER – VÆRDIEN ER DET, MAN FÅR**

Vi har siden sommer befundet os i en investeringsmæssig meget vanskelig og udfordrende periode, der leder tankerne hen på de markante kursfald, der fandt sted i 2008-09. Hvilket, alt andet lige, har forstærket nervøsiteten. Selv om sandsynligheden er steget, forventer vi ikke en recession. Vi befinder os i en gunstigere situation i dag, hvor grundstenen til fornyet vækst og et langsigtet kurspotentiale er lagt.

Hvis man som investor godtager denne test og tør se gennem den nuværende uro, og ikke lader nervøsiteten styre investeringerne, kan der gøres en række gode køb, hvor aktiemarkedet handler på historisk lave niveauer med en betydelig rabat. Eller som Warren Buffett, verdens vel nok bedst kendte investeringsguru, udtrykker det:

*"Be fearful when others are greedy, and greedy when others are fearful."*

*jens.bruun@formuepleje.dk*

# Økonomisk huskeseddel

AF KENETT HASLUND, SENIOR FORMUERÅDGIVER, FORMUEPLEJE



Den nye regering har annonceret målsætning om vedtagelse af ny skattereform indenfor de nærmeste år. Vi formuerådgivere i Formuepleje følger udviklingen med henblik på at tilbyde kvalificeret rådgivning til Formueplejeselskabernes aktionærer.

Nytåret nærmer sig, og det i sig selv udløser ofte behov for en række servicetjek. Med udgangspunkt i eksisterende regler opsummerer vi nedenfor en række tjek, som er relevante for mange private investorer.

## 1. SKATTEREGLER

Heldigvis er mange uklarheder siden ændringerne i 2009 nu afklaret. Mange aktionærer er uberørte eller har fordel af det ændrede skattemiljø. Frem mod 2014 nedsættes den maksimale skatteprocent, selv for en topbeskattet privat investor med Formueplejeaktier, til 42%.

## 2. TIDLIGERE SELVANGIVELSER

Det er snart tre år siden, den store skattereform blev gennemført, og alle Formueplejeselskaberne overgik til lagerbeskatning. Det indebærer også, at kursudviklingen indgik i kapitalindkomstbeskatningen for frie midler. Overgangsreglerne betød for eksempel, at eventuelle tab fra anskaffelsestidspunktet og frem til 30. juni 2009 kunne fradrages som negativ kapitalindkomst på selvangivelsen for 2009. Det er nu ved at være sidste chance for at sikre sig, at der blev selvangivet korrekt i 2009. Skatteborgere har sidste frist for denne indberetning ultimo marts måned 2012.

## 3. FORSKUDSREGISTRERING 2011

For indkomståret 2011 vil alle Formueplejeselskaber bidrage med positiv kapitalindkomst, da det er kursudviklingen i Formueplejeselskaberne fra 1. juli 2010 til 30. juni 2011, der skal selvangives i 2011. Har du solgt Formueplejeaktier i 2. halvår 2010, påvirker det selvangivelsen for 2010. Ligeledes vil eventuel salg fra 1/7-2011 og frem til 30/12 2011 indgå i beskatningsgrundlaget for indkomståret 2011.

AKTIE	1/7 2010	30/6 2011	Kapitalindkomst
Optimum	106,5	112,5	6,0
Pareto	232,0	245,5	13,5
Safe	131,0	142,6	11,6
Epikur	286,0	311,0	25,0
Penta	117,0	131,5	14,5
Merkur	174,0	195,0	21,0
LimiTTellus	108,0	119,5	11,5



”

**Investorer, der har valgt kontant placering i de seneste 12 måneder, med et beløb på over 750.000 kr. har taget en kreditmæssig risiko på det pengeinstitut, hvor pengene har stået.**

#### 4. BANKPAKKER ER UDLØBET?

Efter at statsgarantien på indlån ud over 750.000 kr. bortfaldt for de danske pengeinstitutter, har enkelte private indskydere måttet sande, at der ikke kom indgreb, som reddede deres indestående over dette beløb. Det er oplagt at tage den samlede formuesammensætning op til revision for at afgøre, hvor stor en del af midlerne, der skal stå kontant – alternativt stå i korte obligationer.

Investorer, der har valgt kontant placering i de seneste 12 måneder, med et beløb på over 750.000 kr. har taget en kreditmæssig risiko på det pengeinstitut, hvor pengene har stået. Et alternativ vi aktuelt drøfter med investorerne, er muligheden for at investere i Formuepleje Fokus eller Optimum med et budgetafkast på 5-9% om året i gennemsnit over de kommende 5 år. Vi drøfter også obligationer med en løbetid på 2 til 4 år for det beløb, der overstiger 750.000 kr.

#### 5. INDBETALING PÅ KAPITAL- OG RATEPENSION?

I efteråret 2011 er der også overvejelser for de, som sparer op til pension. Dels er det vigtigt at være opmærksom på, hvor du befinder dig i forhold til grænsen på 100.000 kr. for indbetaling til ratepensioner med fradrag i grundlaget for betaling af topskat. Er der indbetalt mindre end 100.000 kr., kan det for topskattebetalere være hensigtsmæssigt at "fylde op" inden 30. december.

Desuden er det en overvejelse værd, at vurdere om indskud på kapitalpension skal fortsætte/genoptages. Driver du selvstændig erhvervsvirksomhed (ikke i selskabsform), bør du overveje, at overføre op til 30% af virksomhedens overskud til en pensionsordning. Denne mulighed består frem til og med 2014, hvorefter loftet på 100.000 kr. også rammer de selvstændige erhvervsdrivende i lighed med lønmodtagere.

#### 6. GIV STORE JULEGAVER OG SPAR I SKAT

Overvej gaver/arveforskud under den afgiftsfrie grænse på 58.700 kr. til børn, børnebørn og spar 15% i bo-/gaveafgift. Både du og din ægtefælle kan give en gave/et arveforskud.

*kenett.haslund@formuepleje.dk*

#### Husk at:

- Forskudsregistre kursudviklingen i Formueplejeselskaberne fra 1. juli 2010 til 30. juni 2011.
- Fylde ratepensionen op til de 100.000 kr., hvis det er muligt.
- Overveje om indbetalinger på kapitalpension skal fortsætte/genoptages. Hvis du har indlån over 750.000 kr., bør du overveje investering af dine midler.
- Overvej gaver/arveforskud under den afgiftsfrie grænse på 58.700 kr. til børn; børnebørn mv.
- Søge rådgivning, hvis du er i tvivl. En time kan være en god investering.

## Lokalt eller globalt?

# Optimal portefølje – kræver global investering

Aktieinvesteringer, der for få år siden blev opfattet som sikre, har de sidste år vist sig at være det allermest usikre. Kraftige fald på aktiemarkederne og problemer for små og mellemstore selskaber har vist, at lokalt ikke nødvendigvis er lig med solidt.

AF HENRY HØEG, ADM. DIREKTØR, FORMUEPLEJE



Danske aktier er populære; især hos danskere. Danskere investerer helst i danske aktier, selvom informationsteknologien kan opdatere dem globalt, og selvom de seneste årtier har nedbrudt barrierer for kapitalbevægelser på tværs af landegrænser. Præferencen for eget lands aktier er ikke på nogen måde unikt for danskere. Tyske aktier er også mest populære hos tyskere etc. Der er lavet studier<sup>1)</sup>, der forsøger at måle den nationale "aktiepopularitet" ved at se på, i hvilken udstrækning de enkelte landes investorer forfordeler eller måske rettere forvrænger deres investeringer i eget lands aktier. I alle lande, undtagen USA og Storbritannien, holder investorerne typisk over 95% af deres aktiebeholdning i eget lands aktier.

Men de fleste landes indenlandske aktier udgør typisk under én eller få procent af den samlede globale aktieportefølje, så investorer går glip af mulighederne for en bedre risikospredning.

Naturligvis er investering i danske børsnoterede aktier som fx APM, Novo og Carlsberg ikke som sådan dansk. Det er en investering i virksomheder, der agerer globalt (tilfældigvis) med et hovedsæde i Danmark. Men der er bare ikke nok af dem i Danmark til at opnå den optimale

spredning i porteføljen. Men alligevel holder danske og andre landes investorer sig helst til selskaber med base i eget land. Denne skævvridning kan fx forklares direkte ved forhold som at:

- Markedsrestriktioner kan presse selv professionelle investorer til at investere mere indenlandsk end udenlandsk. Frie kapitalbevægelser på tværs af grænser er ikke 100% implementeret.
- Tidsforskelle rundt om på kloden gør det besværligt, at håndtere alle børser overalt i verden.
- Andre barrierer som handelsomkostninger og skattemæssige forhold drejer også ofte investeringer hen mod indenlandske investeringer.
- Politisk risiko. Hvis NOVO var børsnoteret og havde hovedsæde i et naboland til en diktaturstat, vil det nedsætte incitamentet til at vælge dem frem for et medicinalselskab i eget land.
- Valutarisiko. Det faktum, at investering i udenlandske aktier også indebærer valutarisiko, medfører en ekstra risikofaktor. Dette kan dog ikke blot betragtes som en ekstra risiko – det afhænger af sammenhængen mellem aktierisiko og valutarisiko. Det kan også argumenteres som en risikospredning.

Men blandt private investorer er der en væsentlig yderligere forklaring på skævvridningen; hele opfattelsen af risikoen ved at investere. Det er årtier siden man indenfor investorpsykologien påviste, at investering i noget vi kender, opfatter vi som noget med lavere risiko. Det betyder ikke, at investorer ikke er parat til at investere i noget, der ikke kendes, men det indebærer, at investor tror, at man kan lempe på analyse af det, vi kender. Nærmere sagt, så er hypotesen: "Det er ikke nødvendigt at være særlig grundig for at investere i en dansk aktie, for det er ikke så farligt. Skal jeg investere i en (udenlandsk) aktie, ved jeg mindre, og det skal analyseres nærmere, for det er mere risikabelt. Derfor er det nemmere og billigere for mig at vælge dansk". Det er en hypotese som økonomerne Heath og Tversky dokumenterede helt tilbage i 1991<sup>2)</sup>.

**Danskere investerer helst i danske aktier, selvom informationsteknologien kan opdatere dem globalt**

### VESTAS BEKRÆFTER HYPOTHESEN

Selvom Vestas er en global virksomhed er over 40% af aktierne ejet af danskere. Længst den største del er private investorer, og i antal aktionærer udgør danskerne 96% af Vestas' aktionærgruppe. Ligeså iøjnefaldende er det, at frekvensen af Vestas-aktionærer er dobbelt så høj i kommunerne, som ligger tæt på Vestas produktionsenheder eller hovedsædet i Randers. "Vestjyder sidder tungt på Vestas" oplyser Vestas selv. Mønsteret går igen på andre aktier, og det bliver endnu mere udpræget på de mindre og mellemstore virksomheder – det såkaldte "Mid-cap" og "Small-cap" selskaber.

For 25 år siden var Mid-og Small cap segmentet karakteriseret ved, at aktierne var billigere end store likvide aktier. Man skulle have en præmie for, at det var mindre likvide selskaber med et snævert forretningsgrundlag. Men i takt med aktiekulturens fremmarch de seneste 20 år og frem til 2007, eksploderede populariteten i Midcap og Smallcap aktier. Selvom små og mellemstore selskaber historisk set er mere risikable end store aktier og samtidig illikvide, ville private investorer i 2007 betale "fuld pris" for at få andel i en overskudskrone; I 2007 var P/E på OMXC20 og andre indeks for store aktier på samme niveau som på danske aktier udenfor OMXC20. >>



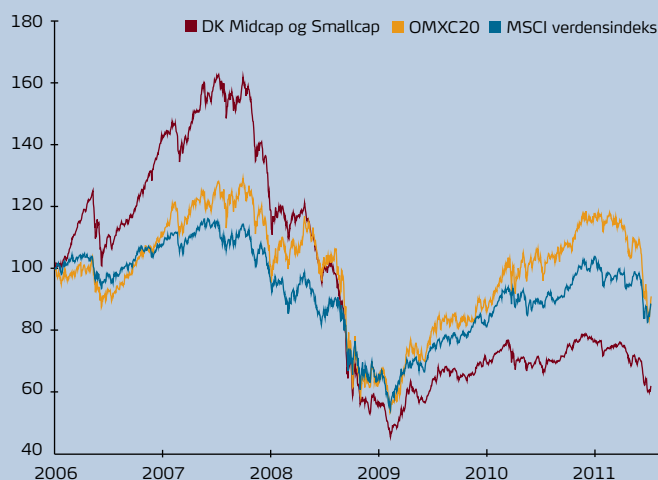


## B&O og de andre danske aktier udenfor OMXC20 ligger 60% under toppen fra 2007

Udviklingen kan forklares ved, at investorer blev drevet af den opfattelse, at de mindre aktier var knapt så risikable, og dermed kunne man selv investere i dem uden nærmere analysebehov. Lokalbankaktier og mellemstore virksomheder blev hos mange simpelthen opfattet som mere sikkert end at investere i store globale selskaber. Selskabet som var velkendt, fordi man kendte nogle ansatte - selskabet, hvis produkter man kendte fra egne indkøb eller lokalbankaktien, blev simpelthen opfattet som mere sikkert end andre investeringer. Det er som med bilkøb – vi fravælger gerne en bil, hvis vi kender nogen, der har været uheldige med bilmærket, men vi slår ikke reparationsstatistikken op på tyske ADAC, som faktisk producerer den slags statistikker.

Efter 2007, hvor mange skævheder er blevet ryddet op, kan det nu konstateres, at danske aktier udenfor OMXC20 ligger 60% under toppen fra 2007, mens OMXC20 og Verdensindekset ligger 30% under. Se figur 1.

**1** UDVIKLINGEN I AKTIEINDEKS SIDEN 2006  
Verdensindeks, OMXC20 og danske aktier udenfor OMXC20



NOTER: 1) Makram Bellalah: *The Equity Home Bias*, *International Journal of Economics and Finance*, May 2010.

2) Heath C. & Tversky A.: *Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty*, *Journal of Risk and Uncertainty*, 1991.

Det, som frem mod 2007 blev opfattet som mere sikkert, har vist sig de seneste år at være det mest usikre. Sammenbruddet i mange lokalbanker og de mellemstore og små virksomheders manglende mulighed for at navigere i den globale verden er slået igennem.

### PENSIONSPANELET ANBEFALER DANSKE AKTIER

Folketinget vedtog i 2007 etableringen af et uafhængigt pensionspanel. Panelet kom i januar 2011 med en række anbefalinger til de private investorer. Ud fra et synspunkt om, at det er lettere og billigere, anbefaler pensionspanelet, at private aktieinvestorer kun investerer i danske OMXC20-aktier. Pensionspanelet vurderer, at investorer kan opnå en tilstrækkelig risikospredning ved at købe en vifte af store danske OMXC20 aktier. Det er ikke denne artikels formål at gå ind i en diskussion med pensionspanelets anbefalinger, men jeg tillader mig dog at stille følgende hypotese. Ville pensionspanelet have nået frem til samme konklusion her 3/4 år efter, hvor danske OMXC20-aktier er faldet med 21%, og MSCI verdensindekset kun er faldet med 11%. Eller bar anbefalingen præget af at danske OMXC20-aktier de foregående 10 år i den grad havde slået verdensindekset?

### GLOBALE AKTIER I FORMUEPLEJESELSKABERNE

Med det formål at skabe det højeste risikojusterede afkast overvåger og udvælger Formueplejes kapitalforvaltning forskellige aktivklasser bredt og globalt. Selskaberne investerer kun i ultralikvide papirer. Obligationsporteføljen består alene af danske realkreditobligationerne, men aktieporteføljen er global. På side 39 her i Magasinet FORMUE er der en oversigt over Formueplejes 10 største aktier lige nu.

[henry.hoeg@formuepleje.dk](mailto:henry.hoeg@formuepleje.dk)



# FORMUE

## NYT



### Ny formueforvalter

Otto Friedrichsen, 34 år, er ny formueforvalter hos Formuepleje i hovedsædet i Aarhus. Han har ansvar for Formueplejes aktieportefølje. Otto Friedrichsen er uddannet cand.merc.fin ved handelshøjskolen i Aarhus og har tidligere været ansat som Portefølje-manager hos investeringsforeningen EgnsINVEST, hvor han, gennem en længere årrække, har siddet med ansvaret for porteføljer med fokus mod Europa og Østeuropa. Han er sideløbende ekstern lektor ved Aarhus School of Business, hvor han underviser i faget Portfolio Analysis.



### Ny webmaster

Kenneth Rasmussen er ny webmaster hos Formuepleje. Kenneth Rasmussen er uddannet professionsbachelor i webudvikling og har en bachelor i medievidenskab fra Syddansk Universitet. Han kommer fra en stilling som webudvikler hos Cordura, der udvikler softwareløsninger. Hos Formuepleje dækker hans ansvarsområde bredt over sitesene formuepleje.dk, formueplejeselskaberne.dk samt undersiderne for hvert af de 8 formueplejeselskaber. Herudover har Kenneth fokus på, at præsentere Formueplejes data interaktivt og innovativt.

## Finanskalender

### ORDINÆR GENERALFORSAMLING

**24.10.2011:**  
Optimum, Merkur, LimiTtellus

**26.10.2011:**  
Pareto, Penta

**27.10.2011**  
Safe, Epikur

**18.04.2012:**  
Fokus

### PERIODEMEDDELELSE 1. kvartal 2011/2012

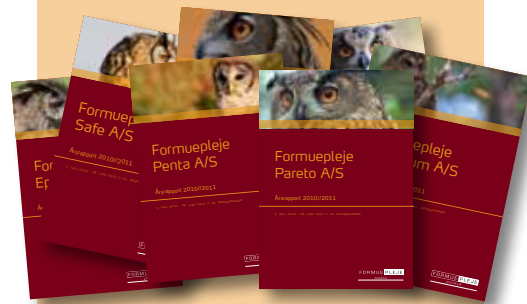
**03.11.2011:**  
Optimum, Pareto, Safe, Epikur,  
Penta, Merkur, LimiTtellus

### HALVÅRSRAPPORT 1. halvår 2011/2012

**22.02.2012:**  
Optimum, Pareto, Safe, Epikur,  
Penta, Merkur, LimiTtellus

### PERIODEMEDDELELSE 3. kvartal 2011/2012

**03.05.2012:**  
Optimum, Pareto, Safe, Epikur,  
Penta, Merkur, LimiTtellus



# Aktiemarkedene nede Formuepleje står imod

Vigende nøgletal og stor usikkerhed om gældskrisen gav kraftigt faldende aktiekurser og renter i 3. kvartal.

AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE

Grundet lavt risikoniveau og taktisk rigtige dispositioner blev de gearede porteføljer stort set ikke ramt negativt af uroen i 3. kvartal. I de "rene" aktieporteføljer kunne vi desværre ikke undgå negative afkast.

## ET STEMNINGSSKIFTE AF KARAT!

En række svage nøgletal fra USA og politisk smøleri, både vedrørende det amerikanske gældsloft og den europæiske gældskrise, betød, at usikkerheden på markederne blussede kraftigt op. Resultatet var kraftigt faldende aktiekurser og renter. Konsekvensen var blandet for vore porteføljer. Mens det rendyrkede obligationselskab, Fokus, satte ny kursrekord, gav perioden desværre tab til investorer i de rene aktieporteføljer, LimiTellus og Globus.

Fælles for alle gearede porteføljer er dog, at vi har investeret med lav risiko, hvilket betød, at alle selskaber, med undtagelse af Formuepleje Penta, leverede positive afkast i kvartalet.

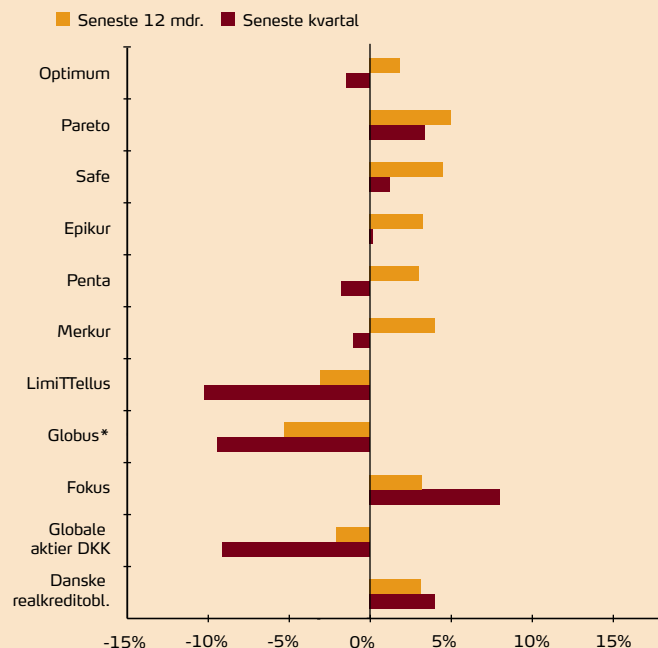
## HVORNÅR VENDER DET?

En række forhold burde kunne vende den negative stemning på aktiemarkedene og udløse kraftige kursstigninger.

- 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.

Som det vil være mange bekendt, kan endnu ingen af ovennævnte forudsætninger betegnes som opfyldt i 3. kvartal. Snarere er tvivlen og usikkerheden blevet forværret. Det eneste, der p.t. synes sikkert, er at væksten i den globale økonomi bliver lavere end de fleste gik og troede i forsommeren 2011.

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



\* Globus startede 5/7 2010

Kilde: Formuepleje og Bloomberg

### HVOR SORT ER SORTSYNET?

I IMF's seneste analyse af den globale økonomi som bærer titlen: "Slowing Growth, Rising Risks", peges der netop på, at det påhviler politikerne at leve op til det store ansvar denne gang. Især peger IMF på, at de to største risikofaktorer er at:

- Politikerne (og centralbankerne) helt mister kontrollen med euro-krisen. IMF anbefaler, at man hurtigst muligt får ratificeret alle støtteaftalerne (herunder EFSF) til euroen, og at ECB sætter renten ned.
- Aktiviteten i USA kan blive endnu lavere end nu, såfremt politikerne blot fortsætter med at skændes om gældslofter og jobplaner. Med vedvarende høj arbejdsløshed, tilfrosset boligmarked og finanspolitiske spareplaner, gør den politiske usikkerhed kun ondt værre, fordi privatforbruget hæmmes yderligere.

### DET MEGET NEGATIVE SCENARIO

Resultatet – hvis politikerne fejler – kan blive et scenario med både USA og Euroregionen i recession. Det vil gå hårdt ud over den globale vækst. Fornyet stress vil underminere tilliden til de finansielle markeder og bankvæsnets yderligere. Samtidig vil råvarepriserne og verdenshandlen sandsynligvis falde kraftigt. Alt dette vil også trække væksten ned i Emerging Markets. Ovenstående scenario er absolut sandsynligt, men ikke vores hovedscenario.

### DET MINDRE NEGATIVE SCENARIO

Vores hovedscenario er dog langt fra rosenrødt eller jubeloptimistisk, men helt klart knapt så dystert som ovennævnte. Selvom vi helt klart ser, at afmatningen har fat i de

vestlige økonomier, tror vi ikke, at hverken USA eller hele euroregionen falder tilbage i recession. Til gengæld tror vi, at væksten forbliver lav i ganske lang tid, hvilket også vil lægge en dæmper på væksten i Emerging Markets. Den strukturelle vækst i netop Emerging Markets vil dog samtidig medvirke til, at hjulene ikke går helt i stå.

### MEN HVAD GØR MAN SOM INVESTOR?

Som investor skal man altid passe på med at lade sig rive med af en aktuel markedsstemning – hvad enten den er negativ eller positiv. For os betyder det, at vi lige nu, hvor stemningen er meget sur, især fokuserer på de mange muligheder, som nu er opstået for at lave et godt risikostrebet afkast til vores investorer.

De lave renter, hvor der ikke er udsigt til renteforhøjelser fra centralbankerne i lang tid fremover, gør det eksempelvis meget billigt for vores gearede selskaber at låne i euro eller danske kroner. En hvis stabilitet på rentemarkederne vil også sikre, at vi kan skabe et godt obligationsafkast. For aktiemarkederne ser vi også muligheder, idet den seneste tids massive kursfald betyder, at markederne i stort omfang har taget højde for "Det meget negative scenario".

Nyheder som bekræfter vores hovedscenario, vil derfor forventeligt blive tolket positivt af markedet og føre til kursstigninger. Især hvis investorerne igen begynder at kigge på, at aktierne i dette scenario er voldsomt undervurderede. På de følgende sider gennemgår vi, hvordan Formueplejes fokus er på de forskellige markeder og aktiv/passiv-klasser ved indgangen til 4. kvartal 2011.

soeren.astrup@formuepleje.dk

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

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

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

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

produkter 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 kraftigt i løbet af det seneste kvartal i kølvandet af skuffende økonomiske nøgletal og stigende usikkerhed omkring gældskrisen i Euroland. Det har medført, at investorerne er søgt i sikkerhed i statsobligationer fra lande med sunde balancer, mens lande med en høj gæld er blevet straffet. Danmark tilhører fortsat en af duk-sene i Euroland med en relativ lav gæld, så derfor har danske statsobligationer profiteret af gældskrisen. Det har medført, at renten på de danske statsobligationer er faldet til historiske lave niveauer, jævnfør nedenstående figur, der viser udviklingen i den 10-årige danske statsrente.

Den store interesse for danske statsobligationer har også smittet af på danske realkreditobligationer, som har klaret sig rigtig godt de sidste par måneder. Selvom det internationale ratingbureau Moodys har udtrykt bekymring vedrørende dansk realkredit, har det ikke haft nogen nævneværdig effekt, jævnfør artiklen "Danske realer står imod" på side 14.

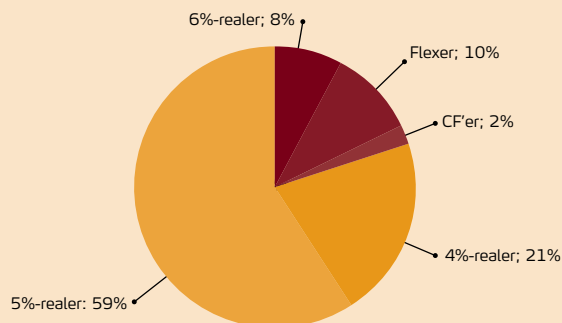
Den Amerikanske Centralbank (FED) har lovet at holde den toneangivende rente på et historisk lavt niveau i lang tid fremover. Samtidig har FED iværksat tiltag for at presse renten på længere løbende statsobligationer ned. Den Europæiske Centralbank har også lavet tiltag, for at hjælpe bankerne i Euroland, i form af likviditet samt opkøb af realkreditobligationer. Samtidig forventer markedet, at Den Europæiske Centralbank vil sænke den toneangivende rente igen, efter de, så sent som i juli måned, hævede den med 0,25% til 1,5%.

Markedsrenterne er aktuelt meget lave og i høj grad drevet af usikkerheden på de finansielle markeder. Hvis stemningen bliver lidt mere positiv igen, vil renterne kravle lidt op. Med udsigt til en lang periode med lav vækst og meget lave centralbankrenter, forventer vi dog ikke markante rentestigninger.

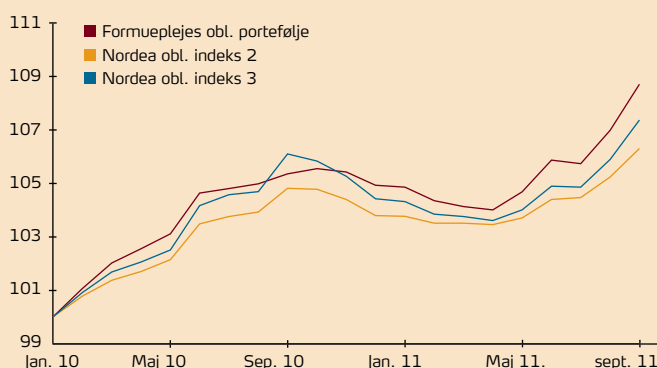
## UDVIKLING I 10 ÅRIG DANSK STATSRENTE



## FORDELING AF OBLIGATIONER PÅ KATEGORIER



## AFKAST FORMUEPLEJES OBLIGATIONSFORTEFØLJE sammenholdt med Nordeas obligationsindeks



Kilde: Nordea

Indekseret værdier, 1. januar 2010 = 100. Som sammenligningsgrundlag er anvendt Nordeas obligationsindeks med rentefølsomhed på hhv. 2 og 3. Rentefølsomheden i Formueplejeselskaberne har ligget mellem 1,0 og 4,1 i 3. kvartal 2011.

NØGLETAL PR. 30.09.2011			
	Formuepleje	Nordea indeks Rentefølsomh. 2	Nordea indeks Rentefølsomh. 3
Rentefølsomhed	1,00	2,00	3,00
Konveksitet	-1,81	-1,28	-1,63

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 1,0 til 2,81 (+1,81).

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.		
	30.09.2011	12 mdr. frem
2-årig statsrente DKK	0,65%	1,50%
10-årig statsrente DKK	2,08%	2,75%
2-årig swaprente DKK	1,45%	2,00%
10-årig swaprente DKK	2,54%	3,00%

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 swaprenter typisk som udgangspunkt ved vurdering af prisfastsættelsen af danske realkreditobligationer.

# Valuta

På valutamarkedene har der også været store udsving i det seneste kvartal, hvor især gældskrisen i Euroland har spillet en stor rolle. Den manglende politiske løsning af gældsproblemerne i specielt Grækenland har gjort ondt værre og øget frygten for at problemerne vil sprede sig til andre lande som Italien og Spanien. De to lande kæmper med henholdsvis høj gæld og stort underskud, og frygten for at det tredje- og fjerdestørste land i Euroland kommer i vanskeligheder betyder, at tilliden til eurosamarbejdet er begyndt at krakelere. Renterne på statsobligationer fra Italien og Spanien steg kraftigt i juli måned. Det fik Den Europæiske Centralbank på banen med opkøb af statsobligationer fra disse lande, med det formål at holde renten nede.

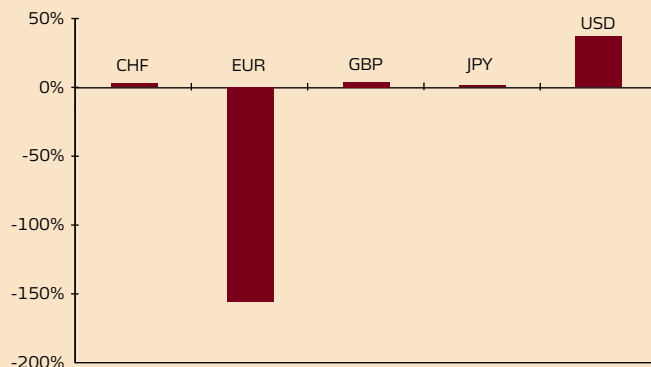
Som en forsikring mod et euro-kollaps har investorerne søgt efter alternativer. Det har fået flere til at kaste kærligheden på især de nordiske valutaer, hvor landene har relativt godt styr på både gæld og underskud. Samtidig har danske pensionskasser og forsikringselskaber solgt ud af deres udenlandske investeringer og trukket pengene tilbage til Danmark. Disse faktorer har medført en kraftig efterspørgsel på den danske krone, som, de sidste par måneder, er steget med 0,25% i forhold til euroen, jævnfør nedenstående graf.

## UDVIKLING I EUROEN MÅLT I FORHOLD TIL DANSKE KRONER



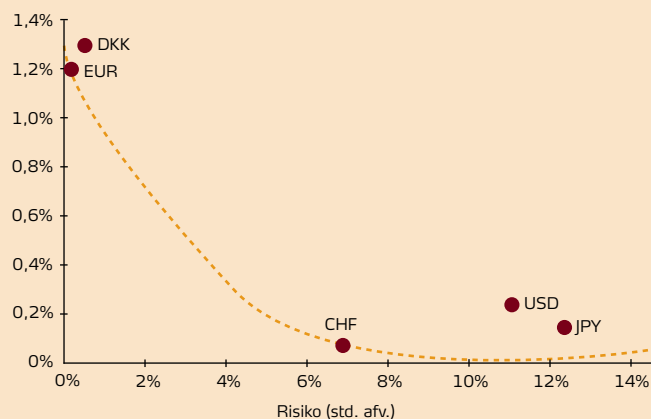
De Formueplejeselskaber, der investerer for lånte midler, har profiteret af denne styrkelse af kronen, da hovedparten af lånene er optaget i euro, som er faldet i kurs. Den Schweiziske Centralbank har iværksat tiltag for at undgå yderligere styrkelse af schweizerfrancen, efter den i løbet af juli og begyndelsen af august måned var steget med næsten 17% i forhold til euroen. Denne styrkelse af valutaen skaber store problemer for den schweiziske økonomi, så derfor har centralbanken etableret et loft over, hvor meget schweizerfrancen må stige. Det betyder, at de vil forsøge at svække valutaen, hvis den kommer for tæt på dette loft.

## EKSPONERING I.F.T. EGENKAPITAL



Ovenstående figur viser Formueplejes samlede investeringsmandats valutaeksposering.

## 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	7,44	7,45	7,46
CHF	6,12	5,75	5,75
USD	5,55	5,70	5,90
GBP	8,66	8,70	8,90
JPY*	7,22	6,90	6,70

\* 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

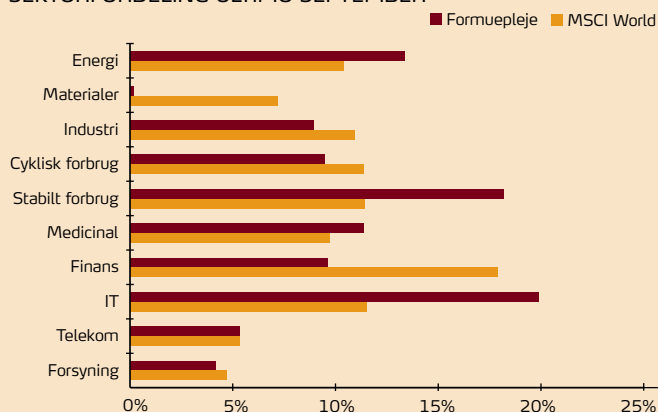
# Aktier

De globale aktiemarkeder har i 3. kvartal været under et massivt pres. Baggrunden skal primært ses i den fortsatte sydeuropæiske gældskrise, der gennem kvartalet har trukket overskifter, hvilket har øget nervøsiteten i markedet markant. Manglende målopfyldelse i forhold til at konsolidere økonomien i specielt Grækenland, samt manglende politisk sammenhold i forhold til at konstruere en langsigtet holdbar løsning, har været hovedårsagerne bag de markante udsving. Et andet tema, der har været i fokus i 3. kvartal, er at nøgletallene fra de ledende økonomier har indikeret en vækststopbremsning. Vi har været vidne til, at de generelle aktivitetsnøgletal har været under pres, hvilket bl.a. har øget frygten for en ny recession.

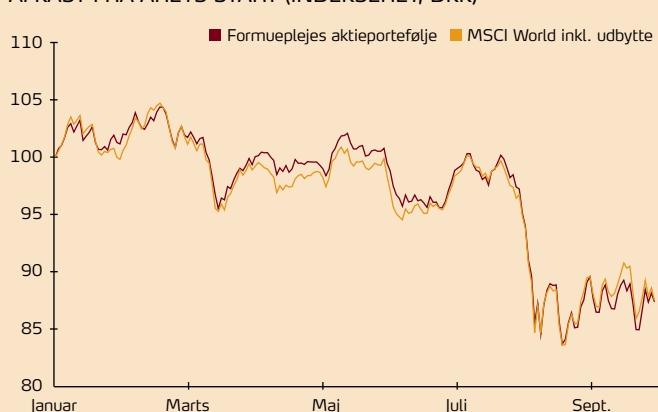
Den øgede usikkerhed om gældsproblematikken i Syd-europa kombineret med en vækststopbremsning i de større økonomier, har forårsaget, at der har været en rotation i markedet mod de mere defensive sektorer, der er kendetegnet ved høj indtjeningsstabilitet. Således er Stabilt forbrug, Forsyning og Sundhed alle blot faldet marginalt, mens de cykliske sektorer som Materialer, Finans og Industri er faldet markant. Formuepleje har over det meste af året tilstræbt en defensiv profil på aktieporteføljerne, hvilket har været positiv set over de seneste kvartaler.

I midten af oktober begynder aflæggelsen af regnskaber for 3. kvartal. Markedet har gennem kvartalet indpriset en markant vækststopbremsning, hvorfor der vil blive stort fokus på vækststudmeldingerne fra selskaberne. Det er Formueplejes holdning, at vi undgår recession, men at vi vil opleve en længere periode med lav vækst. Analytikernes indtjeningsestimater for 2012 vurderes dog forsåt at være for høje, hvorfor den defensive sektorallokering med fokus på indtjeningsstabilitet umiddelbart fastholdes.

SEKTORFORDELING ULTIMO SEPTEMBER



AFKAST FRA ÅRETS START (INDEKSERET, DKK)



NØGLETAL PR. 30. SEPTEMBER 2011		
	Formuepleje	MSCI World
P/E 2011E	9,5	10,1
Kurs / Indre værdi	1,5	1,4
Standardafvigelse p.a.	14,9%	15,8%
Informationsratio	-0,5	-

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

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


# De 10 største aktier


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

**Allianz**  Allianz er et af Europas førende forsikringselskaber og har en stærk international tilstedeværelse. Selskabet tilbyder skades- og livsforsikring til både erhverv og private med Tyskland, Frankrig og Italien som de vigtigste markeder i Europa. I perioden 1998 til 2000 tilføjede Allianz porteføljepleje og bankdrift som supplement til forsikringsdelen. Herunder det anerkendte investeringselskab PIMCO. I forbindelse med kreditkrisen solgte den kriseramte Dresdner Bank til Commerzbank. Dermed er fokus i højere grad tilbage ved den rene forsikringsdrift, hvilket gør Allianz langt mere attraktiv i den kommende tid.

**Microsoft** Microsoft, der formentlig kendes bedst fra styresystemet Windows og Office-pakken, er et af verdens største it-selskaber. Deres stabile forretningsgrundlag i form af licens- og servicerelaterede indtægter, gør Microsoft særlig interessant i det nuværende investeringsmiljø. Microsoft bliver konstant udfordret af gratisprogrammer og nytænkning fra især Google. Ikke desto mindre har kundernes afhængighed af Microsofts produkter gentagne gange vist sig at være stærkere end som så. Trods markedets usikkerhed omkring holdbarheden i forretningsmodellen mener vi, der er større værdi i en investering i Microsoft end konkurrenterne.

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

**G4S**  G4S er en global sikkerhedsvirksomhed, der servicerer regeringer, virksomheder og andre organisationer samt private. Sikkerhedsopgaverne er meget varierede og spænder fra bygninger til store begivenheder som sports- og koncertarrangementer til private vagtopgaver. Selskabet har også en "cash-handling" forretning, som håndterer store cash beholdninger for detailforretninger og servicerer kontant-automater. G4S har knap 600.000 ansatte og primært forretning i Europa og Nordamerika, og nye vækstmarkeder bidrager i stigende grad til væksten. Vi vurderer, at den fortsatte efterspørgsel efter vagt- og sikkerhedsydelser sammenholdt med en moderat prisfastsættelse, vil gøre G4S til et interessant investeringsobjekt.

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



\*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 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 førende producenter inden for kategorier som færdig forarbejdede fødevarer, is og 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. Derved er skabt 20.000 patenter, hvortil der årligt kommer ca. 300 nye. 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 forsikringselskabet 'The Sun' blev grundlagt. Den nuværende selskabsstruktur blev skabt i 1996, da Storbritanniens to største forsikringselskaber, 'Royal Insurance' og 'Sun Alliance', dannede 'Royal & SunAlliance'. RSA's engelske forsikringsforretning udgør 40% af præmieindtægterne, mens den internationale forretning – herunder Codan i Danmark – udgør de resterende 60%. RSA er et meget konservativt forsikringselskab, hvor risikostyringen dikterer både forsikringsforretningen og selskabets investeringsstrategi. Fokus er i høj grad på at skabe et attraktivt og vedvarende indtjeningsniveau. Blandt andet derfor, har RSA manøvreret stort set uberørt gennem krisen, og står stadig meget stærkt i en usikker fremtid.



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



HP er en førende producent af produkter og services inden for printere, scannere og udstyr til digital billedbehandling. Derudover produceres en bred vifte af computere til både private og virksomheder. HP er præget af betydelig stabilitet på grund af produkternes korte livscyklus og høje andel af 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	2,0	6,2	2,6	4,0	-	-	0,9	0,1
	Aktier	0,2	0,5	1,8	0,9	1,4	0,5	0,5	-	-
	Samlet portefølje	0,6	2,5	8,0	3,5	5,4	0,5	0,5	0,9	0,1
<b>Andel af balance</b>										
	Obligationer/kontant	71%	80%	77%	75%	75%	4%	0%	100%	12%
	Aktier	29%	20%	23%	25%	25%	96%	100%	0%	88%
<b>Andel af egenkapital</b>										
	Obligationer/kontant	71%	246%	272%	294%	340%	4%	-	417%	12%
	Aktier	29%	60%	80%	98%	117%	96%	100%	0%	88%
<b>PASSIVER</b>										
<b>Milliarder kroner</b>										
	Egenkapital	0,6	0,8	2,3	0,9	1,2	0,5	0,5	0,2	0,1
	Lånekapital	-	1,7	5,8	2,6	4,2	-	-	0,7	-
	Samlet portefølje	0,6	2,5	8,1	3,5	5,4	0,5	0,5	0,9	0,1
<b>Procent</b>										
	Egenkapital (solvens)	100%	33%	28%	26%	22%	100%	100%	23%	0%
	Lånekapital	-	71%	75%	75%	78%	0%	-	77%	-
	Samlet portefølje	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Gearing	-	2,1	2,5	2,8	3,5	-	-	3,5	-
<b>DIVERSE</b>										
2	<b>Omkostninger</b>									
	Resultathonorar	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	10%	5%
	High Water Mark	114,5	270,5	171,0	815,3	477,8	287,1	153,6		
	Adm. omk., % af balance	0,63%	0,52%	0,38%	0,45%	0,44%	0,41%	0,64%	0,55%	1,24%
	Adm. omk., % af egenkapital	0,63%	1,96%	1,62%	2,02%	2,27%	0,53%	0,65%	2,82%	1,24%
<b>Øvrige oplysninger</b>										
	Noteret på NASDAQ OMX	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej
3	Antal aktionærer	437	870	2.658	1.921	3.026	864	500	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. Globus er nystartet 2010 og omkostninger er anslået i tegningsmaterialet. 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

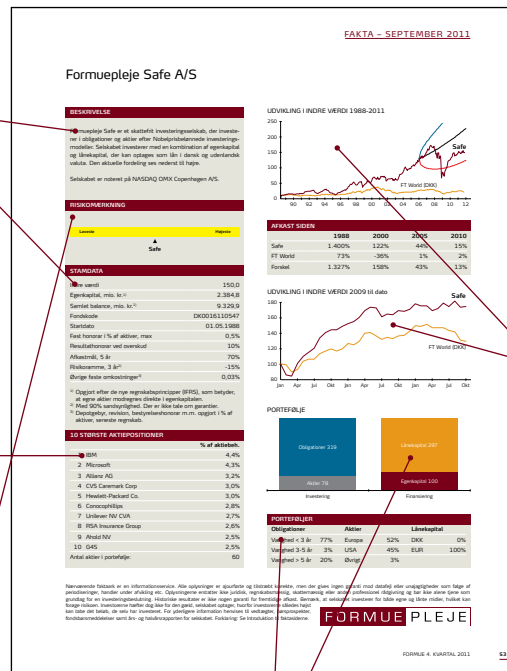
Den lovpligtige risikomærkning af investeringsprodukter tager udgangspunkt i farverne grøn, gul og rød ligesom farverne i et trafiklys. Hensigten er, at farverne skal afspejle risikoen for tab ved investeringen, samt hvor let eller svært det er at gennemskue den pågældende investering og de mulige konsekvenser 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 en 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	112,5
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	555,7
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	555,7
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>	0,16%

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

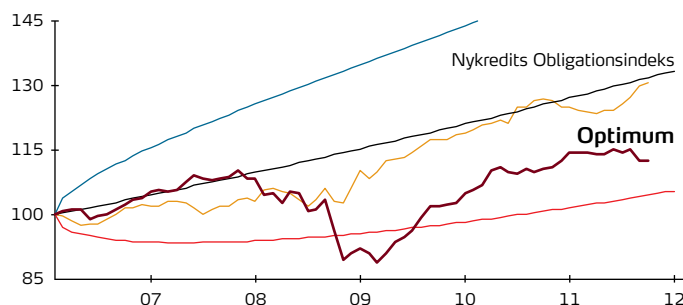
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

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

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

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

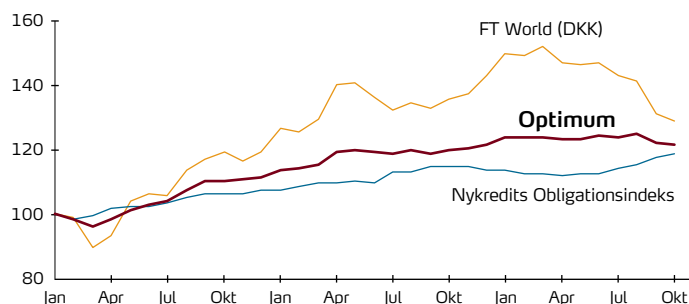
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2006-2011



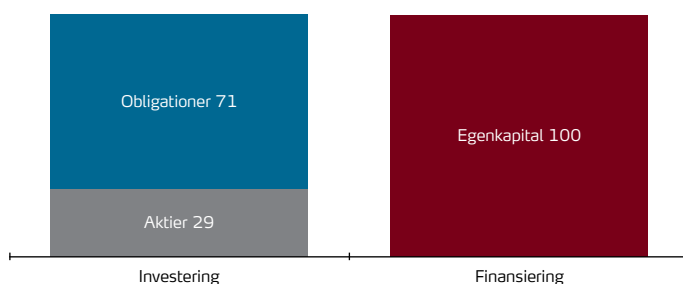
AFKAST SIDEN

	2006	2007	2008	2010
Optimum	13%	7%	4%	7%
NYK Obl.indeks	30%	28%	27%	10%
Forskel	-17%	-21%	-23%	-3%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer		Aktier	
Varighed < 3 år	85%	Europa	46%
Varighed 3-5 år	0%	USA	51%
Varighed > 5 år	15%	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 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	260,5
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	818,2
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	2.505,0
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.

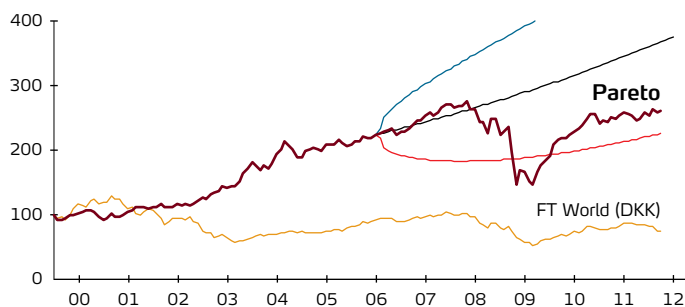
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

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

### 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Microsoft	5,3%
2 IBM	5,2%
3 G4S	3,6%
4 Allianz AG	3,4%
5 CVS Caremark	3,2%
6 China Mobile Hong Kong	2,8%
7 Conocophillips	2,7%
8 Hewlett-Packard Co.	2,6%
9 Walmart Stores	2,5%
10 Muenchener Rueckve NPV	2,4%
Antal aktier i portefølje: 54	

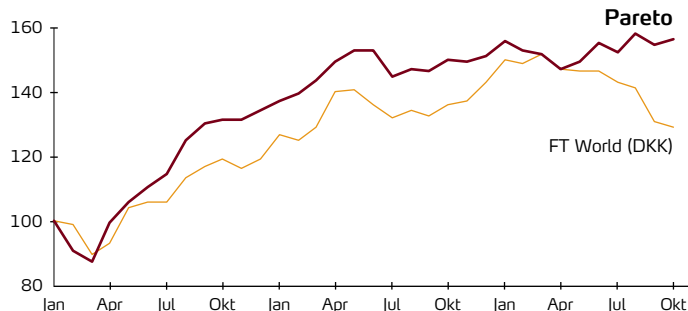
### UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1999-2011



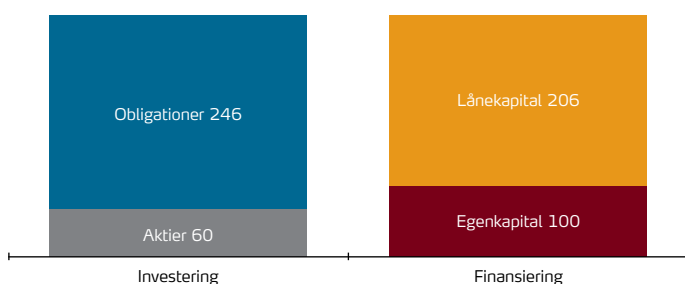
### AFKAST SIDEN

	1999	2000	2005	2010
Pareto	161%	153%	24%	14%
FT World	-7%	-36%	1%	2%
Forskel	168%	189%	23%	12%

### UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



### PORTEFØLJE



### PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	80%	Europa	47%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	5%	USA	49%	EUR 100%
Varighed > 5 år	15%	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**

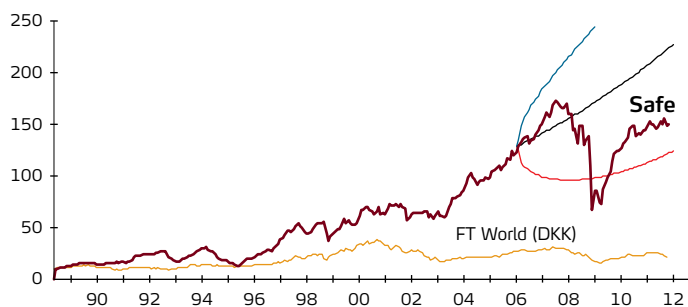
Indre værdi	150,0
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	2.291,8
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	8.069,2
Fondskode	DK0016110547
Startdato	01.05.1988
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	70%
Risikoramme, 3 år <sup>2)</sup>	-15%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,03%

<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	4,4%
2 Microsoft	4,3%
3 Allianz AG	3,2%
4 CVS Caremark Corp	3,0%
5 Hewlett-Packard Co.	3,0%
6 Conocophillips	2,8%
7 Unilever NV CVA	2,7%
8 RSA Insurance Group	2,6%
9 Ahold NV	2,5%
10 G4S	2,5%
Antal aktier i portefølje: 60	

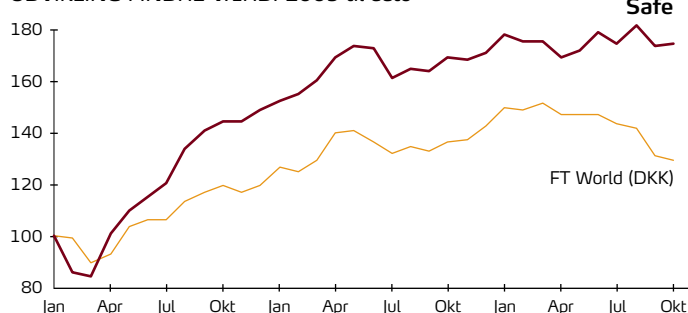
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1988-2011



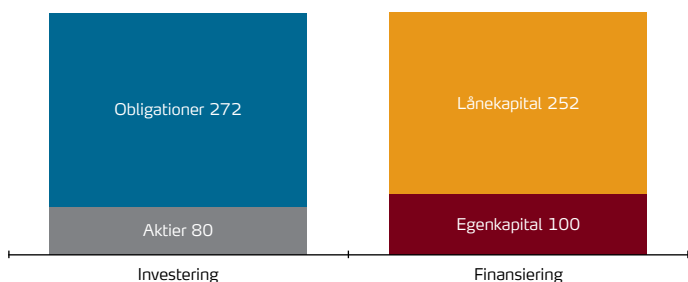
AFKAST SIDEN

	1988	2000	2005	2010
Safe	1.400%	122%	44%	15%
FT World	73%	-36%	1%	2%
Forskel	1.327%	158%	43%	13%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	77%	Europa	52%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	3%	USA	45%	EUR 100%
Varighed > 5 år	20%	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 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

▲  
Epikur

## STAMDATA

Indre værdi	322,5
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	872,9
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	3.420,7
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>	0,04%

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

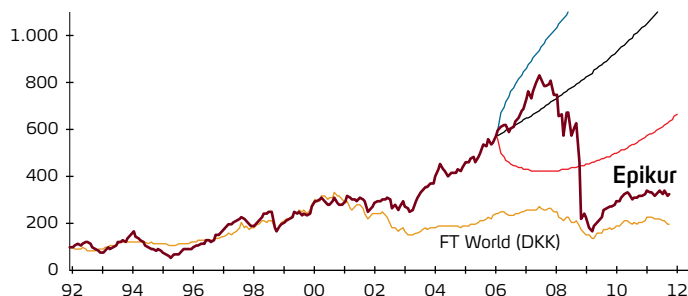
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

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

## 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

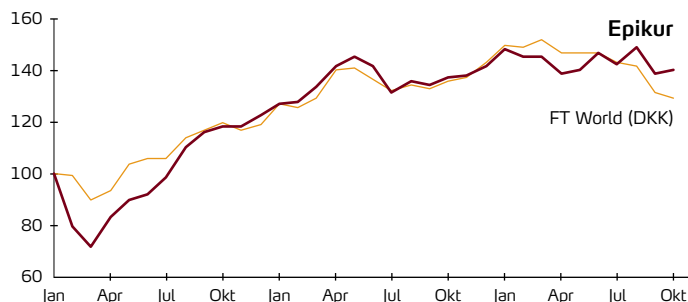
## UDVIKLING I INDRVÆRDI 1991-2010



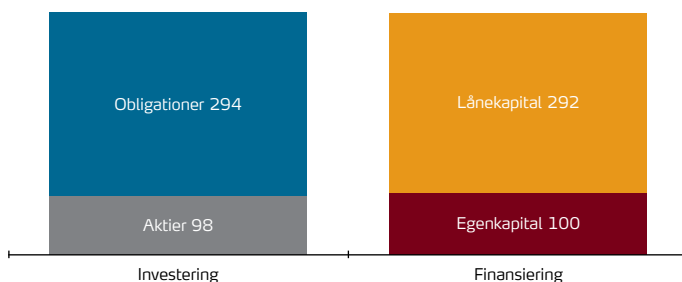
## AFKAST SIDEN

	1991	2000	2005	2010
Epikur	223%	8%	-29%	11%
FT World	73%	-36%	1%	2%
Forskel	150%	44%	-30%	9%

## UDVIKLING I INDRVÆRDI 2009 til dato



## PORTEFØLJE



## PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	82%	Europa	51%	DKK 0%
Varighed 3-5 år	5%	USA	46%	EUR 100%
Varighed > 5 år	13%	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**

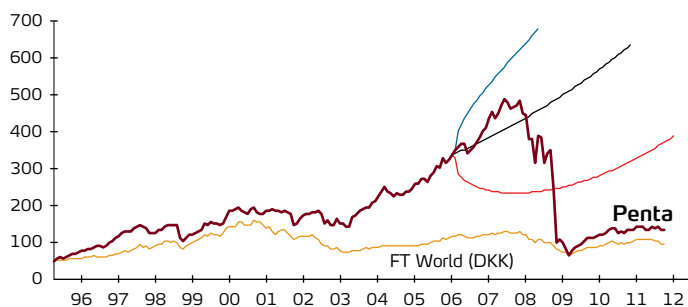
Indre værdi	134,3
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	1.183,5
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	5.407,4
Fondskode	DK0016079361
Startdato	01.01.1994
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	100%
Risikoramme, 3 år <sup>2)</sup>	-25%
Øvrige faste omkostninger <sup>3)</sup>	0,03%

<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.	5,5%
2 IBM	5,5%
3 CVS Caremark Corp.	3,5%
4 Unilever Cert.	3,2%
5 RSA Insurance Group	3,2%
6 Allianz AG	3,0%
7 Conocophillips	2,8%
8 Ahold	2,6%
9 G4S	2,6%
10 Hewlett-Packard Co.	2,4%
Aantal aktier i portefølje:	56

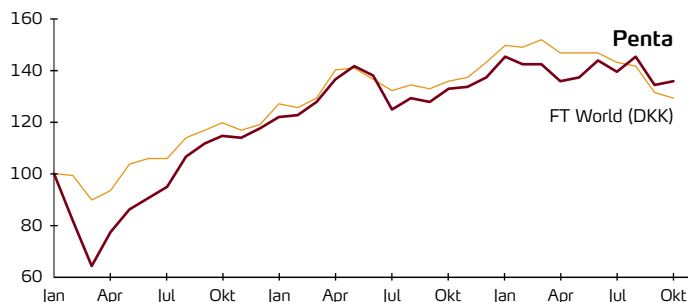
UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1995-2011



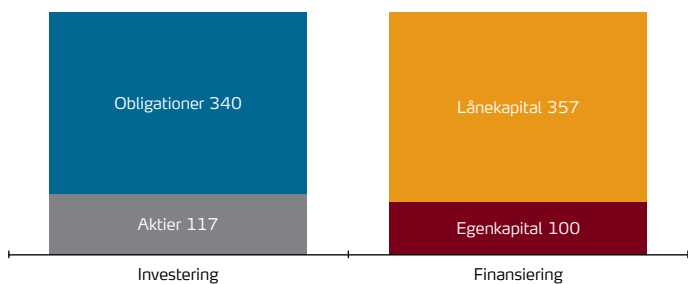
AFKAST SIDEN

	1994	2000	2005	2010
Penta	34%	-28%	-48%	11%
FT World	73%	-36%	1%	2%
Forskel	-39%	8%	-49%	9%

UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital	
Varighed < 3 år	81%	Europa	48%	
Varighed 3-5 år	4%	USA	48%	
Varighed > 5 år	15%	Øvrigt	4%	
			DKK	0%
			EUR	100%

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.

## 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	196,4
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	482,9
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	482,9
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>	0,15%

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

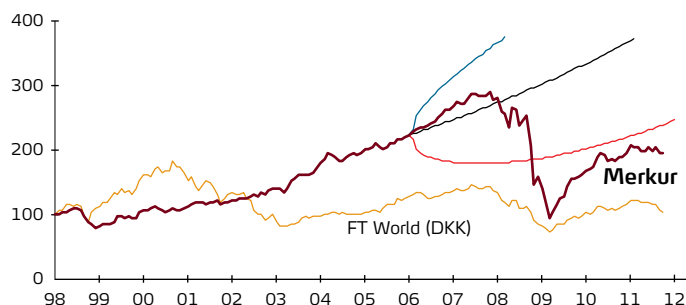
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

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

### 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje Safe A/S	15,4%
2 Formuepleje Optimum A/S	14,9%
3 Formuepleje Pareto A/S	14,4%
4 Formuepleje Epikur A/S	13,2%
5 Formuepleje Penta A/S	12,7%
6 Formuepleje LimiTellus A/S	10,2%
7 Formuepleje Fokus A/S	8,9%
8 IBM	0,6%
9 Microsoft	0,5%
10 China Mobile Hong Kong	0,5%
Aantal aktier i portefølje:	55

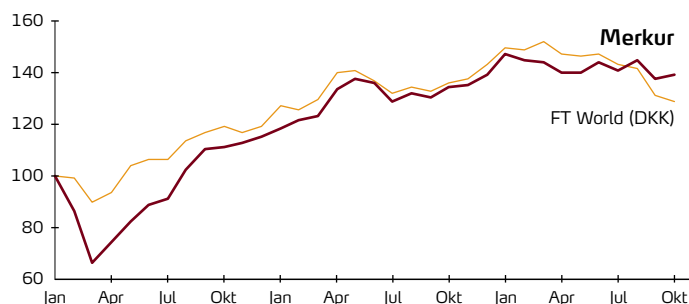
### UDVIKLING I INDRE VÆRDI 1998-2011



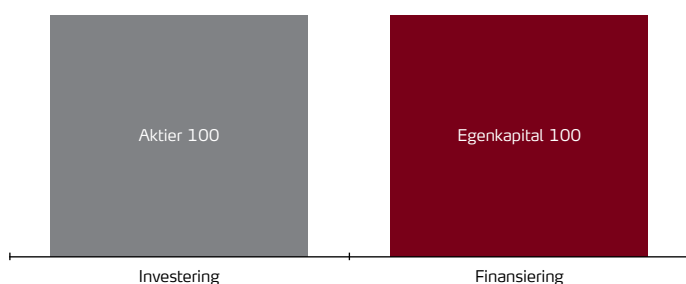
### AFKAST SIDEN

	1998	2000	2005	2010
Merkur	96%	84%	-3%	17%
FT World	5%	-36%	1%	2%
Forskel	91%	120%	-4%	15%

### UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato



### PORTEFØLJE



### PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	50%
USA	46%
Øvrigt	4%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. 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	111,2
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	514,3
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	514,3
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>	0,19%

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

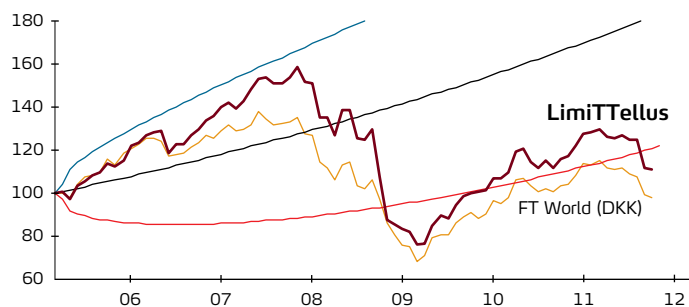
<sup>2)</sup> Med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

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

## 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 Microsoft	5,1%
2 IBM	4,9%
3 CVS Caremark	3,4%
4 Unilever NV CVA	3,3%
5 RSA Insurance Group	3,3%
6 Conocophillips	3,3%
7 G4S	2,8%
8 FMC Technologies	2,7%
9 Ahold	2,7%
10 Hewlett-Packard Co.	2,5%
Antal aktier i portefølje:	53

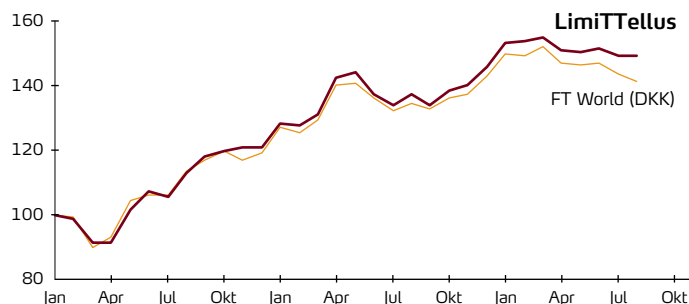
## UDVIKLING I INDRY VÆRDI 2005-2011



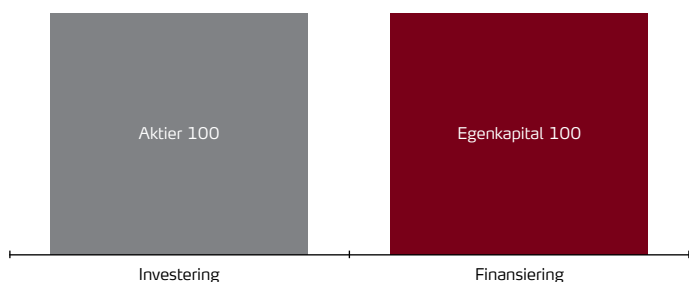
## AFKAST SIDEN

	2005	2007	2010
LimiTellus	11%	-21%	4%
FT World	1%	-24%	2%
Forskel	10%	3%	2%

## UDVIKLING I INDRY VÆRDI 2009 til dato



## PORTEFØLJE



## PORTEFØLJER

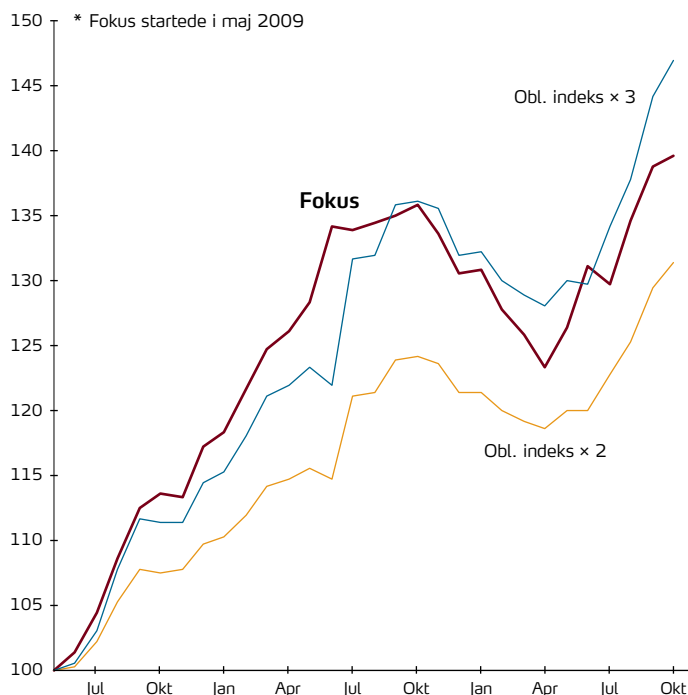
Aktier	
Europa	47%
USA	50%
Øvrigt	3%

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.

# Formuepleje Fokus A/S

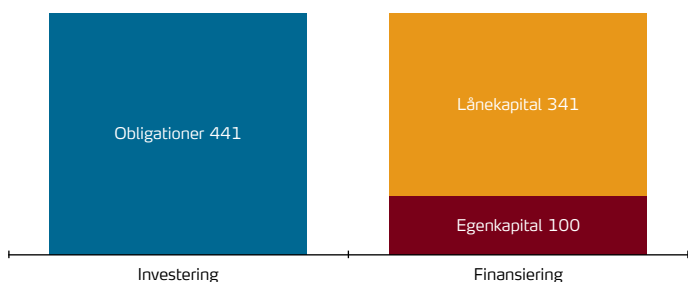
BESKRIVELSE		
<p>Formuepleje Fokus er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i danske realkreditobligationer. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i danske kroner og euro. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre. Bestyrelsen har 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 noterede aktier placeres i den røde kategori.</p>		
STAMDATA		
Indre værdi	123,7	
Egenkapital, mio. kr. <sup>1)</sup>	211,5	
Samlet balance, mio. kr. <sup>1)</sup>	932,7	
Fondskode	DK0060179596	
Startdato	01.05.2009	
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%	
Resultathonorar ved overskud	10%	
Afkastmål, 5 år	Min 2 x NYK obl.	
Forventet udbytte	8 kr. pr. aktie	
Øvrige faste omkostninger <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	11,4%
2	5% Realkredit Danmark 23D 2035	9,7%
3	5% Nordea Kredit ANN 2035	9,6%
4	4% Realkredit DK 23SSA 2041	9,5%
5	5% Nykredit 3D 2038	5,8%
6	4% Nordea OA 2035	5,5%
7	4% Realkredit DK 21S.S 2026	5,3%
8	5% Nordea Kredit 2038	4,0%
9	5% Totalkredit 111 C.S 2025	3,7%
10	5% Nykredit 01E 2041	3,4%
Antal obligationer i portefølje:		38

## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2009 til dato \*



AFKAST SIDEN (INCL. UDBYTTET)	2009	2010
Fokus	40%	18%
2 x NYK Obl.indeks	31%	19%
Forskel	9%	-1%

## PORTEFØLJE



PORTEFØLJER			
Obligationer		Lånekapital	
Varighed < 3 år	86%	DKK	0%
Varighed 3-5 år	14%	EUR	100%
Varighed > 5 år	0%		

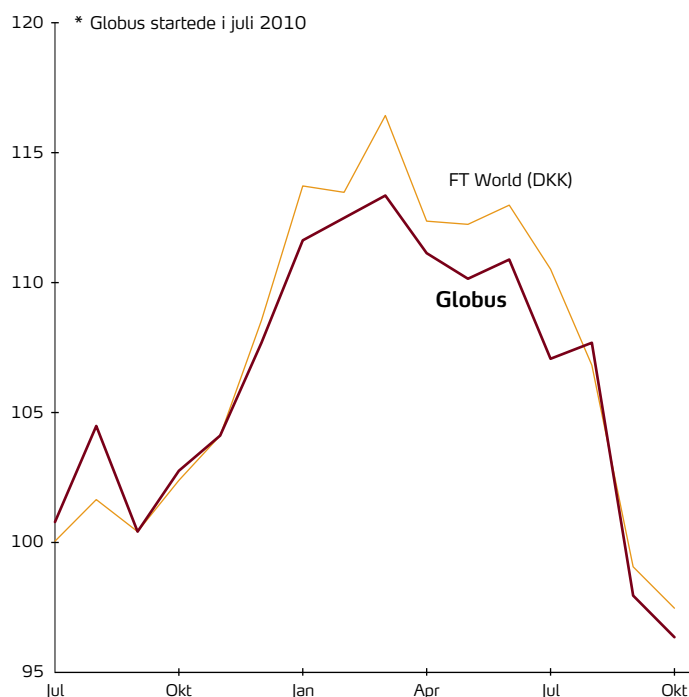
Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden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

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Invest, afdeling Globus

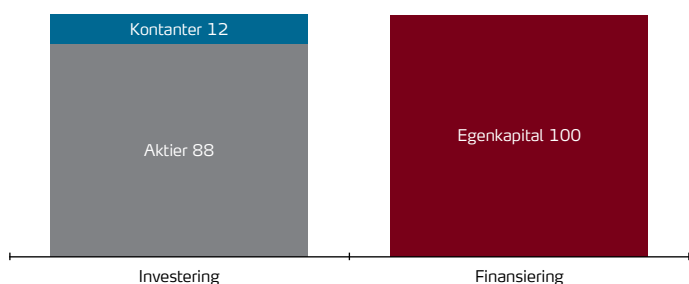
BESKRIVELSE	
Formuepleje Invest, afdeling Globus er en investeringsforening, der investerer i globale aktier. Foreningen er nystartet i 2010.	
RISIKOMÆRKNING	
STAMDATA	
Indre værdi	96,3
Samlet balance, mio. kr.	118,2
Fondskode	DK0060213015
Startdato	05.07.2010
Adm.omk. anslået <sup>1)</sup>	1,24%
Resultathonorar ved overskud	5%
<sup>1)</sup> Administrationsomkostninger er i henhold til seneste regnskab.	
10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER	
	% af aktiebeh.
1 Microsoft	4,5%
2 Unilever	3,6%
3 CVS Caremark	3,5%
4 IBM	3,5%
5 Conocophillips	3,4%
6 Allianz	3,1%
7 Wal-Mart Stores	3,0%
8 Muenc.ruecke reg	2,6%
9 Hewlett- Packard	2,4%
10 Ahold	2,4%
Antal aktier i portefølje: 55	

## UDVIKLING I INDRE VÆRDI 2010 til dato \*



AFKAST SIDEN	
Juli 2010	
Globus	-4,4%
MSCI	1,0%
Forskel	-5,4%

## PORTEFØLJE



PORTEFØLJER	
Aktier	
Europa	50%
USA	46%
Øvrigt	4%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. For yderligere information henvises til vedtægter 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 Aarhus 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 Aarhus 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)