

3. KVARTAL 2008 · 23. ÅRGANG

# FORMUE magasin

AKTIONÆRORIENTERING FRA FORMUEPLEJESKABERNE

## KLODEN DREJER STILLE RUNDT

VERDEN PÅ VEJ NED I GEAR

### SUNDHED

GLOBALE MULIGHEDER  
I ET POLITISK MINEFELT

### SOVEREIGN WEALTH FUNDS

STATSFONDE SÆTTER  
NY VERDENSORDEN

FORMUE PLEJE



AF ERIK MØLLER, DIREKTØR, FORMUEPLEJESLSKABERNE

## "Tror I stadig på, aktierne kommer op igen?"

Efter kursfald på aktiemarkederne på både 20 og 30% siden toppen i oktober 2007 bliver stort set alle aktieinvestorer nervøse. Godt hjulpet af mediernes evige fokus på at skabe sensationer. Det mest almindelige spørgsmål fra vores aktionærer i 2008 har uden konkurrence været: "Tror I stadig på, aktierne kommer op igen?" Spørgsmålet er meget forståeligt og svaret er langt fra hemmeligt. Men svaret på spørgsmålet står at læse i vores andel af aktier i porteføljerne. Ser man tilbage på den 20-årige periode Formueplejeselskaberne (Formuepleje Safe A/S) har eksisteret, har aktieporteføljen svinget mellem 0% til 115% og udgør i dag 90% (i procent af egenkapitalen). Det er det faktuelle udtryk for, om vi "tror" på aktier. Helt konkret, om vi antager, at aktier over de næste 3-5 år giver et attraktivt merafkast i forhold til obligationer.

I de årsregnskaber vi afslutter pr. den 30/6 2008 må vi konstatere urealiserede tab på mellem 7 og 34% af egenkapitalen. Så noget er jo gået galt. Det bringer mig frem til næsthyppigste spørgsmål: "Kunne I ikke se det komme?" Og det spørgsmål kan den begavede aktionær måske selv besvare, da vi jo er forblevet fuldt investeret i aktier. Vi kunne ikke se aktiemarkedet blive den store taber i den kreditboble, der var skabt siden 2002. Vi har i årevis advaret mod historisk lave renter på alt, hvad der havde en kreditrisiko. Men primært med øje på corporate bonds og emerging marked obligationer – ikke på et randmarked i det amerikanske boligmarked. Men tre ting har overrasket os:

- 1) Dels, at omfanget af tab på sub primelån ikke blev som skønnet af FED omkring 50-100 mia. \$, men måske nærmere som IMF nu skønner 1.000 mia. \$.
- 2) Dels, at de banker, som havde været med til at konstruere pakningen af lånene, selv havde beholdt de mest risikable af lånene og dermed blev de store tabere, hvilket har skabt en hidtil uset mistillid bankerne imellem.
- 3) Dels, at det har overrasket, at 40% af sub-primetabene har ramt europæiske banker.

Regnskabsresultaterne for 2007/08 er jeg langt fra stolt af. Når Safe aflægger dette regnskab bliver det 3. gang på 21 regnskabsår, at selskabet har underskud. Men må jeg minde om, at investering drejer sig om det lange træk, 5-10-15-20 år. Og her har få gjort det bedre.

"The darkest hour is just before dawn" – sagde Churchill i en af sine taler, hvor det engelske folk var ved at miste modet. Formueplejeselskaberne har nu aflagt i alt 73 årsregnskaber, og det er kun sket én gang, at ét selskab har haft underskud mere end ét år i træk. Og vi er i samme båd: Ejere, ledelse og ansatte i Formuepleje har investeret et trecifret millionbeløb i Formueplejeselskaberne. Investeringer er ikke bare noget vi si'r, det er noget vi gør.

### FORMUEMAGASIN

**Formuemagasinet**  
udgives af Formueplejeselskaberne  
som aktionærorientering.

**Udkommer**  
fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

**Oplag**  
19.000 eksemplarer.

**Magasinets formål er:**

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

**Redaktion**

Direktør Erik Møller (ansvarshavende)  
Kommunikationschef  
Kristian R. Hansen  
Kommunikationskoordinator  
Gitte Wenneberg  
**Grafisk design** Hanne Skov  
**Offsettryk** Zeuner Grafisk  
**Fotografer** Christoffer Håkansson  
Istockfoto  
Polfoto  
Colourbox  
Danmarks Nationalbank  
**Forside** Masterfile/Scanpix

**Bidragydere**

Direktør Erik Møller  
Direktør Brian Leander  
Investeringschef Søren Astrup  
Regionschef Torben Vang-Larsen  
Regionschef Henry Høeg  
Formuerådgiver Anders Bjørnager  
Formuerådgiver René Juul  
Kapitalforvalter Erik Bech  
Kapitalforvalter Peter Brink Madsen  
Kapitalforvalter Jens Rygaard  
Analytiker Anders Lund Larsen

**3. KVARTAL 2008 · 23. ÅRGANG**

Redaktion og kursopdatering  
er afsluttet 27. juni 2008

# Indhold



10



18



28



24



22

## ARTIKLER

- 02 | "Tror I stadig på, aktierne kommer op igen?"
- 04 | Formueplejeselskaberne  
– en billigere pakkeløsning!
- 06 | Når investeringerne tager magten
- 09 | Nyt fra Formuepleje
- 10 | Medicinalindustrien  
– globale muligheder i et politisk minefelt
- 14 | Ny formueanalyse skaber samlet overblik
- 24 | Kunsten stiger  
– men ikke så meget som aktierne
- 28 | En ny verdensorden  
Statsejede fonde rykker magtbalancen
- 32 | Resultater, der tåler sammenligning  
– også før skat
- 34 | Nyt fra Formuepleje
- 35 | Formueplejeselskaberne på tværs
- 36 | Sådan bliver De aktionær
- 38 | 20 års resultater

## MARKEDER

- 16 | Markedsvurdering
- 18 | Aktier
- 20 | Obligationer
- 22 | Valuta

## FAKTASIDER

- 39 | Introduktion til faktasiderne
- 40 | Optimum
- 41 | Pareto
- 42 | Safe
- 43 | Safe VSO
- 44 | Epikur
- 45 | Penta
- 46 | Merkur
- 47 | LimiTellus



# Formueplejeselskaberne

## – en billigere pakkeløsning!



**En vigtig parameter ved investering er omkostningselementet – og her tilbyder Formueplejeselskaberne en konkurrencedygtig pakkeløsning.**

AF BRIAN LEANDER, DIREKTØR, PARTNER, FORMUEPLEJE A/S

Det er vigtigt som privatinvestor at gøre sig en del overvejelser omkring det at investere. Én af faktorerne er selve omkostningselementet ved at bevæge sig ud på de finansielle markeder, og investeringskonceptet i et Formueplejeselskab kan i princippet etableres på forskellige måder:

- 1) Gør-det-selv løsning, hvor man selv etablerer en låneportefølje og køber aktier og obligationer.
- 2) Etabler en låneportefølje og fastlæg selv investeringsstrategien og foretag eksponeringen via nogle af de mange investeringsforeningsafdelinger. Der kan købes næsten alt – lige fra kinesiske aktier til globale ejendomsaktier.
- 3) Vælg et all-in-koncept via en formueforvalter.

### Gør-det-selv

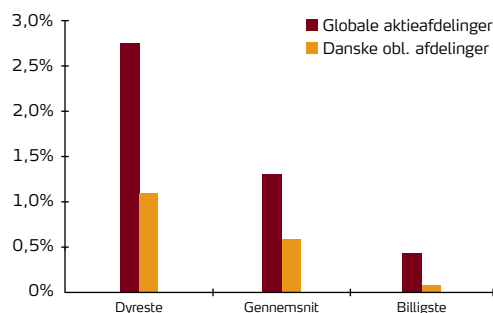
Nu kan det være svært at give en eksakt pris på en "gør-det-selv-løsning". Det koster selvfølgelig rente at låne samt kurtage til banken for at handle. Derudover er der mange faktorer i spil – såsom udenlandske aktier, omsætningshyppigheden på porteføljen, depotgebyrer og andre former for udgifter i forbindelse med den løbende

investeringspolitik. Priser og vilkår er også afhængig af, om man har 1 mio. kr. eller 10 mio. kr. til investering. Afkastundersøgelser viser til gengæld, at man på sigt opnår et dårligere afkast ved selv at investere. En af årsagerne er, at der handles for hyppigt. Til gengæld er der mulighed for at se nærmere på omkostningsstrukturen ved at overlade forvaltningen til en investeringsforening eller en formueforvalter som Formuepleje.

### Investeringsforeninger

Vælges en investeringsforening, er den enkelte investor med til at betale foreningens udgifter til bl.a. porteføljerådgivning, distribution, depotbank, revision, lønninger, markedsføring, bestyrelse og it. De samlede udgifter beløber sig hvert år til adskillige milliarder kroner, men kan også udtrykkes som en procentsats af de administrerede porteføljer. For overskuelighedens skyld er der taget udgangspunkt i afdelinger specialiseret i globale aktier og danske obligationer:

**1** OMKOSTNINGER  
I INVESTERINGSFORENINGER – 2007



For globale aktier er administrationsprocenten i gennemsnit 1,30% og for danske obligationer på 0,60%. Med andre ord koster det årligt ca. 1.300 kr. for hver 100.000 kr., der placeres i aktier og 600 kr. for obligationer. Om det er dyrt eller billigt, må man gøre op med sig selv.



Men min vurdering er, at man som investor opnår en stor spredning og en løbende styring, som både er bedre og billigere, end hvis man valgte en gør-det-selv løsning.

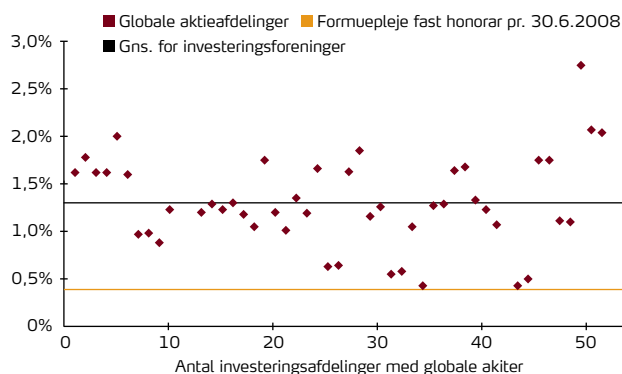
### Formueplejeselskaberne

Formueplejeselskaberne afholder selv udgifter som depotgebyr til banken og værdipapircentralen, revisorudgifter, bestyrelseshonorar m.m. Dertil kommer betalingen til formueforvalteren for den løbende porteføljepleje, der kan opdeles i to poser – en fast og en resultatafhængig:

- 1) Pro anno udgør det faste honorar maksimum 0,50%. Der er indgået en rabataftale, hvorefter minimumhonoraret i de enkelte selskaber nedsættes 5% pr. milliard kroner, selskabet passerer i samlet portefølje. Dog minimum 0,25%. Honoraret beregnes af de forvaltede aktie- og obligationsporteføljer.
- 2) 10% resultathonorar, når der er overskud (9% til Formuepleje A/S og 1% til selskabets direktion). I perioder med underskud betales intet resultathonorar, og underskuddet skal først tjenes ind, før der igen beregnes resultathonorar.

Tager vi alle Formueplejeselskaberne under eet i regnskabsåret 2007/08, og sammenligner dem med de investeringsafdelinger, hvor investeringsprofilen er globale aktier, fås følgende omkostningsbillede:

## 2 ADMINISTRATIONSPROCENT – 2007



De enkelte investeringsafdelinger med globale aktier er markeret med bordeaux prikker, mens gennemsnittet på 1,3% er den sorte vandrette linje. I regnskabsåret 2007/08 har Formueplejeselskaberne en fast kapitalvægtet administrationsprocent på 0,39% markeret ved den orange linje. Der er ingen resultatmæssige honorarer i perioden pga. underskud på investeringerne.

### En reel sammenligning

Er det en reel sammenligning, når en del Formueplejeselskaber øger investeringerne ved brug af valutalån? Svaret er klart JA, for det er ikke egenkapitalen som forvaltes, men

derimod de samlede investeringer. Hvis en investor har 100.000 kr., og låner yderligere 100.000 kr., er der i alt 200.000 kr. at investere for. Hvis alle pengene investeres i aktiebaserede investeringsforeninger, udgør administrationsomkostningerne omkring 2.600 kr. Beløbet fremkommer ved at gange gennemsnitsatsen for aktieinvesteringsforeninger på 1,3% med 200.000 kr. Selvom investeringerne dermed øges, er administrationsprocenten fortsat 1,3% (2.600 kr. / 200.000 kr.). Samme princip gælder i Formueplejeselskaberne – blot med den forskel, at det er selskabet og ikke investoren, som optager lånet.

### Forskellen og valget

Nu er det nemt at regne forskellen ud på administrationsprocenter, men det er selvfølgelig også vigtigt at pointere, at man som investor i et Formueplejeselskab får meget mere end en fasttømret investeringsstrategi i en investeringsforening. Forskellen er især:

- Asset Allocation – eller på dansk en dynamisk fordeling mellem aktier og obligationer. Hvis vi vurderer, at aktier er dyrt prisfestsatte, favoriseres obligationsandelen og vice versa. Der kan alternativt anvendes finansielle instrumenter til at afdække og styrke investeringsstrategien.
- Valg af enkeltaktier, branchevægtning eller geografisk spredning følger ikke slavisk et bestemt indeks. Vi tør at fravælge en branche eller et område, hvis ikke vi finder afkast-risiko forholdet tilstrækkeligt attraktivt.
- Alle Formueplejeselskaber med undtagelse af Optimum og LimiTellus anvender konservativ brug af fremmedfinansiering, hvor låneprovenuet investeres i danske obligationer med det formål at forbedre afkastet. Der har gennem de senere år med succes været anvendt en kombination af schweizerfranc, yen, US-dollar og euro.
- Aktiv styring af renterisikoen på obligationsbeholdningen – her gælder ligeledes, at der ikke investeres efter et bestemt obligationsindeks, men udfrå en fundamental værløring af renteforholdene. Oven i købet kan der indenfor givne rammer etableres en negativ varighed, så der tjenes penge, selvom obligationskurserne falder.
- Fokuseret skattestyling på alle investeringstyper og valutapositioner optimerer nettoafkastet for den enkelte investor.

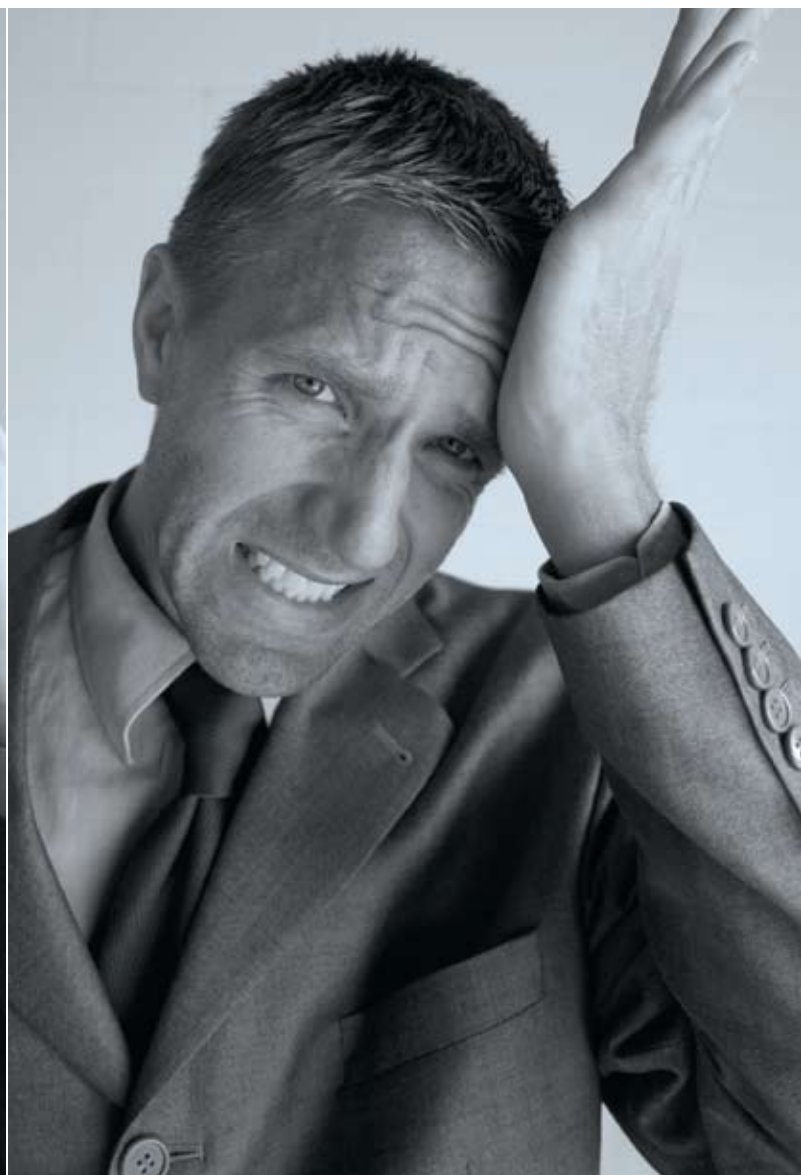
Så er vi ved det centrale: At man som investor både vil have lave omkostninger og et fornuftigt afkast. Omkostningerne er beskrevet på disse sider, og her er Formuepleje konkurrencedygtig i sammenligning med andre formueforvaltere. Hvad angår de opnåede afkast henvises til vores Mission på side 32 og 33.

# Når investeringerne tager magten



At påtage sig risiko er én ting. Noget andet er at opleve smerten, når kurserne falder. I det mentale bogholderi er opfattelsen af tab størst.

AF HENRY HØEG, REGIONSCHEF, FORMUEPLEJE A/S



Langsigtede investorer har et andet forhold til kursbevægelser end kortsigtede daytraders. Normalt har det været med et smil på læben, hvis man hørte om investorer, der modtog en SMS på mobiltelefonen hver gang, kurserne ændrede sig med et vist niveau. Men faldene i aktiekurserne det seneste års tid har akkumuleret sig til et historisk højt niveau. Også mange langsigtede investorer er blevet bekymrede for deres investeringer. En bekymring, der pludselig fylder mere, end man egentlig havde regnet med på forhånd.

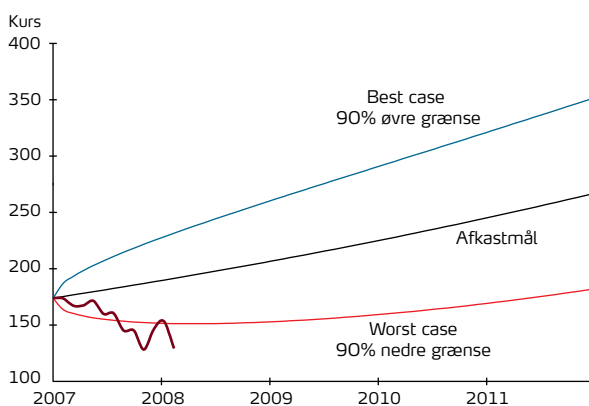
I Formuepleje har vi mange aktionærer, som har investeret i Formueplejeaktier i mange år. Købte man Formuepleje Safe fra starten i 1988, er afkastet i dag ca. 14% p.a. Da Safe lå på toppen sidste år, var afkastet ca. 16% p.a. i de 19 år. For disse investorer opfattes den nuværende situation næppe specielt alvorlig. De har prøvet det før, da vi oplevede lignende scenarier fx i forbindelse med Rusland/Asienkrisen i 1998. For nye aktionærer fra 2007 er situationen en anden. Kursværdien er faldet væsentligt i forhold til den oprindelige anskaffelseskurs. Købte man Formuepleje Safe den 1. juli 2007, er kursen i skrivende stund faldet med 25%.

### Sommeren 2007

Lad os skrue tiden og situationen tilbage til sommeren 2007. Da investeringen blev foretaget, stod De overfor følgende information:

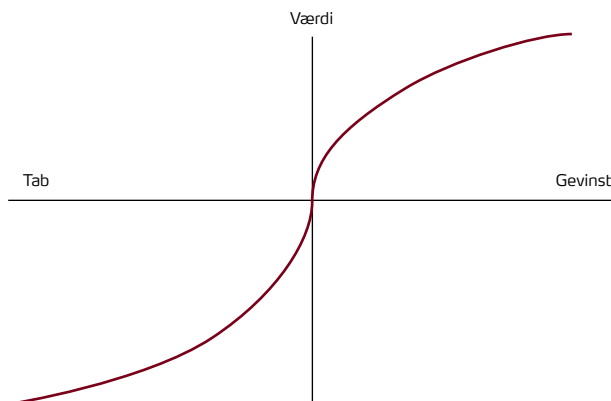
- Det budgetterede afkast er 10% p.a. svarende til 60% afkast over 5 år.
- Tabsdeklarationen hedder maks. tab på 15% efter 3 år med 90% sandsynlighed.
- Det opstillede udfaldsrum var som vist i figur 1. Da Safe historisk har ligget med et højere afkast end det budgetterede, har Deres håb måske været den øverste blå "best-case" kurve – velvidende, at risikoen var den nederste røde kurve og det budgetterede afkast den sorte kurve.

### 1 UDFALDSRUM FORMUEPLEJE SAFE 1.7.2008



Desværre viste de kommende måneder frem til i dag at være "worst-case". 90% -sandsynligheden fik endda sat sit fingeraftryk ved, at den faktiske udvikling er nedenunder "worst-case" kurven.

### 2 MENTAL OPFATTELSE



#### Oplevelse af at miste værdi

Samtidig med, at kursværdien af det investerede beløb er faldet, er hverdagen kommet til at se anderledes ud:

- Der står "til salg" skilte op ad villavejen – det gjorde der ikke for et år siden.
- De fleste overskrifter i avisen er negative i tonen – dommedagsøkonomerne hitter hos journalisterne.
- Ægtefællen, som aldrig tidligere har spurgt til værdipapirerne, spørger nu og kritiserer måske.
- De er langsigtet, men kan ikke lade være med at hovedregne på, at såfremt faldene fortsætter igen og igen og igen, så er det hele tabt.
- De har en fornemmelse af fortrydelse over den investering, De har foretaget. "Hvorfor solgte jeg ikke det hele til nytår, da faldene var begyndt, eller hvorfor investerede jeg overhovedet"?

De accepterede for 1 år siden et udfaldsrum for deres investering. Det blev den værste ende af udfaldsrummet, der indtraf, og oplevelsen blev værre end det, De havde håbet på. De investerede langsigtet, men følelsen er nu blevet kortsigtet.

Ovennævnte punkter er observationer, jeg har gjort hos aktionærer. Men det er på ingen måde nogen unik erfaring. Der skal ikke bruges mange minutter på biblioteket for at finde tusindvis af litteratursider, der præciserer det faktum, at selv ikke-realiserede tab på værdipapirer fylder meget i menneskets bevidsthed. Når kursværdien på værdipapirer falder, fornemmer investor det oftest værre, end troet på forhånd. Økonomer og psykologer har i mere end 30 år kortlagt, hvordan vi har det, når investeringerne giver underskud. Professorerne Kahnemann og Tversky kortlagde dette fænomen helt tilbage i 1979. I figur 2 er essensen i deres analyse skitseret. Ud fra en udgangssituation kan tab og gevinster opgøres. Logisk og regnskabsmæssigt set er værdien af tab og gevinst en ret diagonal linie i diagrammet. Men i det mentale bogholderi ser opfattelsen anderledes ud. Sammenhængen er knækket og S-formet. Det betyder, at den mentale opfattelse af værdien af tab og gevinst til et vist

&gt;&gt;

punkt overdrives i begge retninger, og overdrivelse er værst i negativ retning. Dette skal ikke misforstås med den almindelige nytte-teori, som tager udgangspunkt i aftagende nytte ved højere formue. Har man en formue på 50 mio. kroner, er nytten ved at tjene yderligere 50 mio. kroner naturligvis mindre end den negative nytte ved at miste det hele.

Kahnemann og Tversky har konstateret, at oplevelsen sker med udgangspunkt i et referencepunkt, som i mange tilfælde kan være fuldstændig ligegyldigt og tilfældigt valgt. Ofte kan referencepunktet være den oprindelige anskaffelseskurs på en investering - en investering, som i øvrigt ikke fylder væsentligt i den samlede økonomi. Et tab eller en gevinst på denne investering får lov at fylde overdrevent meget i vores bevidsthed.

### Eufori og fortrydelse

Eufori ved at have tjent på værdipapirer giver en tilfredsstillelse, der overstiger den reelle økonomiske værdi. Fortrydelsen og frygten for at have taget fejl efter et kursfald er endnu mere overdrevet i vores opfattelse.

Kahnemann, Tversky og mange andre forskere i "Behavioral Finance" konkluderer oftest, at det betyder, at investorer sælger noget med gevinst for at kunne fejre sejren. Modsat sælger investorer sjældent noget med tab, da "smerten" ved at realisere et tab er meget slem. Denne aversion mod tab er skitseret i tekstboks 1.

### Hvad nu?

Det sidste halve år har givet mange investorer erfaring og bedre kendskab til egen risikovillighed. Når markedet igen bliver normalt med stigninger i aktiekursen som den almindelige dagsorden - så husk hvordan det var i 2007 og 2008! Lad være med at overdramatisere. Hvis en investering er faldet med 10% på en måned, er det irrelevant at gange op og frygte, at den er 0 kroner værd efter 10 måneder. Det er ligeså irrelevant at tro på, at en stigning på 10% på en måned kan fortsætte i mange år.

Forholdene vil normaliseres igen og "smerten" ved tab vil forsvinde. Det afgørende er, at der kun er foretaget sunde og på lang sigt bæredygtige investeringer og ikke modeprægede investeringer. Til den tid vil De se tilbage på 2007 og 2008 som et tidspunkt, hvor bekymringen for Deres investering havde fået lov at fylde for meget i Deres bevidsthed og dagligdag.

#### KILDER:

Robert A. Olsen: Behavioral Finance and its implication for Stock-Price Volatility. Financial Analyst Journal, april 1998.  
Kahneman og Tversky: Prospect Theory: An Analysis of decision Under Risk. Econometrica, 1979, årgang 42.

#### 1)

Kahnemann og Tversky understøttede asymmetrien i figur 2 ved at lave forsøg på forsøgspersoner: De blev stillet overfor følgende spørgsmål:

Hvad vil du helst have:

- a) 80% sandsynlighed for at vinde 4.000 kroner eller
- b) 100% sandsynlighed for at vinde 3.000.

Den statistiske sandsynlighed i a) er 3.200 kroner men 80% af de adspurgte valgte b). Rationelt er a) et bedre alternativ end b), men dette kan forklares med almindelig risikovillighed. Hellere få 3.000 kroner helt sikkert end "forventet" 3.200 kroner.

Men paradokset opstår, når samme forsøgspersoner tilbydes følgende alternativer:

- a) 80% risiko for at tabe 4.000 kroner eller
- b) 100% risiko for at tabe 3.000 kroner

Den statistiske sandsynlighed i a) er 3.200 kroner, og derfor et farligere valg end b), men alligevel valgte 92% af de adspurgte alternativ a).

Altså, når der var tale om tabsrisici, blev forsøgspersonerne mere risikovillige end ved gevinster. Pludselig vil man øge sin risiko i et forsøg på at undgå et tab. Smerten ved at tabe er så stor, at man vil gøre alt for at undgå den. I fagsprog karakteriserer man dette fænomen ved, at investorer har mere aversion mod tab end mod risiko.

#### 2)

Øvrige konklusioner fra litteraturen om behavioral finance:

- Investorer er adaptive - det vil sige omgivelserne har stor betydning for valget af investering. Fællesskab er vigtigt. Dette fænomen er med til at skabe bobler, som vi så det med IT-boblen i 1999-2000. Det, at andre havde store gevinster på aktierne gjorde, at man selv ville deltage.
- Vi overvægter information, som bekræfter egen position og undervægter information, som går mod egen position. Bedste eksempel på dette er det nyetable-rede par, som er ved at købe hus. De overvejer sikkert grundigt med deres rådgiver, om de skal tage fast rente eller variabel rente på huslånet, som bliver den største post i deres balance. Men faktum er, at risikoen for skilsmisse indenfor de næste 5 år er omkring 30% og er en tikkende bombe under ethvert nyetable-rede pars økonomi.



# Nyt fra Formuepleje



## FORMUEPLEJE STYRKER ORGANISATIONEN

**Erik Bech** er ansat som kapitalforvalter i Formueplejes investeringsteam i Århus. Erik er 36 år og uddannet HD i finansiering. Han kommer fra en stilling som seniorrådgiver i Jyske Markets, hvor han har haft ansvar for obligationsporteføljer og for en række af bankens største kunder indenfor obligationer og andre renteprodukter. Erik har arbejdet i Jyske Markets i mere end 8 år, og har før den tid været ansat i Sparbank Vest.

**Anders Henrik Jensen** er ansat som controller i Formueplejes regnskabsafdeling. Anders er 30 år og uddannet merkonom i økonomistyring. Han kommer fra en stilling som regnskabsassistent hos Vestas Wind Systems A/S, hvor han i 6 år har varetaget adskillige regnskabsfunktioner i koncernen. Anders har senest haft egne ansvarsområder i moderselskabets regnskab og været ansvarlig for investeringsrapportering.

## Ny præsentationsbrochure

Vi har brugt 20 år på at udvikle konceptet bag Formueplejeselskaberne. Få har skabt mere attraktive afkast i disse 20 år, men vi arbejder hver dag på at forfine og tune konceptet. I vores nye præsentationsbrochure "Formue fortjener pleje" har vi samlet den vigtigste information om Formueplejeselskaberne og vores unikke investeringsmodel. De er velkommen til at bestille brochuren på [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk) eller [info@formuepleje.dk](mailto:info@formuepleje.dk)



## Jubilæumsudgave af Formuemagasinet

I anledning af Formuepleje Safes 20 års jubilæum den 1. maj 2008 udkom Formuemagasinet i en jubilæumsudgave fyldt med artikler fra de senere års udgivelser.

Bestil gratis eksemplar på [formuemagasin.dk](http://formuemagasin.dk).

## Formuemagasin.dk

Formuemagasinet har fået sin egen hjemmeside, hvor De kan læse nye og gamle artikler i en meget brugervenlig opsætning.

De kan søge i arkivet, udskrive artikler, hente en PDF-version, tippe en ven eller bestille et trykt eksemplar.



# Medicinalindustrien

## – globale muligheder i et politisk minefelt



**På overfladen en attraktiv investering, men medicinalindustrien er også en hårdt reguleret industri, hvor de politiske vinde blæser kraftigt. Netop industriens udfordringer byder dog også på de bedste investeringsmuligheder.**

AF PETER BRINK MADSEN, KAPITALFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

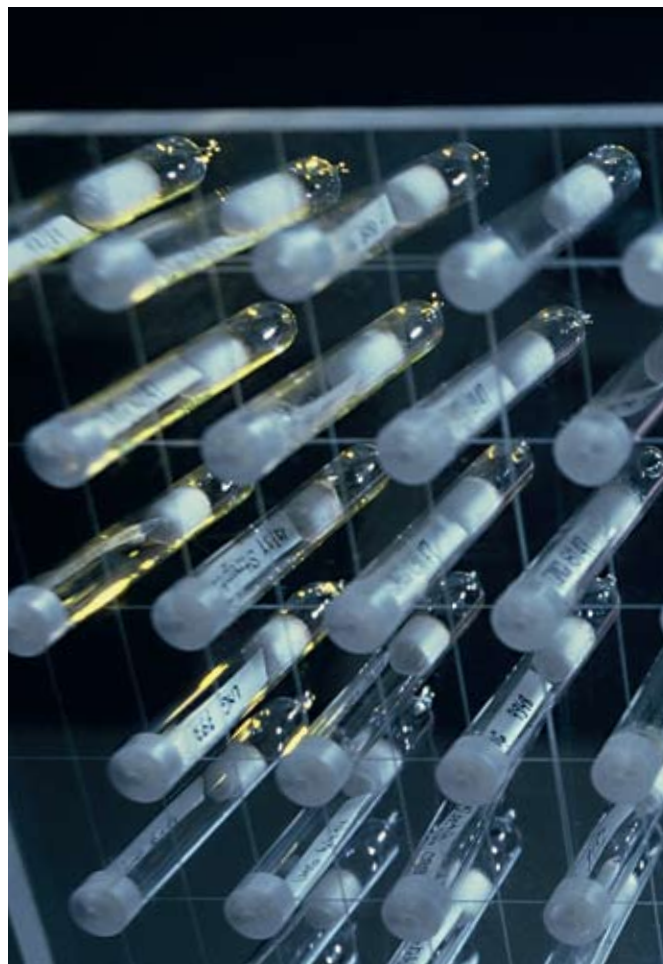
### Rigere, ældre og federe...

Umiddelbart synes forudsætningerne for en massiv indtjeningsvækst i medicinalindustrien at være til stede. Industriens kernekunder, de ældre, udgør allerede i dag en stor andel af befolkningen – en tendens, der vil blive kraftigt forstærket de næste mange årtier. Vores øgede velstand rykker den etiske definition af, hvor meget et menneskeliv er værd. Samtidig vil befolkningen i udviklingslandene ikke stå tilbage for os i den vestlige verden og har sammen med øget velstand adopteret vores velstandsrelaterede sygdomme.

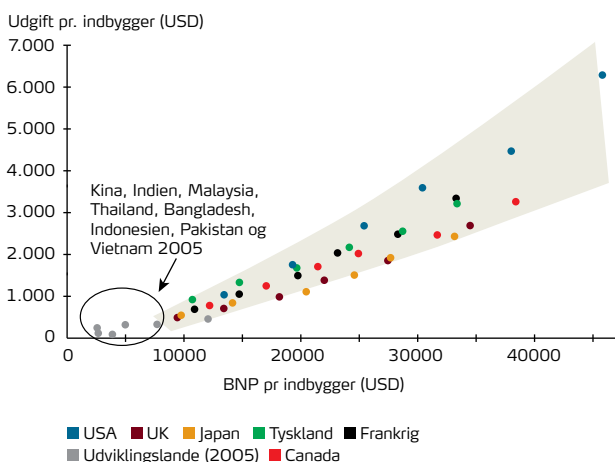
### Én krone tjent – mere end én krone brugt

Erfaringerne fra den vestlige verden giver et klart billede af den kommende udvikling i en meget befolkningstung gruppe af udviklingslande. Øget velstand materialiserer sig i øgede udgifter til sundhed – endda i et eksponentielt forhold.

Landet med de højeste sundhedsomkostninger er ubestridt USA, som også tager prisen for det mest inefficente sundhedssystem. Her går hele 18% af BNP i dag til sundhedssektoren mod 9% i Europa og 4-5% i udviklingslandene. Udgifterne pr. indbygger vil i 2015 for USAs vedkommende være vokset til over 20% af BNP og 12.500 USD pr. indbygger – en fordobling fra i dag. Og præcist her ligger mulighederne, men samtidig også udfordringerne for medicinalindustrien. For hvem skal betale?



## 1 UDVIKLINGEN I VESTLIGE LANDES BNP OG SUNDHEDSUDGIFTER 1980-2005



Kilde: OECD Health Data 2007, WHO Health Statistics 2008 og IMF.

### Flere til at nyde – færre til at yde

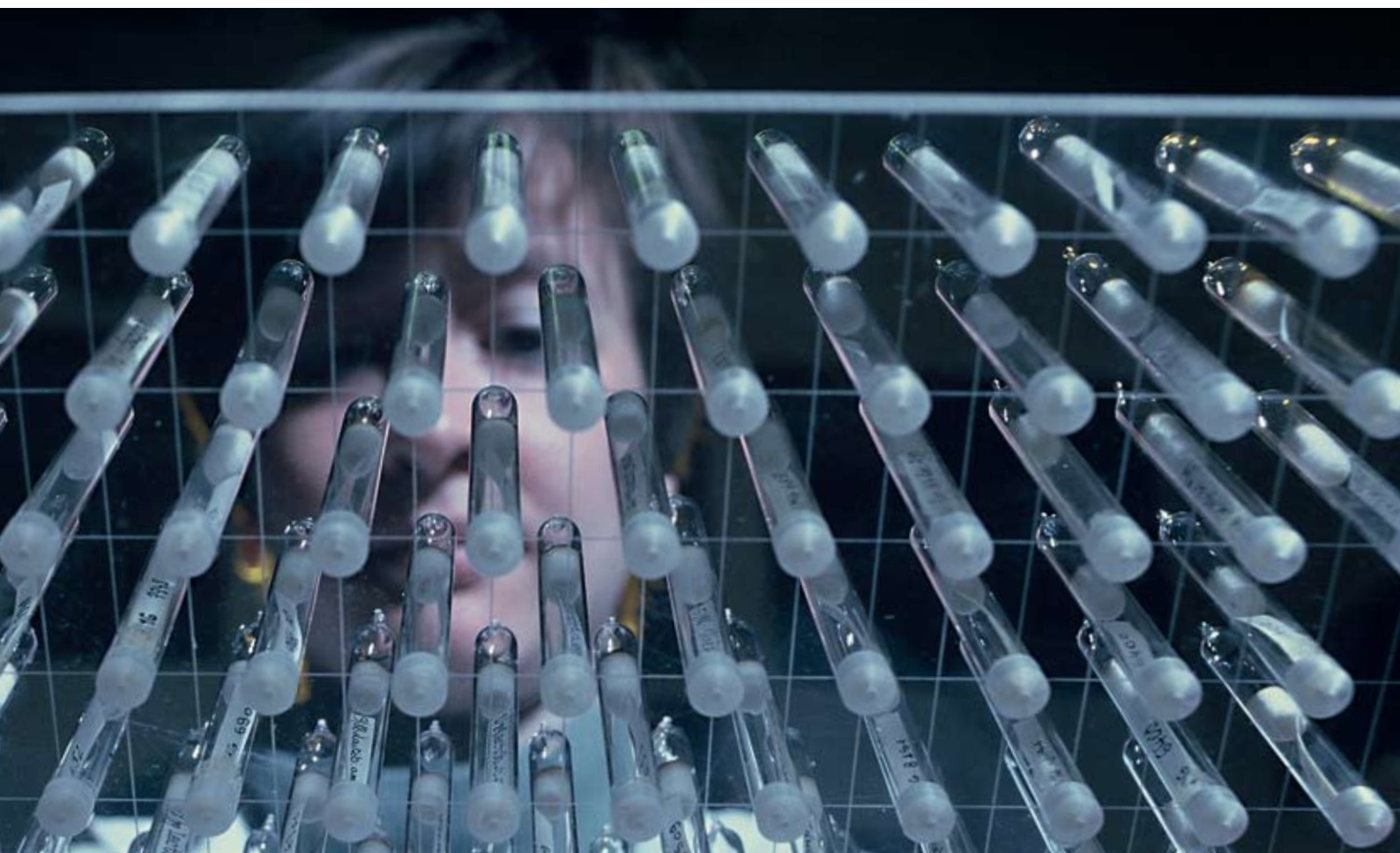
Stigende udgifter til sundhed er et globalt problem, og den forventede udvikling i fordelingen mellem antallet af ældre og antallet af erhvervsaktive for Europa kan overføres til mange vestlige økonomier. Der bliver flere til at forbruge sundhedsydelse og færre til at betale regningen. Dertil kommer det faktum, at befolkningsgruppen over 65 år genererer næsten halvdelen af de samlede sundhedsomkostninger<sup>1</sup>.

Sundhedsomkostninger, der vokser kraftigere end den generelle økonomi er nu en meget reel samfundsmæssig trussel – en gordisk knude. Undersøgelser fra USA viser, at de stigende sundhedsomkostninger er den næststørste bekymring blandt amerikanske topchefer, og at hele 71% ser dette som en trussel for den pågældende virksomheds fremtid<sup>2</sup>.

### Medicinalindustrien – fjende nummer ét?

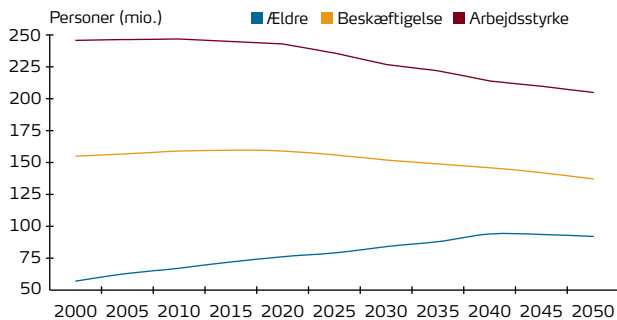
De stigende sundhedsomkostninger har sat medicinalindustrien under kraftig beskydning. Men stik mod den gængse opfattelse udgør de direkte omkostninger til medicin langt fra den største andel.

>>





## 2 UDVIKLING I ANTALLET AF ÆLDRE, ARBEJDSSTYRKE OG BESKÆFTIGELSE FOR EU TIL 2050



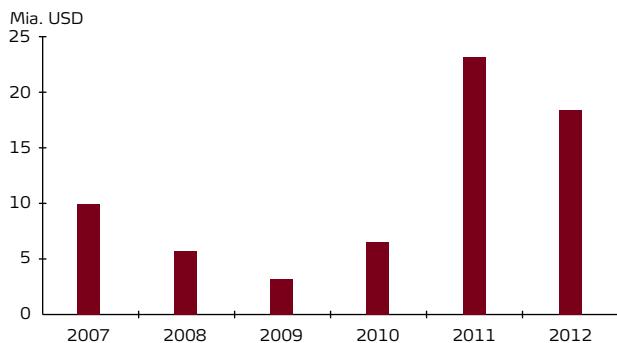
Kilde: Europa Kommissionen, EPC/ECFIN/630-EN

Billedet fra USA viser, at ca. 10% går til receptpligtig medicin, mens hospitals- og lægeydelser samt administration opsluger ca. 60%. Ikke desto mindre er medicinalindustrien udråbt som den store skurk og er under kraftig lovgivningsmæssige regulering.

### Regulering og det sorte hul

Udfordringerne for medicinalindustrien synes at hobe sig op, men ekstern regulering er måske ikke den største trussel mod de globale medicinalgiganter.

## 4 PATENTUDLØB FOR DE 10 STØRSTE MEDICINALSELSKABER TIL 2012



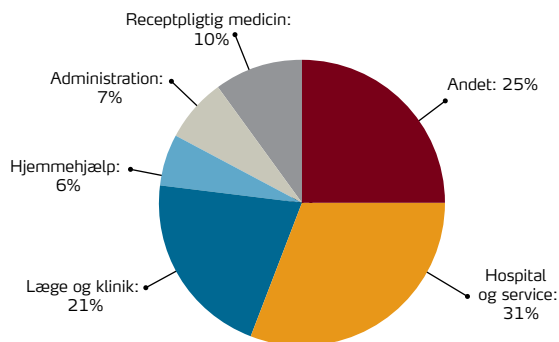
Kilde: Bernstein Research og Formuepleje

Patentudløb har igennem mange år været et latent problem for medicinalindustrien. Men nu er problemet ved at materialisere sig. For de største aktører i industrien betyder det, at op mod 25% af omsætningen frem mod 2012 er i fare, da denne ikke længere vil være beskyttet af patent. Dette er ikke et problem, der forsvinder i 2012, men vil løbende være en udfordring i hele det næste årti.

### Innovationen der udeblev

Hjertet og sjælen i alle medicinalsekskaber er evnen til at udvikle nye lægemidler, og industrien har brugt store ressourcer på at udvikle potentielle lægemiddelskandidater i den såkaldte pipeline til færdige produkter, der kunne erstatte de ramte patentudløb. Udviklingen af et lægemiddel tager 10-15 år, og kun to ud af ti lægemidler opnår at tjene udviklingsomkostningerne hjem<sup>3</sup>.

## 3 SUNDHEDSOMKOSTNINGER, USA 2007



Kilde: www.cms.gov

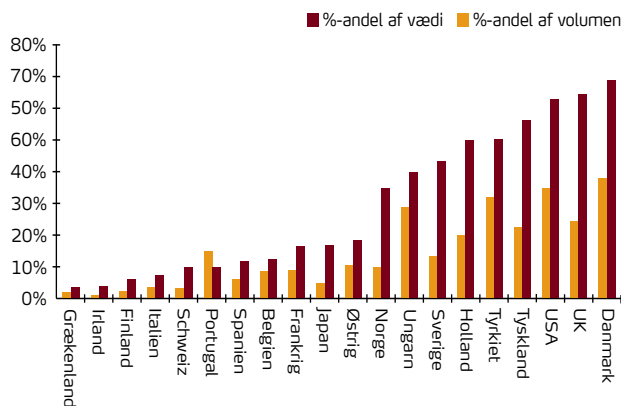
Innovationen har imidlertid været faldende trods massive udviklingsbudgetter på op til 20% af omsætningen. Samtidig har øget fokus på sikkerhed fra de offentlige instanser betydet færre produktgodkendelser og længere udviklingstid, hvilket har reduceret den effektive patentbeskyttelsesperiode til 11 år<sup>4</sup>. Dermed bliver det økonomiske potentiale formindsket.

### Den enes død...

Det store spørgsmål er naturligvis, hvordan man som investor investerer og navigerer i en industri som på den ene side indeholder et stort potentiale de næste mange år, men som samtidig er et politisk og etisk minefelt. Et meget interessant område er kopimedien, også benævnt generika. Patentudløb, som rammer medicinalproducenterne, giver store muligheder for producenter af generika. Mulighederne for generikaproducenterne skal betragtes i to dimensioner. Den ene er de fremtidige muligheder, der opstår fra produkter, der fremadrettet løber af patent jvf. figur 4. Den anden dimension er muligheden for at tage markedsandele fra produkter, der allerede er løbet af patent.

Figur 5 giver et klart billede af et stort potentiale på mange europæiske markeder samt det japanske. Danmark og USA er blandt de lande med mindst potentiale, idet generika allerede har en høj markedsandel – drevet af offentlig regulering. Det latinamerikanske og det asiatiske marked for generika forventes at vokse med 10-12% de næste fire år<sup>5</sup>.

## 5 GENERIKAS MARKEDSANDELE I USA, EUROPA OG JAPAN



Kilde: Bernstein Research og Formuepleje





### Den generiske løsning

Generelt set kan generikaproducenter kopiere et lægemiddel, når dette løber af patent, hvilket reducerer prisen til 5-70% af originalproduktet. Generikaproducenterne kan lave en profitabel forretning på trods af de lavere salgspriser, da de hverken skal foretage kliniske tests eller afholde udviklingsomkostninger.

### Advokater frem for forskere

Lovgivningen i USA gør det ligeledes muligt for generikaproducenterne at bestride patenter gennem juridiske slagsmål og dermed opnå 180 dages eksklusivitet – et meget profitabelt forretningsområde for de største generikaproducenter med tilstrækkelige juridisk ekspertise. Konkurrencen er imidlertid hård, og der er stor forskel på hvilke sygdomsområder, der er attraktive.

### Medicinalselskaberne til modangreb

I gennem flere år har de store medicinalselskabers svar på patentudfordringen været at opprioritere forskning samtidig med, at rationaliseringsplaner er blevet sat i søen. Resultaterne er generelt set udeblevet, og tendensen går mod at se nærmere på mulighederne indenfor generika både gennem opkøb og lancering af kopiversioner af egne produkter.

### Biosimilars – den store mulighed?

Generika, som vi kender det i dag, er baseret på simple molekyler. Imidlertid er flere og flere produkter, bl.a. til behandling af cancer, baseret på biologiske organismer. Disse produkter har hidtil været forskånet fra generisk konkurrence, da disse er langt sværere at efterligne, hvilket har medført lovgivningsmæssige restriktioner af sikkerhedsårsager. Lovgivningen synes imidlertid nu at blive blødt op på biosimilars. Europa har allerede taget de første skridt og USA ventes at følge efter. Området repræsenterer en meget attraktiv mulighed for de dygtigste generikaproducenter gennem lavere konkurrence på området og bedre profitabilitet.

### Spredning er redning

I en medicinalektor præget af høj usikkerhed på den fremtidige indtjening og af høj politisk risiko har vi valgt at sprede investeringer på en række selskaber. Vi ønsker at opnå en høj eksponering mod de største aktører indenfor generika gennem positioner i de tre følgende selskaber:

#### • Teva Pharmaceuticals

Verdens største generikaproducent – global tilstedeværelse

#### • Barr Pharmaceuticals

I top fem blandt generika med høj eksponering mod det interessante europæiske marked samt stærke kompetencer indenfor biogsimilars.

#### • Novartis

Global medicinalproducent og ejer af Sandoz – verdens næststørste generikaproducent.

Giver det anledning til bekymring, at et selskab som Novartis hovedsageligt er et globalt medicinalselskab? Nej, for det afgørende er i sidste ende prisen, og selv om mange medicinalselskaber vil være i massiv modvind de næste par år, er enkelte af disse selskaber ganske enkelt blevet for billige. Budskabet er, at eksponering i sektoren skal spredes, og samlet set skal eksponeringen være høj.

#### KILDER:

- 1) Europakommissionen, EPC
- 2) Bank of America Business Capital, 2008 CFO Outlook
- 3) [www.innovation.org](http://www.innovation.org)
- 4) Et patent er gældende for 20 år, men søges i udviklingsperioden, hvorfor den effektive periode hvor et færdigt lægemiddel er patentbeskyttet bliver reduceret i takt med længere udviklingstid. Kilde: Profile 2008, Phrma.org.
- 5) IMS



# Ny formueanalyse skaber samlet overblik



**Mange opgiver at skabe overblik over den økonomiske situation, men nu er der hjælp at hente til komplekse formuer.**

AF ANDERS BJØRNAGER, FORMUERÅDGIVER, FORMUEPLEJE A/S

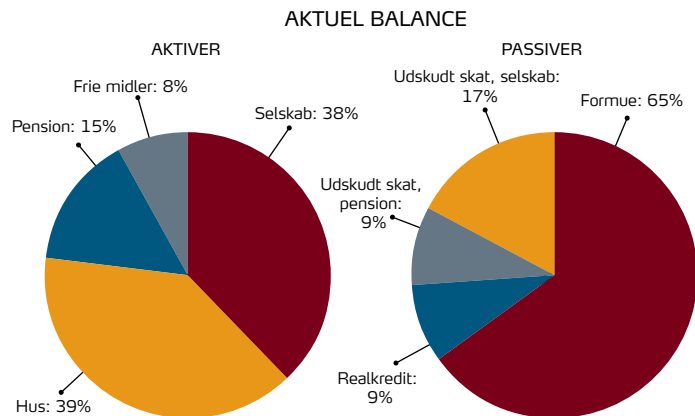
Investering er efterhånden blevet så kompleks en størrelse, at mange desværre helt opgiver at sætte sig ind i det virvar af nye produkter og skatteregler, som hele tiden dukker op. Det betyder, at formuen i mange tilfælde er inoptimalt sammensat. Men nu er der hjælp at hente.

## Overblik giver tryghed

Formueplejes nye formueanalyse skaber et samlet overblik over Deres aktuelle økonomiske situation og anviser veje til den optimale sammensætning af Deres samlede portefølje. Målsætningen er at skabe det højest mulige afkast i

forhold til Deres risikoholdning og under hensyntagen til de skattemæssige forhold.

Vi udarbejder formueanalysen på baggrund af en grundig rådgivningssamtale, hvor De fortæller om Deres samlede indkomst/formueforhold, investeringshorisont, risikoholdning og likviditetsbehov. I denne fase er det Dem selv, der besidder den nødvendige viden, da investeringsrammerne skal afspejle Deres ønsker og behov for fremtiden. Formuerådgiveren kan herefter ved hjælp af formueanalysen optimere afkastet på baggrund af Deres investeringsrammer. Ansvarsfordelingen mellem Dem som investor



Formueanalysen tager udgangspunkt i en samlet opgørelse af alle Deres aktiver og passiver og anviser veje til den optimale formuesammensætning



og os som formuerådgivere er således klart defineret. Som rådgivningsværktøj tager Formueanalysen sit udgangspunkt i Deres totale balance med inddragelse af finansielle aktiver og passiver, human kapital<sup>1)</sup> samt udskudt skat. Analysen inddrager balancesammensætning, aktivfordeling herunder opdeling i skattemiljøer, den aktuelle porteføljes forventede afkast og risiko samt konsekvenser ved omlægning af porteføljen.

Ved at inddrage totalbalancen, kan formueanalysen på baggrund af aktiver og passivers karakteristika sammenholdt med Deres risikoholdning, give en konkret anbefaling på den optimale formuesammensætning.

#### Konkrete anbefalinger

På baggrund af den udarbejdede formueanalyse tilbyder vi en omfattende økonomisk rådgivning med udgangspunkt i Deres aktuelle økonomiske situation, herunder en second opinion af Deres nuværende portefølje. Formueanalysen munder ud i en konkret anbefaling af den optimale porteføljesammensætning, som giver det højeste forventede risikostjerede afkast under hensyntagen til Deres risikoholdning og skattemæssige situation.

Vores rådgivning er altid helt uforbindende for Dem – og altid uden honorar. Udarbejdelse af formueanalysen kræver dog et så stort forarbejde og efterfølgende behandling, at vi forbeholder analysen for interesserede, der kan investere fem millioner kroner eller mere.

Kontakt os gerne på tlf. 87 46 49 00 for at aftale et møde – hjemme hos Dem eller på vores kontorer i Århus og København.

1) Værdien af fremtidige arbejdsindkomster

#### FORMUEANALYSENS FASER

##### Aktionærens oplysninger

- Formue- og indkomstforhold
- Investeringsramme: Risikoholdning, investeringshorisont, likviditetskrav, skat m.m.

##### Aktuel balance

- Aktiver: Ejendom/grunde, pension, frie midler og/eller selskab
- Passiver: Realkreditlån, øvrige lån og udskudt skat
- Formue

##### Aktuel portefølje

- Overordnet fordeling af aktiver
- Fordeling af aktiver i skattemiljøer

##### Afkast-risiko på nuværende portefølje

- Forventet afkast og risiko nuværende portefølje
- Placering i forhold til alternative investeringsmuligheder
- Udfaldsrum: Mest sandsynlige udfald samt best og worst case med 90% sandsynlighed

##### Forslag til ny portefølje

- Ny aktivfordeling
- Ændringsforslag / Handlingsplan

##### Afkast-risiko på ny portefølje

- Forventet afkast og risiko på ny portefølje.
- Placering i forhold til alternative investeringsmuligheder
- Ændring i afkast og risiko i forhold til nuværende portefølje
- Udfaldsrum: Mest sandsynlige samt best og worst case med 90% sandsynlighed

# Rising fuel costs

## Uroen ulmede



**Frygten for nye kredittab i bankerne og en kraftigt stigende oliepris sænkede aktierne i juni. Vores vurdering er, at uroen gradvist vil lægge sig hen over sommeren.**

AF SØREN ASTRUP, INVESTERINGSCHEF, PARTNER, FORMUEPLEJE A/S

Agendaen på finansmarkederne var i 2. kvartal fortsat præget af kreditkrisen og bekymringer om vækstafbøjning og afmatning. Nervøsiteten i markedet betød igen store kursudsving. Så mens april bød på særdeles kraftige kursstigninger, blev disse desværre udhulet i juni, hvor frykten igen fik overtaget på aktiemarkederne.

Vores vurdering er, at uroen gradvist vil lægge sig hen over sommeren, hvilket bliver til gavn for afkastet i Formueplejeselskaberne. Set over kvartalet blev resultaterne i Formueplejeselskaberne således blandede. Fra -1,6% i Optimum til +2% i Merkur. Dette skal dog ses i lyset af faldende aktie- OG obligationsmarkeder. De selskaber, som anvender fremmedfinansiering nød godt af den faldende schweizerfranc (CHF), som delvist kunne kompensere for den sure stemning på aktie- og obligationsmarkedet.

Valutabevægelser	Seneste kvartal	Seneste år
CHF	-2,5%	3,0%
USD	0,2%	-13,9%
JPY	-5,9%	-0,1%

### Man har et standpunkt...

Frygten for *recession*, som var det altdominerende tema på rentemarkederne i 1. kvartal, blev i 2. kvartal afløst af en udtalt frygt for høj og vedvarende *inflation*. Stemningen skiftede 180 grader fra et fokus på, hvor meget den europæiske centralbank (ECB) mon ville sætte renten *ned* til et fokus på, hvor meget ECB nu ville sætte renten *op*. Dette resulterede i, at den toneangivende 10-årige danske rente steg med ca. 0,75%-point – den kraftigste kvartalsvise rentestigning siden 2. kvartal 1994!



### Hyperinflation og olieboble?

Hovedårsagen til den stigende inflationsfrygt skal findes i de kraftige prisstigninger på olie og fødevarer. Olieprisen er fordoblet de seneste 12 måneder og alene i 2. kvartal steg den 40%. Med baggrund i det lavere vækstgear, de vestlige økonomier kører i pt. og den høje oliepris – som i sig selv virker vækstdæmpende - burde ECB næppe være bekymrede for inflationen på lidt længere sigt. Problemet er, at ECB vil gøre alt for at tøjle inflationsforventningerne her og nu, så de kraftige prisstigninger på olie- og fødevarer ikke forplanter sig til kraftige lønstigninger.

Den amerikanske centralbank står i et tilsvarende dilemma, hvor de kraftige olieprisstigninger spænder ben for, at renterne kan sættes længere ned - så væksten kan skubbes yderligere i gang.

Der kan næppe herske uenighed om, at globaliseringen, øget udbygning af infrastruktur og højnet levestandard i tidligere 3. verdenslande er med til at sætte skub i olieefterspørgslen. Og da olie er en knap ressource, kan det være plausibelt med en vis prisstigning, indtil der gøres nye oliefund eller energiforbrugerne substituerer til andre energikilder. Olien har for længst mistet sin uskyld som simpel råvare og inputfaktor til industrien som følge af de markante daglige prisudsving og prisstigninger – samt det faktum, at hedgefonde, institutionelle investorer og spekulanter er blevet store aktører i olie futures. Olien er blevet et klassisk finansielt aktiv, hvor prisdannelsen pt. minder mest om en spekulativ boble. Og bobler har det som bekendt med at bryde før eller siden...

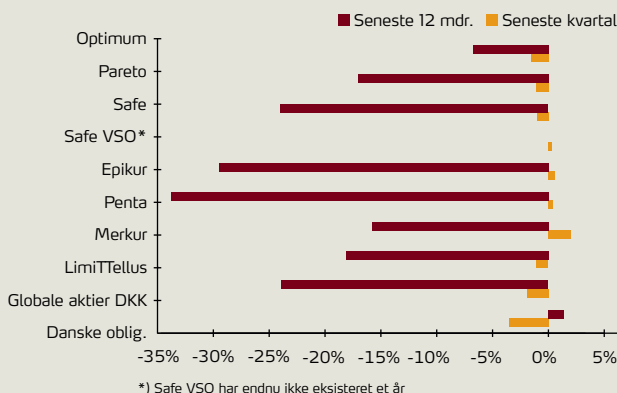
### Horrorscenarioet er priset ind

I vores optik har finansmarkederne i stort omfang allerede indpriset et "horrorscenario" med fortsat høj inflation, latente rentestigninger fra centralbankerne, faldende indtjening i virksomhederne og en fortsættelse af kreditkrisen til langt ind i 2009. Et kig på aktie- og obligationsmarkederne bekræfter efter vores vurdering dette:

- Tør man eksempelvis betragte aktiekurserne og sætte dem i forhold til virksomhedernes indtjening, vil man opdage, at aktier ser særdeles billige ud.
- Tør man betragte dansk realkredit vil man opdage, at merrenten i forhold statsobligationer er historisk høj.

Selvom der er mørke skyer over finansmarkederne, mener vi selvsagt ikke, at "horrorscenarioet" vil udspille sig. Derfor har vi mange aktier i Formueplejeselskabernes porteføljer, ligesom vi mener, der er særdeles god værdi i obligationsmarkedet fremadrettet. Vi vil nøje tage stilling til valutafinansieringen, som ved indgangen af kvartalet hovedsageligt består af CHF. På de følgende sider kan De få vores vurdering af markederne uddybet.

### 1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST



Kilde: Formuepleje og Bloomberg

### 2 OLIEPRIS PR. TØNDE 2006-2008



Kilde: Bloomberg

### Budgetforventninger pr. april 2008

#### Pro anno afkast

Aktier	12%
Obligationer	5%
Valuta: kursbevægelser og lånerenter (=omk.)	3%

#### Strategi:

Aktier	Maksimal udnyttelse af risikorammer
Obligationer	Moderat varighed
Valutafinansieringen	CHF primær valuta med taktisk EUR-andel

# Sjældent stærkere argumenter for aktiekøb



**Aktier er lige nu særdeles attraktive for den langsigtede investor, og specielt indenfor Tele, Medicinal, Energi og Finans er der lige nu mange aktier, hvor prisfastsættelsen skriger til himlen.**

AF ANDERS LUND LARSEN, ANALYTIKER, FORMUEPLEJE A/S

Med en juni måned, der ikke er set værre siden 1930 for det amerikanske Dow Jones indeks, endte også 2. kvartal i 2008 med negativt aktieafkast. For europæiske aktier blev første halvår det værste siden 1987, og kigger vi på udsigterne for makroøkonomien, kan det for den udenforstående givetvis være svært at finde optimismen frem. De økonomiske nøgletal tegner et stadig tydeligere billede af en amerikansk økonomi, som er ved at gå i stå. Forbrugerne, som tegner sig for ca. 2/3 af BNP, presses hårdt af stigende fødevarer- og energipriser, strammere kreditgivning, faldende aktiemarkeder, faldende friværds osv. Vender vi blikket mod Europa, står det ikke helt så slemt til, men også her er der tegn på vækstafbøjning.

Aktiestrateger står lige nu i kø for at anbefale folk at sælge deres aktier, og for mange kan det måske være svært at forstå, hvorfor man netop ikke skal sælge. Men faktisk er det mange år siden, at der har været så stærke argumenter for at købe aktier, som nu.

## Recession ligger allerede i aktiekurserne

Den aktuelle afbøjning på makroøkonomisk plan vil uden tvivl også smitte af på virksomhedernes indtjening, hvilket isoleret set taler for lavere kurser. Men inden denne konklusion drages, er vi nødt til at forholde os til den anden parameter i regnestykket, nemlig forventningerne. Lige såvel som en aktie med en høj fremtidig indtjeningsvækst ikke nødvendigvis er en god investering, hvis væksten allerede er forventet og afspejlet i kursen, er den aktuelle vækstafbøjning ikke i sig selv negativt for aktiemarkedet, da det allerede er afspejlet i kurserne. Kun hvis

det bliver værre end de allerede meget dystre forventninger, kan man rationelt tale om, at aktiekurserne skal længere ned. Europæiske aktier handler på de laveste P/E-niveauer i 17 år svarende til 30% rabat til det historiske gennemsnit. Så selv med markant lavere indtjening end de nuværende estimater er det svært at argumentere for, at aktier ikke er attraktivt prisfastsat. Vender vi tingene på hovedet og regner på, hvilken indtjeningsvækst, der implicit ligger i de nuværende aktiekurser, finder vi frem til, at europæiske aktier er priset til indtjeningsfald på mere end 2% hvert år i de kommende 5 år. Materialiserer dette dommedagsscenario sig ikke, er aktier for billig prisfastsat.

## Historisk høj risikopræmie

Utallige videnskabelige undersøgelser har dokumenteret, at investors krævede afkast for at påtage sig risiko ikke er konstant, men derimod varierer over tid med et ganske forudsigeligt mønster. I perioder, hvor det går godt med økonomien, kræver man kun en lille risikopræmie for at holde aktier, mens man i usikre nedgangsperioder kræver en høj præmie. Investorer man, når risikopræmien er høj, er det langsigtede afkast markant højere end normalt – til trods for, at den faktiske risiko også er højere. Der er intet odiøst i dette. Man får en høj betaling for at påtage sig risikoen, fordi andre ikke tør, og når tingene igen vender, falder investorenes krævede betaling for at påtage sig risiko, og folk vender tilbage til markedet med stigende kurser til følge. Risikopræmien er lige nu tæt på rekordniveau og signalerer dermed høje fremtidige afkast.

### Pengene bliver på sidelinjen...

Ovenstående konklusion understøttes af de øvrige klassiske variable, som historisk har vist sig at signalere høje fremtidige afkast såsom dividend yielden (udbytte i % af kursen) og kurs/indre værdi, der begge er på de mest attraktive niveauer i 13 år. De professionelles risikoappetit er tilmed på rekordlavt niveau, og de har i forlængelse heraf øget kontantandelen. Også et empirisk veldokumenteret signal om høje fremtidige afkast.

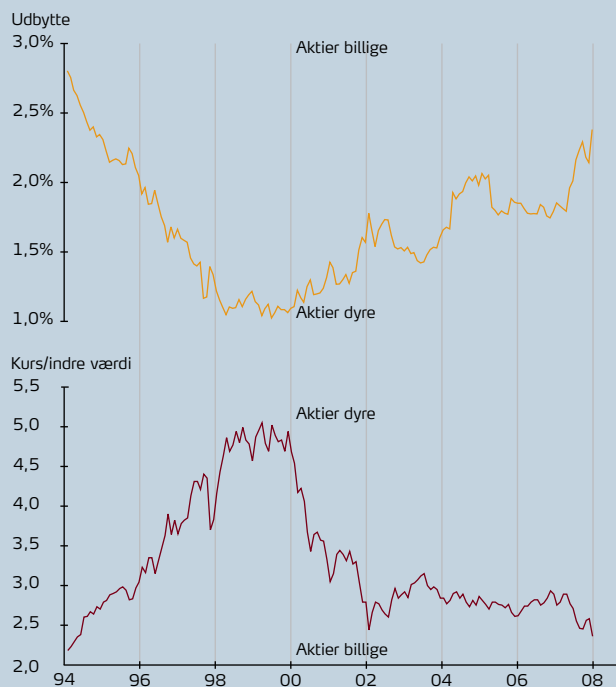
### Det lille men...

Aktier er billige lige nu, men det er i sig selv ingen garanti for, at de ikke kan blive billigere. Fra tid til anden tager frygten, og dermed irrationaliteten, over på aktiemarkedet og dermed tilsidesættes de fundamentale forhold. Aktiemarkedet vender dog altid tilbage til rationaliteten, men udfordringen er naturligvis, hvor længe det varer. Ligesom ingen kunne "time", hvornår man skulle hoppe af IT-bølgens irrationalitet, kan man heller ikke "time", hvornår den nuværende lave værdiansættelse materialiserer sig i stigende kurser. Ingen af delene betyder dog, at man skal gå væk fra fundamental værdiansættelse.

#### 1 DIVIDEND YIELD (UDBYTTE I % AF KURSEN) OG KURS/INDRE VÆRDI

på de mest attraktive niveauer i mere end 13 år for amerikanske aktier (S&P 500).

■ Kurs/indre værdi ■ Dividend Yield (udbytte i % af aktiekurs)



Kilde: Bloomberg



# Obligationer på sommerudsalg



**Finanskrisen får udlandet til at flygte fra bundsolide danske realkreditobligationer, som nu giver et betragteligt merafkast i forhold til statsobligationer.**

AF ERIK BECH, KAPITALFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Andet kvartal har været noget af en udfordring for danske obligationsinvestorer. Renterne er steget nærmest med raket fart, hvilket har medført store kursfald. Det har også ramt Formueplejeselskabernes beholdning af realkreditobligationer. Vi har afdækket noget af renterisikoen i futures på tyske statsobligationer. Det har bidraget positivt, men ikke nok til at opveje tabet på vores realkreditobligationer, da vi samlet set har haft en positiv rentefølsomhed i hele perioden.

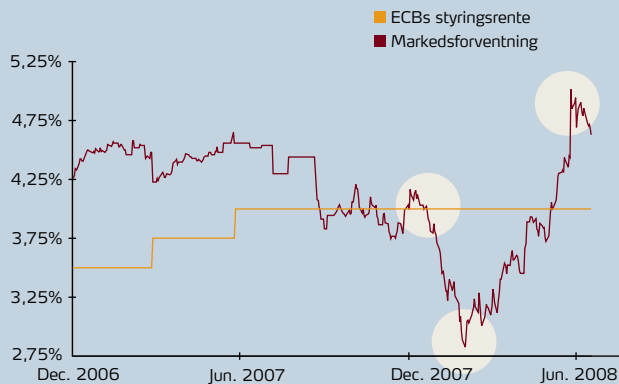
## En tur i rutchebanen

I årets første 6 måneder har udsvingene på rentemarkederne været helt ekstraordinære. Figur 1 er en form for stemningsbarometer på de korte renter, som viser Den Europæiske Centralbanks (ECB) officielle rente og de finansielle markeders forventning til ECBs rente om 1 år. Ved årets begyndelse herskede fred og ro, og der var bred

enighed om, at ECB ikke ville ændre på renten i 2008. Idyllen blev dog hurtigt afløst af frygt for recession og aktiefald, hvilket medførte, at markederne medio februar indregnede rentenedsættelser fra ECB på næsten 1,25%-point på 1 års sigt. Investorerne vendte dog hurtigt rundt på en tallerken, da inflationsspøgelset meldte sig på banen, og primo juni måned var der opbygget en markedsforventning om, at ECB på 1 år sigt hæver renten med ca. 1,0%-point. Så i en 4 måneders periode fra februar til juni steg de korte renter med næsten 2,25%-point, hvilket er helt ekstraordinært. Dette har også medført, at forskellen mellem de korte og lange renter pt. er begrænset. Vi overvejer løbende at øge risikoen i de korte obligationer, da risikopræmien for at vælge en længere løbetid pt. er begrænset. Vi vurderer, at stigningen i de korte renter har været for kraftig, da vi ikke forventer en serie af renteforhøjelser fra ECB.





**1 STYRINGSRENTE OG MARKEDSFORVENTNING**

Kilde: Bloomberg

**Solformørkelse eller ej?**

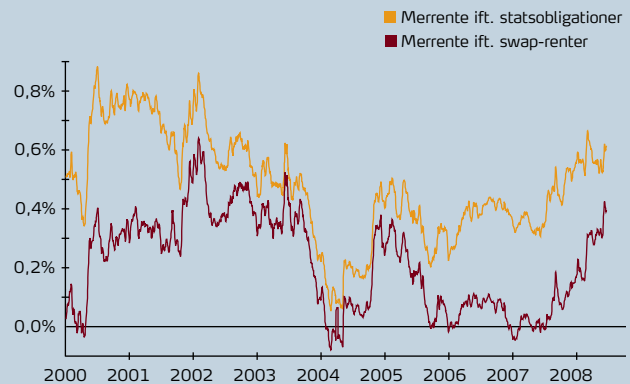
Mange investorer har fundet de mørke briller frem og frygter højere renter som følge af stigende inflation. Vi har dog svært ved at se stigende inflation på lidt længere sigt, da væksten i mange vestlige økonomier kører i et lavgear, som vil dæmpe inflationspresset. Samtidig er markedsrenterne steget markant, hvilket vil lægge en dæmper på investeringslysten. Derfor ser vi ikke stor sandsynlighed for yderligere rentestigning og har således gradvist øget rentefølsomheden.

**"Keep it simple"**

Hvilke mekanismer har været gældende under kreditkrisen? Svaret er i høj grad en søgning mod sikkerhed og likviditet. Investorerne har søgt ly i sikre statspapirer, og især tyske statsobligationer har været betragtet som sikker havn. Det betyder til gengæld, investorerne har nedbragt deres eksponering i randlande som fx Danmark. Det har medført, at rentespændet mellem Danmark og Tyskland er kommet ud på det højeste niveau i mere end 5 år. Tendensen er den samme for lande som Portugal, Italien, Grækenland, Irland og Spanien. Samtidig har investorerne søgt mod simple obligationer med lav kompleksitet og derved lettere omsættelige obligationer. Det har også ramt konverterbare danske realkreditobligationer, der har en vis kompleksitet, da låntager har mulighed for at indfri lånet til kurs 100.

**200 år uden konkurser**

Det er også bemærkelsesværdigt, at danske realkreditobligationer har klaret sig dårligere end tyske, franske og nogle af de spanske realkreditobligationer i det seneste halvår. Det skyldes i høj grad tilbagesalg af danske realkreditobligationer fra udenlandske investorer. Rent faktisk ejer udenlandske investorer nu kun 11,8% af danske realkreditobligationer mod 14,2% for et år siden. Ejerandelen har i en lang periode gennemsnitligt ligget på et niveau på ca. 14%, så der er tale om en markant nedbringelse. Det danske realkreditsystem har ellers høstet stor anerkendelse i udlandet.

**2 MERRENTE PÅ DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER**

Kilde: Nordea

Realkreditsystemet startede i 1797 og har således over 200 år på bagen. I hele perioden har der aldrig været nogen konkurs hos realkreditinstitutterne og derfor heller ingen tab for investorerne. Så systemet har vist sin bæredygtighed. Samtidig har de danske realkreditinstitutter en høj likviditet og er godt polstret mod en eventuel krise på det danske boligmarked. Belåningsprocenterne af ejendomsmarkedet ligger generelt på ca. 55%, så der er plads til store prisfald. Derfor virker det som en overreaktion, at danske realkreditobligationer er blevet sat i skammekrogen sammen med andre obligationer med et kreditelement. Som vi ser det, må reaktionen i høj grad skyldes investorernes søgen mod sikre, likvide og simple produkter.

**En høj merrente på realkreditobligationer**

Figur 2 viser merrenten på de mest likvide danske realkreditobligationer i forhold til henholdsvis statsobligationer og swap-renter. Sidstnævnte er interbankrenter med forskellige løbetider, som bankerne bruger, så der er tale om markedsrenter, der indeholder et vist kreditelement. Den øverste linje viser merrenten i forhold til statsobligationer, og det fremgår, at spændet er udvidet i det seneste halvår, og derfor har danske realkreditobligationer tabt relativt mere end danske statsobligationer. På tilsvarende vis er spændet i forhold til swap-renterne udvidet, så også i denne sammenligning har danske realkreditobligationer tabt relativt mere. Det betyder til gengæld, at danske realkreditobligationer ser meget billige ud i øjeblikket. Målt på merrenten skal vi tilbage til 2003 for at finde et tilsvarende niveau.

I vores verdensbillede er der stor værdi i danske realkreditobligationer. Der er en høj merrente i forhold til tilsvarende statsobligationer og der er tale om meget sikre papirer med høj rating og meget solide udstedere. Fremadrettet ser vi et stort potentiale for vores beholdning af realkreditobligationer.



# Mellem lav rente og høj valutarisiko



**At vælge valutafinansiering handler om at opnå den lavest mulige låneomkostning til en fornuftig risiko. Vi fastholder schweizerfrancen som primær finansieringsvaluta.**

AF SØREN ASTRUP, INVESTERINGSCHEF, PARTNER, FORMUEPLEJE A/S

Schweizerfrancen blev svækket i 2. kvartal og står efter vores vurdering ikke foran en væsentlig styrkelse. Vi fastholder derfor CHF som kernen i Formueplejeselskabernes finansiering, men holder et vågent øje med kursudsvingene. Syretesten er om selskaberne – også i et worst case scenario – med den valgte valutafinansiering, ikke overskrider risikorammerne i samspil med de øvrige aktie- og obligationsinvesteringer. Den test vil vi bestå.

Og her er vi tilbage til kernen i den måde, vi styrer finansieringen af Formueplejeselskaberne. Når vi skal finde ud af i hvilke valutaer vi skal finansiere os, er udgangspunktet altid, at vi vil nå frem til:

*Den lavest mulige risikovægtede låneomkostning.*

Undervejs er der naturligvis en lang række forhold, som skal vurderes for låneporteføljen og de enkelte valutaer, herunder:

- Hvilke lånevalutaer?
- Den direkte låneudgift
- Forventet valutakursændring
- Tidshorizonten
- Risikoen

Udgangspunktet i valget af potentielle lånevalutaer er en lav direkte lånerente, dvs. vi vil skele til centralbankrenter i forskellige lande. Sammenholdes dette med risikoen – som i figur 1 måles ved årlige kursudsving – fremgår det ganske klart, hvorfor Formueplejeselskaberne aldrig vil være 100% finansieret i japanske yen (JPY) selvom renten er særdeles lav. Risikoen ved en 100% JPY-finansiering er ganske enkelt for stor.



**"We at the Federal Reserve have spent an inordinate amount of time trying to find models which would successfully project exchange rates, not only ours, but everyone else's. It is not the most profitable investment we have made in research time. Indeed, it is remarkable how difficult it is to forecast."**

Alan Greenspan (July 16, 2002).

### Forventningens glæde...

Valget af lånevalutaer og sammensætningen af låneporteføljen er naturligvis også påvirket af forventningen til, hvordan valutaerne vil bevæge sig den kommende tid. Her vejer fundamentale forhold tungt, når vi skal vurdere den forventede retning på valutamarkedene. Derfor vurderer vi bl.a.:

- Handelsvægtede værdier af valutaerne
- Købekraftspariteter
- Økonomiske forhold
- Politik og politiske kriser
- G7-møder etc.
- Centralbankudtalelser

Derudover skeler vi naturligvis også til, hvad investeringsbankernes strategier og analytikere mener. Valutamarkedene er om noget et marked, som er drevet af kortsigtede stemninger og mere eller mindre synlige agendaer og flows. Eksempelvis er den daglige globale valutaomsætning på over 1.600 mia. USD.

Der er lavet talrige forsøg på at opfinde statistiske modeller til at forecaste udviklingen i et lands valutakurs. Når summen af anstrengelserne skal vurderes, er resultatet ganske nedslående. Se også citatet øverst på siden af tidligere centralbankdirektør Alan Greenspan.

### Een mod alle?

Dermed ikke sagt, at man ikke skal gøre forsøget på at identificere de faktorer, som sandsynligvis vil drive valutakursene fremadrettet. Og her er vi tilbage til vores nuværende tilgang i vurderingen af CHF som finansieringsvaluta. CHF har været og er stadig drevet af investorenes risikoaversion på aktie- og obligationsmarkedet. Og den er ganske høj. Det vil den ikke vedblive med i en uendelighed – og en normalisering af risikoaversionen taler derfor ikke for en styrket CHF.

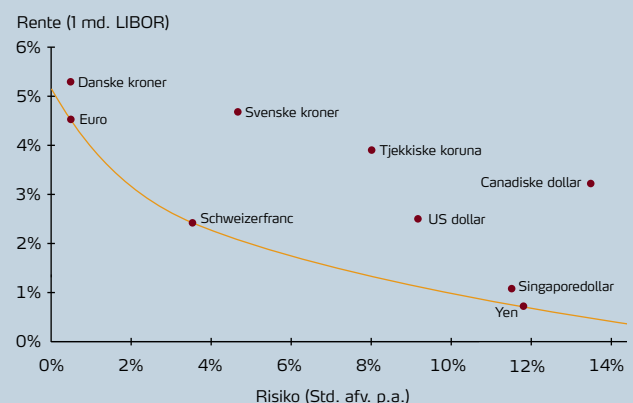
Fundamentalt er der heller ikke meget der taler for en styrket CHF hen over sommeren. Dette underbygges af den seneste rentebeslutning i den schweiziske centralbank (SNB) i midten af juni, hvor SNB valgte at holde sit "target" for 3-måneders LIBOR-satsen uforandret på 2,25-3,25%. SNB kæmper med den samme økonomiske virkelighed som ECB og FED, hvor de høje olie- og råvarepriser får inflationsforventningerne til at tikke ubehageligt opad, alt imens risikoen for at væksten bøjer yderligere af, bestemt er tilstede.

Til forskel for de store regioner, Europa og USA, er Schweiz en lille åben økonomi, hvor over halvdelen af BNP skabes af eksporten. I den nuværende situation, hvor der er usikkerhed

om forbrugernes fremtidige købeevne – og vilje – i særligt USA og Europa, er det derfor ikke en markant styrket CHF, schweizerne ønsker sig. Derudover udgør finanssektoren en forholdsmæssig stor del af økonomien, og de nuværende problemer hos bl.a. giganterne UBS og Credit Suisse lægger i sig selv en dæmper på schweizisk BNP.

Derfor er vi ved indgangen til 2. halvår ganske trygge ved at fastholde CHF som den primære finansieringsvaluta, så vi kan opnå den lavest mulige risikovægtede låneomkostning. Også uden at den samlede risiko i samspil med aktie- og obligationsinvesteringerne bliver for stor.

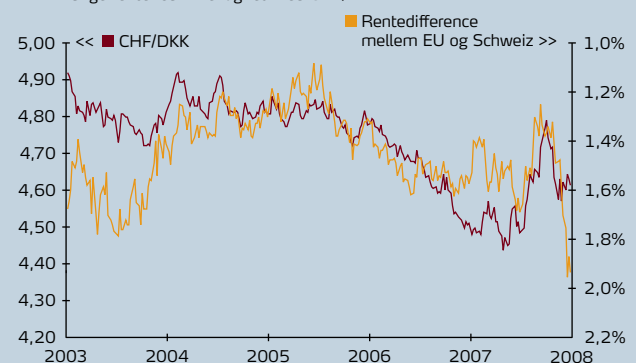
### 1 LAVRENTEVALUTAER 2008 - RENTER OG RISIKO



Kilde: Bloomberg

### 2 RENTEFORSKEL EU/SCHWEIZ OG CHF/DKK-KURS

2-årige renter sammenlignet med CHF/DKK.



Kilde: Bloomberg

NOTE:

Omvendt højreskala. Udvidet renteforskel taler for en svagere CHF/DKK.

# Kunsten stiger

## – men ikke så meget som aktierne



**Investering i kunst kan være et udmærket supplement til aktier. Men lad hjertet råde - kunsten kan alligevel ikke følge med aktierne.**

AF RENÉ JUUL, FORMUERÅDGIVER, FORMUEPLEJE A/S

Kunst er spændende. Kunsten indtager en privilegeret status som en disciplin, der har mulighed for at anskueliggøre det udsigelige, afdække tilværelsens tragiske og komiske aspekter, dets grundvilkår, dets æstetiske dimension osv. Men gemmer der sig bag kunsten også et økonomisk aspekt, som erhververen også kan drage fordel af ud over glæden ved at eje værket? Gennem de senere år har man, ud fra hvad der står i aviserne, kunnet få det indtryk, at kunst også i økonomisk sammenhæng rummer en god investering.

Hvis et budskab om, at kunst også er økonomisk attraktivt som investeringsalternativ, må en sådan konklusion ikke være draget på ligevægtsforstyrrende enkeltobservationer. Men verden er nu engang sådan indrettet, at det ofte er de ekstreme tilfælde, der levnes størst opmærksomhed. I 2004 lød hammerslagsprisen hos Sotheby's på et svimlende beløb på 104 mio. US-dollars for værket "Garçon à la pipe". Sælgeren havde i 1950 erhvervet sin Picasso for 30.000 dollars, hvilket svarer til en årlig forrentning på 16,2%. Et pænt afkast naturligvis, men ikke noget voldsomt imponerende.

En anden Picasso, "Le Reve", gik i 2006 for 139 mio. dollars hos Christie's. Kunstværket, der i 1997 blev handlet for 48,4 mio. dollars, var dermed steget 12,4% om året. Begge disse afkastberegninger har ikke taget højde for auktionssalær og forsikringsomkostninger. Sidstnævnte viste sig i øvrigt at være givet godt ud for sælgeren, Las Vegas-mogulen Steve Wynn.

Ved en efterfølgende fremvisning af det solgte maleri til nogle venner var han så uheldig at slå sin albue igennem kanvassen, hvorefter handlen på de 139 mio. dollars måtte annulleres. Værket er endnu ikke solgt, og historien fortæller blot lidt om, at afkastet på kunst er ligeså skrøbeligt som den kanvas, det er malet på - og at selv de store hammerslag ikke har givet investorerne unormalt høje afkast, når man regner efter.

Et argument for, at kunst er en god økonomisk investering, og som ofte kommer frem i aviserne er, at priserne på kunst er steget meget de senere år. Dette faktum er lige så rigtigt og lige så irrelevant som dogmet om, at kunstpriserne stiger som følge af øget velstand i samfundet. I langt højere grad er det vigtigere at gøre sig klart, hvad der karakteriserer markedsf forholdene for kunst.



"Garçon à la pipe" på auktion hos Sotheby's





Picassos "Le Rêve" fra 1932. Efter Steve Wynns "albueuheld" i 2006 blev det 139 mio. dollar dyre maleri efter reparationen vurderet til 85 mio. dollar.



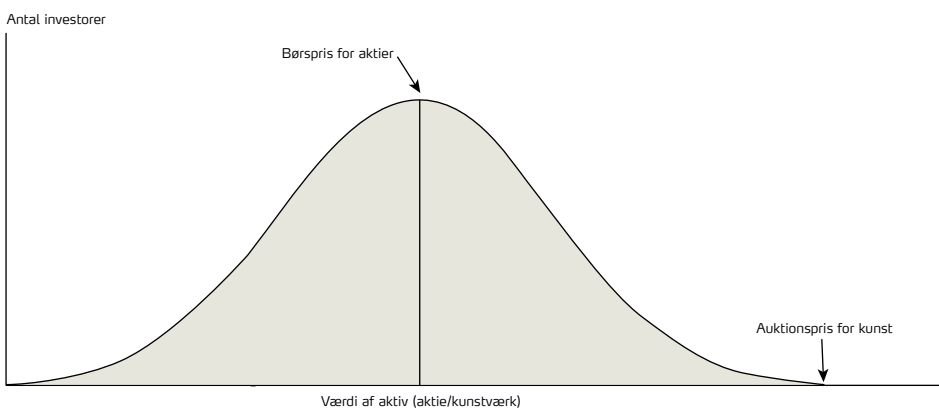
### Prisdannelse og konkurrencesituation

Under forhold, hvor ikke-økonomiske værdier, affektionsværdi, æstetisk værdi, kunstnerisk værdi, spiller en vigtig rolle, bliver markedsadfærden og rationaliteten svært gennemskuelig. Markedet for kunst er kendetegnet ved, at efterspørgselsmassen er heterogen: Museer, spekulanter, æstetikere, samlere, prestigekøbere, udlændinge, mæcener m.fl. Den store forskel investorerne imellem influerer derfor på priserne på en vanskeligt forudsigelig måde. Som investor kender man ikke konkurrenternes dagsorden, og da mange bud indløber pr. telefon, ved man ofte ikke hvem man konkurrerer imod, når man står i auktionslokalet.

På udbudssiden er forholdet et lidt andet. Udbuddet af kunst er på det korte sigte uelastisk, mens det på det længere sigte afhænger af den førte kulturpolitik, Kulturværdiudvalgets strategi, kunstnerstøtten, skatten på området, produktionsomkostninger osv. – kort sagt faktorer, som også er vanskeligt forudsigelige.

Da handlen med kunst oftest foregår på auktioner, sker prisdannelsen på en anden måde end den gør på aktiemarkedet. Handelsprisen på en aktie er udtryk for, hvad gennemsnittet af markedsaktørerne vil betale for den. Handelsprisen på et kunstværk er udtryk for hvad én person er villig til at betale for den. Alle andre end køberen mener, at kunstværket er mindre værd end hammerlagsprisen, for ellers havde de budt højere. Derfor er køberen af et kunstværk samtidigt ham, der økonomisk set har det laveste afkastkrav til sin investering. Figur 1 illustrer dette forhold.

### 1 HANDELSPRISEN PÅ BØRSMARKEDET OG AUKTIONSMARKEDET



>>



P.S. Krøyer



Van Gogh

### 100 års statistik: Aktier er bedst

Som antydnet, er det meningsløst at vurdere kunstinvesteringer på korte tidsperioder, blandt andet fordi tiderne skifter, og smagen ændrer sig. I 1980'erne var efterspørgslen efter impressionistiske værker stigende, mens interessen i 1990'erne mest samlede sig om modernisme og nutidskunst, og det der var in i 1970'erne, kan vi i dag finde udbudt på landets hyggelige loppemarkeder. Det bedste og mest anvendte kunstindeks, det såkaldte MeiMoses indeks, er sammensat ud fra hammerlagspriser i toneangivende auktionshuse siden år 1875, og giver således det bedst mulige sammenligningsgrundlag for afkastudviklingen på kunstmarkedet og de finansielle markeder.

#### Realafkast og risiko på forskellige investeringer siden 1875

	Afkast p.a.	Risiko (std.afv.)	Sharpe Ratio	Korrelation
Kunstindeks	4,9%	42,8%	0,07	-
S&P 500	6,6%	8,7%	0,55	0,04
Dow Jones	7,4%	20,8%	0,27	0,03
Statsobl.	2,0%	8,0%	0,03	-0,15

Kilde: Mei/Moses 2002

Som det ses af tabellen har kunstinvesteringer siden 1875 givet et årligt afkast i niveauet  $\frac{2}{3} - \frac{3}{4}$  af afkastet på aktier, men risikoen har været mere end dobbelt så stor. Det samlede afkast-risiko forhold udtrykt ved den såkaldte Sharpe Ratio bliver derfor markant dårligere end aktieinvesteringen. Det interessante er imidlertid også, at prisudviklingen på

kunst samvarierer meget dårligt med aktie- og obligationsinvesteringer, hvilket betyder, at man i risikomæssig sammenhæng kan have gavn af at placere en mindre del af formuen i aktivklassen kunst.

Problemet er så bare, at kunstinvesteringen jo også skal indeholde en spredning. Er man eksempelvis Guldalder-fan og har man investeret i en Købke eller en Bendz, vil det ud fra et risikoperspektiv være uklogt også at investere i en Rørbye, da også han var af Eckersbergs skole. Kynisk set vil det snarere være en fordel i stedet at investere i borgerlighedens antipode, fx noget ekspresionistisk eller andet hård kost for følsomme øjne, gemme rædslen af vejen (eller udleje den) og først finde den frem, når gevinsten engang skal realiseres. Ud fra "gyngerne og karrusellerne-tankegangen" har man dermed nedbragt sin kunstrisiko, fordi guldaldermalerier efterspørges i nogle årtier, mens ekspresionismen er in i andre perioder.

Dekomponering af kunstindekset viser tydeligt faren ved at investere ensidigt i en bestemt genre eller periode. En investering på 100 kr. i samtidskunst i 1976 ville i 2001 være vokset til 279, mens surrealistiske værker kun ville have en værdi på 164 kr.

### Kunstindeksenes begrænsninger

De forhåndenværende kunstindeks lider iøvrigt alle af en række svagheder, der bl.a. tenderer til at overvurdere afkastet og undervurdere risikoen. For det første tages der ikke højde for transaktionsomkostninger (salærer) og forsikringsproblematikken. For det andet opnår en væsentlig del af de udbudte værker ikke auktionens mindstepris og indgår derfor ikke i statistikken. For det tredje er indeksdataene ofte kun udtryk for priserne på det tertiære kunstmarked.<sup>1)</sup> For det



#### Dekomponering af afkast risiko på forskellige investeringer 1976 – 2001

	Gns. årligt afkast	Risiko (std.afv.)
Samtidskunstnere	4,2%	10,5
Surrealister	2,0%	11,3
Franske impressionister	3,7%	13,7
Moderne europæiske kunstnere	2,1%	11,3
Moderne amerikanske kunstnere	3,3%	12,8
20. årh. engelske kunstnere	2,6%	7,6
19. århundrede europæiske kunstnere	2,5%	7,1
Old masters	2,8%	7,6
Verdensindeks for aktier	5,2%	5,8

Kilde: Worthington & Higgs, 2003

fjerde udelukkes visse kunsttyper så som fotografier og print ofte fra indekset, og for det femte og mest alvorlige så indeholder indekset en enorm "survivor bias". Survivor bias er udtryk for det forhold, at indekset kun medtager værker som har performeret, dvs. som er handlet på en auktion. Skønmæssigt er 97% af al produceret kunst værdiløs i økonomisk sammenhæng. Langt den overvejende del af den producerede kunst videresælges aldrig af førstegangskøber, men kasseres, når værket ikke længere tjener sit æstetiske eller erkendelmæssige formål. Betragtes den totale kunstproduktion er afkastet nok i bedste fald omkring 0%, hvis ikke den er samlet set er negativ.

Empirien efterlader os således med det budskab, at kunstinvestering i højere grad tjener en risikospredningsstrategi end en værdiskabelsesstrategi. Et forsigtigt bud er derfor, at maksimalt 3-5% af formuen bør investeres i kunst, men grundlæggende gælder at kunst bør anskaffes af ikke økonomiske årsager.

#### NOTER

1. Kunstmarkedet består af tre forskellige markeder, hvor prisdannelsen fungerer forskelligt:

Primære marked: Gallerier, uorganiserede handlere osv.

Sekundære marked: Større handlere

Tertiære marked: Velrenommerede auktionshuse

#### KILDER:

- Art as an Investment – Short and long-term comovements in major painting markets, Empirical Economics, Vol. 28, Worthington/Higgs, 2003
- Art as an Investment and the Underperformance of Masterpieces, Mei/Moses, 2002
- Kunst als Asset Klasse, Krämer, 2006
- Kulturværdiudvalget, div. Årsberetninger

#### Øvrige forhold, investør bør overveje før der investeres i kunst:

- Kunstmarkedet er uigennemsigtigt og illikvidt.
- Kunstobjekters karakter implicerer, at "loven om én pris" ofte er suspenderet.
- Lov om sikring af kulturværdier i Danmark (herunder §11) hindrer privates fri råderet over visse kunstgenstande. Er der risiko for at Kulturværdiudvalget nedlægger udførselsforbud? I så fald begrænser dette efterspørgslen og tilspiller visse mæglere større dominans.
- Udpræget grad af såkaldt asymmetrisk information: Mange liebhavere, få kendere. (Det er langt lettere at dumme sig ved kunstkøb end ved aktiekøb).
- CopyDan. Falder handlen ind under Ophavsretslovens §38, og hvor meget påvirker det afkastet?
- Er der dominerende markedsdeltagere på kunstmarkedet?
- Skatte- og forsikringsmæssige spørgsmål
- Er investering i kunst overhovedet rationel?
- Ægthedsproblematikken
- Handelsomkostninger

# En ny verdensorden

## Statsejede fonde rykker magtbalancen



**Statslige investeringsfondenes indtog vil betyde et mærkbart skift i den finansielle magtbalance. USA og Europa må indtage en mere ydmyg rolle til fordel for en række af de lande, der var økonomisk i knæ for blot 10 år siden.**

AF JENS RYGAARD, KAPITALFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Det seneste år har budt på megen omtale af kreditkrise, sub-prime lån og økonomiske problemer for en lang række af verdens største banker. I kølvandet på dette kommer øget fokus på statslige investeringsfonde, de såkaldte "Sovereign Wealth Funds", der i mange tilfælde velvilligt er kommet de kriseramte banker til undsætning med store og yderst tiltrængte kapitalindsprøjtninger.

De statslige investeringsfonde oplever i disse år en kraftig vækst, hvilket for størstedelens vedkommende kan henføres til de kraftigt stigende råvarepriser. Derudover har en række asiatiske lande, herunder ikke mindst Kina, oparbejdet betydelige valutareserver på grund af store handelsoverskud overfor specielt USA. Den øgede dominans fra statslige investeringsfonde kan fremover have betydelige implikationer for de finansielle markeder, og ligeledes give anledning til panderynker i den vestlige verden. Det kan i yderste konsekvens betyde øget protektionisme.

### Flere fonde på verdenskortet

Statslige investeringsfonde er på ingen måde et nyt begreb, men deres antal og ikke mindst størrelse er vokset eksplosivt i takt med kraftigt stigende råvarepriser og store handelsoverskud. Der kan i grove træk skelnes mellem traditionelle valutareserver og egentlige investeringsfonde. De statslige investeringsfonde er som oftest et resultat af betydelige valutareserver i de respektive lande. Fondene er traditionelt blevet etableret i olierige lande i Mellemøsten, herunder bl.a. Kuwait og Abu Dhabi, hvor det var intentionen at modvirke effekterne af svingende

oliepriser. Den første fond blev etableret i Kuwait i 1953, men siden er antallet af oliebaserede fonde kommet op på omkring 25 inklusiv lande som Rusland, Australien, Iran, Botswana, Brunei og Kasakhstan.

Derudover har en lang række asiatiske lande i kølvandet på Asien-krisen i 1998 opbygget betydelige valutareserver på grund af store handelsoverskud overfor specielt USA. Centralbankerne i spidsen for disse hastigt voksende valutareserver har primært fokus på at fastholde en effektiv valutakurspolitik, og sikre et kriseberedskab for at imødegå en gentagelse af Asien-krisen. Afkast har med andre ord aldrig været højt på agendaen, hvorfor reserverne hidtil fortrinsvis er blevet placeret i sikre amerikanske statsobligationer. Valutareserverne har dog i mange lande nået et niveau, der overstiger det nødvendige "kriseberedskab". Derfor er det en nærliggende antagelse, at en væsentlig del af den fremtidige kapitalindstrømning vil kanalisere over i mere rendyrkede investeringsfonde, og dermed gradvist søge mod mere risikofyldte investeringer.

Den nok bedst kendte statslige fond på de nordlige breddegrader er uden tvivl den norske "Statens pensjonsfond" (tidligere "Petroleumsfondet"), der aktuelt rummer værdier for omkring 2000 mia. norske kroner. Den norske oliefond er et godt eksempel på en meget transparent statslig investeringsfond, hvor formålsparagrafferne og de overordnede investeringsbeslutninger er lagt til offentligt skue. Sådan er det dog langt fra i mange af de andre statslige investeringsfonde, hvilket giver anledning til panderynker i mange vestlige lande.

>>





### Stigende indflydelse på de finansielle markeder

De statslige investeringsfonde tager som sagt kraftigt til i antal og størrelse i disse år. Det anslås, at egentlige investeringsfonde aktuelt rummer værdier for godt 2.500 mia. US-dollars, (USD) hvortil kommer valutareserver, der aktuelt andrager godt 5.000 mia. USD. Det estimeres fra flere sider, at de statslige fonde frem mod 2015 øges til astronomiske 10-12.000 mia. USD svarende til en årlig vækst på ca. 20%. Dette er naturligvis meget usikre skøn, der vil være kraftigt påvirket af væksten i verdensøkonomien samt udviklingen i råvarepriser. Olieprisen er således alene i indeværende år steget med 35-40% og spås allerede nu, at kunne nå op imod 200 USD pr. tønde inden for en overskuelig fremtid. I det lys synes prognosen absolut inden for rækkevidde.

En rapport fra McKinsey & Company<sup>1</sup> har for nylig peget på et igangværende strukturskifte på det internationale finansmarked, specielt på grund af stigende indflydelse fra asiatiske centralbanker, arabiske olieformuer samt i mindre målestok hedge- og private equity fonde. McKinsey anslår, at disse aktører ultimo 2006 repræsenterede en samlet formue på 8.500 mia. USD eller 5% af de samlede finansielle aktiver globalt.

Den kraftige kapitalindsprøjtning på det finansielle marked har selvsagt øget efterspørgslen på alle aktivtyper, herunder obligationer, aktier og ikke mindst ejendomme. McKinsey anslår i den forbindelse, at renteniveaulet på lange amerikanske obligationer i dag er 0,75% lavere alene på grund af køb fra asiatiske centralbanker og mellemstørrelse olieformuer.

#### Øget risikovillighed

En tilsvarende analyse fra Morgan Stanley<sup>2</sup> estimerer, at valutareserver og statslige investeringsfonde over de kommende 10-15 år vil komme til at udgøre godt 13% af verdens børsnoterede aktiver (aktier og obligationer), hvoraf de egentlige investeringsfonde

vil tegne sig for størstedelen. Morgan Stanley forventer, at den hurtigere kapitalindstrømning til investeringsfondene frem for traditionelle valutareserver sammenholdt med en forholdsvis høj risikovillighed blandt denne type investorer, over tid vil ændre den relative prisfastsættelse af flere aktivtyper, herunder ikke mindst aktier og obligationer.

Morgan Stanley konkluderer på den baggrund, at der over en kortere årrække vil komme en øget efterspørgsel efter "risiko", herunder blandt andet aktier og kreditobligationer på bekostning af mere sikre fordringer som korte obligationer. Det ændrede efterspørgselsmønster ventes alt andet lige at få renten på kortfristede obligationer til at stige med 0,3-0,4% mens den "præmie", investorerne vil kræve for at investere i aktier ventes at falde med 0,8-1,1%. Dette betyder frit oversat, at investorerne over tid er villige til at betale en højere pris pr. overskuds-krone. Den "Statslige pensionsfond" i Norge er et godt eksempel på, at risikovilligheden øges i takt med den øgede kapitalindstrømning, idet man her har truffet beslutning om fremover at nedbringe obligationsandelen til 40% mod aktuelt 52%. Det finansielle marked vil på den korte bane fortsat være tyngt af efterverne af kreditkrisen, frygten for hvorvidt en amerikansk recession vil tvinge resten af verden i knæ samt de negative effekter af stigende fødevarer- og råvarepriser. Vi ser dog, alt andet lige, en stor sandsynlighed for, at fondenes øgede tilstedeværelse over de kommende 5-10 år vil bidrage til at understøtte aktiemarkedet, hvilket alt i alt støtter vores fortsat fortrøstningsfulde syn på aktiemarkedet. Der vil dog være perioder, hvor effekten kan være vanskelig at aflæse på grund af turbulens på markedet.

#### Panderynker i den vestlige verden

De statslige fondes indtog på verdensscenen kan udover de direkte målbare konsekvenser ligeledes påvirke det finansielle marked på mere indirekte vis. Det seneste års finanskriser har således betydet, at mange finansielle virksomheder har set sig nødsaget til at udvide aktiekapitalen ganske betragteligt. Kapitalen er i langt de fleste tilfælde tilvejebragt via statslige investeringsfonde fra Asien og Mellemøsten. De nødlidende banker og forsikringselskaber tager således velvilligt imod pengene her og nu, idet alternativet meget vel kunne have været uoverskueligt kaos. Frygten er dog, at tømmermændene kan vise sig på sigt.

Det er dog langt fra en selvfølge, at man i vesten stiltiende accepterer opkøb fra Asien, Rusland og Mellemøsten. Da det delvist statsejede kinesiske olieselskab CNOOC Ltd. i 2005 ville købe det amerikanske olieselskab Unocal, blev der nedlagt veto i den amerikanske kongres, da man mente, det ville true den "nationale sikkerhed". Unocal blev efterfølgende solgt til amerikanske Chevron, hvis bud endda lå godt 11% lavere end det kinesiske bud. Ligeledes forholdt det sig i 2006 da DP World ville købe havneaktiviteterne fra P&O Nedloyd. Dette inkluderede bl.a. 6 havne i USA, hvilket betød, at der endnu engang blev nedlagt veto i den amerikanske kongres under hensyntagen til terrortruslen efter 11. september (2 af flykapperne kom fra Forenede Arabiske Emirater hvor Dubai indgår). DP World måtte som et led i handlens gennemførelse acceptere at frasælge de 6 amerikanske havne til det amerikanske forsikringselskab AIG. På de hjemlige breddegrader har Dubai inden for det seneste år købt kontrollen over den pan-nordiske OMX-børs, hvilket endda





var i skarp konkurrence med Qatar. Der har i mange lande rejst sig en debat om, hvilke industrier man kan lade komme på "fremmede" hænder. Synspunkterne spænder vidt fra Storbritannien på den ene side, hvor man praktisk talt ikke har nogle hellige køer, til Frankrig på den anden side, hvor snart sagt alle industrier synes at have national interesse. Tyskland er aktuelt i færd med at etablere et organ efter amerikansk forbillede, der får ret til at forhindre opkøb på mere end 25% af et tysk selskab, hvis det vurderes at udgøre en trussel mod den "nationale sikkerhed" eller den "offentlige orden".

Frygten er, at opkøb fra sådanne fonde kan have andre motiver end de rent investeringsmæssige, herunder bl.a. strategiske, politiske eller overførsel af teknologisk know how. Kina går i øjeblikket med overvejelser om at købe strategiske aktieposter i de største mineselskaber for herigennem at opnå større forsyningssikkerhed, og for ligeledes bedre at kunne kontrollere prisen på råvarerne. Kina har ligeledes over de senere år øget sin indflydelse i Afrika, der er rigt på råstoffer og har behov for risikovillig kapital.

#### Kapital fra Mellemøsten og Asien bekymrer

En lang række af verdens største banker og forsikringselskaber har over det seneste år måtte søge det finansielle marked om tilførsel af yderligere kapital. Langt hovedparten af den tilførte kapital er kommet fra mellemøstlige og asiatiske landes investeringsfonde. Singapore, der i mange år har haft ambitioner om at bevare positionen som et af Asien vigtigste finanscentre, har været blandt de største bidragsydere med indskud i bl.a. UBS, Citi-group og Merrill Lynch. Der er flere politikere, herunder den tidligere amerikanske

finansminister Laurence Summer, der har udtrykt bekymring for, at fondenes håndsækning på et senere tidspunkt vil blive fulgt op af en "opfordring" til at gengælde håndsækningen. F.eks. i form af, at bankerne henlægger en større del af deres aktiviteter i Singapore, som derved kan bevare sin status i kapløbet mod bl.a. Hong Kong og Shanghai.

Det vil selvsagt være skadeligt for mindretalsaktionærerne såfremt sådanne investeringsfonde opkøber dominerende aktieposter ud fra andre motiver end de rent afkastmæssige. Fondene vil i disse tilfælde kunne sætte deres præg på bestyrelsen og derved gennemtrumfe beslutninger, der ikke nødvendigvis tilgodeser mindretalsaktionærerne. Flere lande, herunder Kina, er dog opmærksomme på, at der skal trædes varsomt. Derfor investeres ofte på mere indirekte vis via eksempelvis private equity- og hedgefonde.

#### Skrækscenariet for aktiemarkedet

For aktiemarkedet er skrækscenariet, at fondenes stigende tilstedeværelse fører til øget protektionisme. Protektionisme har traditionelt været i form af handelshindringer, der har vanskeliggjort varebevægelser på tværs af landegrænser. Der er imidlertid en latent risiko for en ny form for protektionisme i form af hindringer mod kapitalens frie bevægelse på tværs af landegrænser, såfremt flere lande i stil med bl.a. USA, Frankrig og Tyskland vanskeliggør opkøb af selskaber, der måtte have "national interesse". Kina nyder i disse år godt af de udenlandske investeringer, men det er nærliggende at forestille sig, at lande som Kina, i takt med den økonomiske fremgang, vil gøre det stadig vanskeligere for udenlandske virksomheder at købe op i Kina,

såfremt man igen og igen støder på forhindringer i vesten. Dette vil efter vores vurdering være yderst skadeligt for den finansielle globalisering og føre til genoplussen af tidligere tiders "handelskrige", som er søgt bekæmpet i WTO regi gennem de senere år.

#### Verden under forandring

USA har i mange år svinget taktstokken på det finansielle marked, og dette vil nok ikke ændres i den nærmeste fremtid. Der er dog meget, der tyder på, at de statslige investeringsfondes indtog vil betyde et mærkbart skift i den finansielle magtbalance, hvor USA og Europa må indtage en mere ydmyg rolle til fordel for en række af de lande, der var økonomisk i knæ for blot 10 år siden. De fulde konsekvenser er selvsagt vanskelige at forudsige og beror på mange usikre skøn. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, hvilke konsekvenser skiftet kan have for prisfastsættelsen af finansielle aktiver, og den latente trussel mod den igangværende globalisering.

1) The McKinsey Quarterly: The world's new financial power brokers; December 2007

2) Morgan Stanley Research: Sovereign Wealth Funds and Bond and Equity Prices; 31. maj 2007

#### SOVEREIGN WEALTH FUNDS

Statsejede fonde, der investerer internationalt i aktier, obligationer, ejendomme mv. Fondene varetager forvaltningen af de respektive landes "opsparing", og er ofte tilknyttet landenes centralbanker på lige fod med traditionelle valutareserver. Fondene er historisk etableret for at bidrage til økonomisk stabilitet, men der er i de senere år kommet øget fokus på afkastmaksimering.





# Resultater, der tåler sammenligning – også før skat



**Investeringsforeningerne offentliggør ikke længere efter-skat afkast.**

AF BRIAN LEANDER, DIREKTØR, PARTNER, FORMUEPLEJE A/S

## Før eller efter skat

Tidligere har vi været i stand til at foretage afkastsammenligninger efter skat, idet Investeringsforeningsrådet har offentliggjort efter-skat-afkast. Det er desværre ikke længere muligt, idet rådet har afskaffet denne beregning for alle aktieafdelinger. Derfor vil vores afkastsammenligning også ændre karakter, idet vi fremover vil bringe investeringsafdelingernes afkast før skat og til sammenligning Formueplejeselskabernes afkast efter selskabsskat. Det betyder med andre ord, at investeringsafdelingerne har en fordel i afkaststatistikken.

Vi har valgt ikke at foretage korrektioner i Formueplejeselskabernes afkast, fordi det vil blive et meget omfattende arbejde at korrigere for de historiske selskabsskatter i de valgte tidsperioder.

## Fokus på de 5 år

Alle vores investeringsprodukter i form af Formueplejeselskaberne har fastlagte afkastmål og risikorammer, og disse kan bl.a. ses på faktasiderne bagerst i magasinet. Foruden at opnå de opstillede afkastmål har Formuepleje som formueforvalter det mål at levere attraktive afkast på 5-års perioder. Vores mål er at være blandt de bedste i branchen til at passe og pleje de formuer, som er betroet os. Ser vi på den seneste 5-års periode og sammenligner Formueplejeselskabernes afkast med andre kendte områder, ses det af figur 1, at perioden har givet attraktive afkast. Formueplejeselskaberne har skabt betydeligt højere afkast end gennemsnittet af de globale investeringsafdelinger, ligesom der er skabt konkurrencedygtige afkast i sammenligning med europæiske, japanske og amerikanske aktieinvesteringsafdelinger. I sammenligning med aktieinvesteringer har de rene obligationsafdelinger givet et lavt afkast.



### Opsparens investeringsfokus

Hvert år offentliggøres forskellige opgørelser over de investeringskategorier, hvori formuerne i Danmark er placeret. Ved udgangen af 2007 var 70% af alle aktieplaceringer via investeringsforeninger koncentreret omkring tre kategorier: Danske aktier, globale aktier og europæiske aktier. Det er ikke udsædvanligt, at det er disse tre områder, som danskerne har placeret mest i. Det har nemlig også været gældende historisk – oven i købet med en stigende tendens, idet de tre kategorier i år 2000 udgjorde 63% af samtlige aktieinvesteringer. Ser vi på afkastene over forskellige tidsperioder – lige fra indeværende år og helt op til de seneste 10 år – får vi et afkastbillede som på figur 2.

Nu kan det være svært at aflæse afkastforskellene på det helt korte sigt, men både målt på 3 år, 5 år og 10 år, har Formueplejeselskaberne givet et meget attraktivt og konkurrencedygtigt afkast. Over de seneste 12 måneder har afkastene været som følgende:

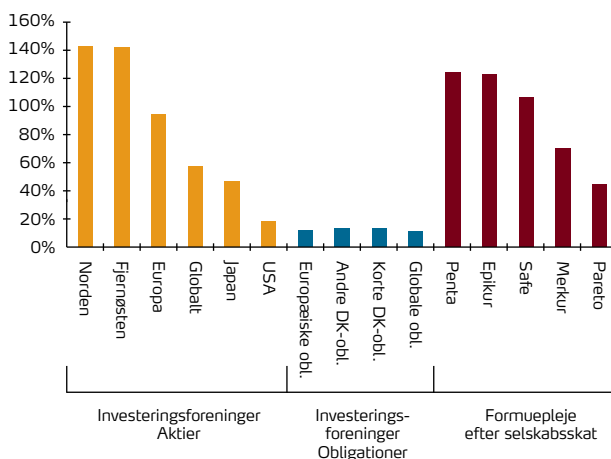
1 års afkast	Maj 2007 – maj 2008
Investeringsforeninger – danske aktier	-13%
Investeringsforeninger – globale aktier	-14%
Investeringsforeninger – europæiske aktier	-15%
Formueplejeselskaber – gennemsnit	-12%
<b>Formueplejeselskaber - fordeling:</b>	
Optimum	-4%
Pareto	-9%
Safe	-14%
Epikur	-19%
Penta	-21%
Merkur	-8%
LimiTTellus	-10%

### Den største gruppe

Den absolut største aktiekategori er investeringsafdelinger med fokus på globale aktier. Hele 42% af de samlede formuer er nemlig placeret i denne gruppe. Investeringsuniverset i Formueplejeselskaberne er ikke afgrænset til en bestemt verdens- eller regionaldel, men derimod de globale markeder. Derfor er en sammenligning oplagt på dette segment, se figur 3.

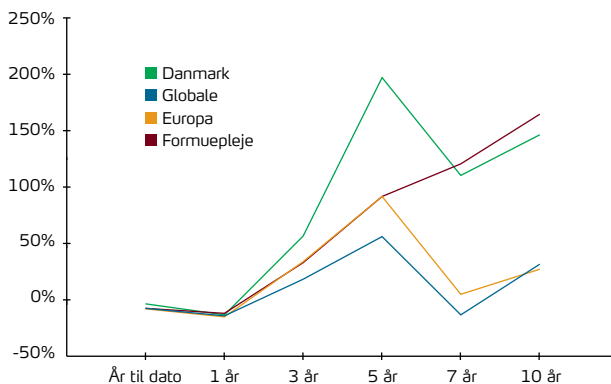
Fordelingen af de enkelte investeringsafdelingers afkast ses på figuren, mens den vandrette orange linie angiver gennemsnittet af alle afdelinger. Formueplejeselskaberne har i samme periode haft et gennemsnitligt afkast på 91,7% (vist ved den vandrette bordeaux linie), og har således i perioden vist et konkurrencedygtigt afkast.

### 1 5-ÅRS AFKAST FØR SKAT – MAJ 2003 – MAJ 2008



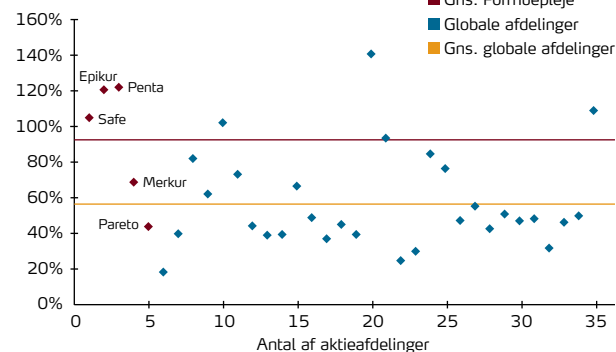
### 2 INVESTERINGSFORENINGER OG FORMUEPLEJE

Afkast over forskellige tidsperioder



### 3 5 ÅRS AFKAST FØR SKAT: MAJ 2003 - MAJ 2008

Globale afdelinger og Formuepleje



# Nyt fra Formuepleje



## Finanskalender

### Årsrapport 2007/2008

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTellus 25.09.2008

### Generalforsamling 2008

Optimum, Merkur, LimiTellus 20.10.2008  
Pareto, Penta 22.10.2008  
Safe, Epikur 23.10.2008

### Periodemeddelelse 1. kvartal 2008/2009

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTellus 04.11.2008

### Halvårsrapport 1. halvår 2008/2009

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTellus 26.02.2009

### Årsrapport 2008

Safe VSO 26.02.2009

### Generalforsamling 2009

Safe VSO 11.03.2009

### Periodemeddelelse 3. kvartal 2008/2009

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTellus 06.05.2009

### Årsrapport 2008/2009

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTellus 24.09.2009

### Generalforsamling 2009

Optimum, Merkur, LimiTellus 19.10.2009  
Pareto, Penta 21.10.2009  
Safe, Epikur 22.10.2009

### Generalforsamlinger i oktober

Syv Formueplejeselskaber afholder i dagene 20.-23. oktober ordinære generalforsamlinger på selskabernes adresse i Bruuns Galleri i Århus. Se datoer i finanskalenderen. Dagsorden og information om bestilling af adgangskort bliver offentliggjort på [formuepleje.dk/generalforsamlinger](http://formuepleje.dk/generalforsamlinger).

### Formueplejedage efterår 2008

Efterårets Formueplejedage afholdes traditionen tro i Århus og København og byder ud over en grundig orientering om udviklingen på finansmarkederne tillige på middag og underholdning:

ÅRHUS Musikhuset	KØBENHAVN Det Ny Teater
6. og 8. oktober 2008	29. og 30. september 2008

I Århus underholder Kim Sjøgren & The Little Mermaid Orchestra, der består af 8 unge lovende kvindelige musikere, hentet fra dels Det Jyske Musikkonservatoriets solistklasse, Det kongelige Kapel, samt fra Radiosymfoniorkestret. Orkestret får ledsagelse af den norske operasangerinde Berit Meland. Repertoiret spænder fra de store klassiske værker til populære hits, folkemusik, jazz og evergreens.

I København underholder Bent Fabricius-Bjerre og sangerinden Søs Fenger med orkester. Repertoiret byder på nænsomt nyfortolkede sange og kompositioner fra Bent Fabricius-Bjerrers skattekasse.

Indbydelser med program og tilmeldingsmulighed sendes til alle navnenoterede aktionærer ultimo august /primo september. Læs mere på [formuepleje.dk/formueplejedag](http://formuepleje.dk/formueplejedag).



Kim Sjøgren



Bent Fabricius-Bjerre

# Formueplejeselskaberne på tværs

## Sammenligning af de vigtigste karakteristika for de enkelte Formueplejeselskaber

Selskab	Optimum	Pareto	Safe	Safe VSO	Epikur	Penta	Merkur	LimiTTellus
Afkastmål, 5 år	25%	45%	60%	65%	75%	90%	55%	>FT World
Risikoramme								
Maksimalt kurstab, 3 år <sup>1)</sup>	-5%	-10%	-15%	-15%	-20%	-25%	-12,5%	-15%
Investeringsunivers			Danske obligationer Globale aktier				Danske obl. Globale aktier FP-aktier	100% Globale aktier
Investeringsstrategi			Tangentporteføljet teori				Fund-of-funds	100% aktier Optionssikring
<b>Porteføljesammensætning</b>								
Investeringsrammer			60-100% obligationer 0-40% aktier				0-100% obl. 0-100% aktier	100% aktier
Aktuelt: Obl./kontant	67%	73%	72%	77%	73%	71%	52%	2%
Aktuelt: Aktier	33%	27%	28%	23%	27%	29%	48%	98%
<b>Kapitalfremskaf. i mia. kr.</b>								
Egenkapital	1,0	1,1	3,4	0,4	3,5	5,7	1,2	1,1
Lånekapital	-	1,5	7,0	1,1	10,2	20,8	0,5	-
Samlet portefølje	1,0	2,6	10,4	1,5	13,7	26,5	1,7	1,1
<b>Kapitalfremskaffelse i pct.</b>								
Egenkapital	100%	42%	32%	25%	25%	21%	72%	100%
Lånekapital	0%	58%	68%	75%	75%	79%	28%	0%
Samlet portefølje	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Gearing</b>								
Normal gearing <sup>2)</sup>	-	1,0-1,5	1,5-2,5	1,5-2,5	2,0-3,0	2,5-3,5	0,0-2,0	-
Aktuel gearing	-	1,4	2,1	2,9	2,9	3,7	0,4	-
<b>Omkostninger</b>								
Resultathonorar <sup>3)</sup>	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Administrationsomk. <sup>4)</sup>	0,55%	0,48%	0,32%	0,15%	0,28%	0,25%	0,34%	0,56%
<b>Skat – velegnet til</b>								
Private	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Pension	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Selskaber	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Virksomhedsordning	Nej	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej
<b>Børsinformation</b>								
Noteret, OMX Den Nordiske Børs København	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Børssegment	SmallCap	MidCap	MidCap	-	MidCap	MidCap	MidCap	MidCap
<b>Diverse oplysninger</b>								
Antal aktionærer, ca.	1.000	1.000	5.000	250	4.000	6.000	2.000	1.000
Startår	2006	1999	1988	2007	1991	1994	1998	2005

1) Opgjort med 90% sandsynlighed.

2) Lånekapital/egenkapital under normale markedsforhold. Gearingen kan variere iht. vedtægtsbestemte rammer.

3) Resultathonorarer betales kun, når selskabet har overskud. Eventuelle underskud skal altid først indhentes, før der igen betales resultathonorar.

4) Opgjort ud fra seneste offentliggjorte årsrapport som administrationsomkostninger/aktiver ultimo.  
Se forklaring til tabellen på [formuepleje.dk/sammenligning](http://formuepleje.dk/sammenligning). Alle tal er opdaterede 1. juli 2008.

# Sådan bliver De aktionær

Overvejer De at blive aktionær i Formueplejeselskaberne? Vores formuerådgivere er behjælpelige med at forklare og uddybe Formueplejes investeringskoncept samt vejlede om valg af et eller flere Formueplejeselskaber, som passer til Deres risikoholdning. Vores rådgivning er uforbindende for Dem - og altid uden honorar.

Kontakt os for uddybende information på telefon 87 46 49 00 eller [info@formuepleje.dk](mailto:info@formuepleje.dk)



Vest for Storebælt

Hanne Kring  
Tlf: 87 46 49 17



Øst for Storebælt

Syss Sichelkow  
Tlf: 87 46 49 40

## Institutionelle investorer

Formuepleje yder en omfattende økonomisk rådgivning til og sparring med almennyttige fonde, familiefonde og andre institutionelle investorer. Vores formuerådgivere og formueforvaltere udarbejder gerne uforbindende oplæg og fremlægger konkrete investeringsforslag eller en second opinion overfor administrator og bestyrelse.

## Økonomiske rådgivere

Formuepleje arbejder tæt sammen med en lang række revisorer, advokater, landbrugskonsulenter og andre økonomiske rådgivere i forbindelse med virksomhedssalg, generationsskifte og almindelig formuepleje. Vi deltager gerne i rådgivningsmøder og udarbejder uforbindende oplæg med udgangspunkt i klientens ønsker og behov.

## Sådan køber De aktier

Formueplejeselskaberne er aktieselskaber noterede på OMX Den Nordiske Børs København og kan frit omsættes. De kan købe aktier i Formueplejeselskaberne gennem Deres bank eller netbank, som alle andre børsnoterede aktier.

Ved køb af aktier til en værdi af minimum 500.000 kr. kan De handle via Formuepleje A/S. Der beregnes ingen kurtage, men alene et notagebyr på pt. 350 kr. til Jyske Bank A/S. Formuepleje A/S har således ingen indtægter relateret til handlens gennemførelse, men yder denne aktionærservice ud fra ønsket om en nem, billig og effektiv handelsafvikling for vores kunder. Kontakt os gerne for nærmere information på tlf. 87 46 49 00 eller læs mere på [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk).



# Formue over 5 millioner

Vi tilbyder en omfattende økonomisk rådgivning og sparring med udgangspunkt i en analyse af Deres aktuelle økonomiske situation

## Kan De investere 5 millioner kroner eller mere?

Vi tilbyder en omfattende økonomisk rådgivning og sparring med udgangspunkt i en analyse af Deres aktuelle økonomiske situation - herunder en second opinion på Deres nuværende investeringer. Analysen munder ud i konkrete anvisninger på en optimal formuesammensætning i forhold til Deres risikoholdning og skattemæssige forhold.

Større formuer er ofte komplekse og kan bestå af midler placeret i såvel ejendomme, selskaber, virksomhedsordning, pension og i privat regi. De mange forskellige skattemiljøer giver ofte mulighed for at sammensætte investeringerne på en måde, der kan forbedre resultatet efter skat væsentligt. Formueanalysen skaber overblik over Deres nuværende balance, formue samt fordeling af aktiver og passiver på overordnet niveau og i skattemiljøer. De er naturligvis velkomne til at lade Deres revisor eller anden rådgiver deltage ved et uforbindende rådgivningsmøde.

## Risikoprofil

Fastlæggelse af Deres risikoholdning og Deres accept af kursudsving er et af de vigtigste elementer i vores rådgivning. Risikorammen vil sammen med den valgte investeringshorisont og Deres skatteforhold give mulighed for finde den optimale formuesammensætning. Deres nuværende investeringers forventede afkast og risiko beregnes og sammenholdes med alternative investeringer. Afkast og risiko vises også i form af et udfaldsrum, hvor investeringens forventede best case og worst case opgjort med 90% sandsynlighed illustreres.



## Anbefaling

På baggrund af formueanalysen kommer vi med vores anbefaling, som under hensyntagen til Deres risikoramme er optimeret ud fra et ønske om det højeste risikojusterede afkast efter skat. Vores anbefaling sammenlignes med den nuværende investering i et afkast/risikodiagram samt udfaldsrum med henholdsvis best og worst case.

## Formuerapport

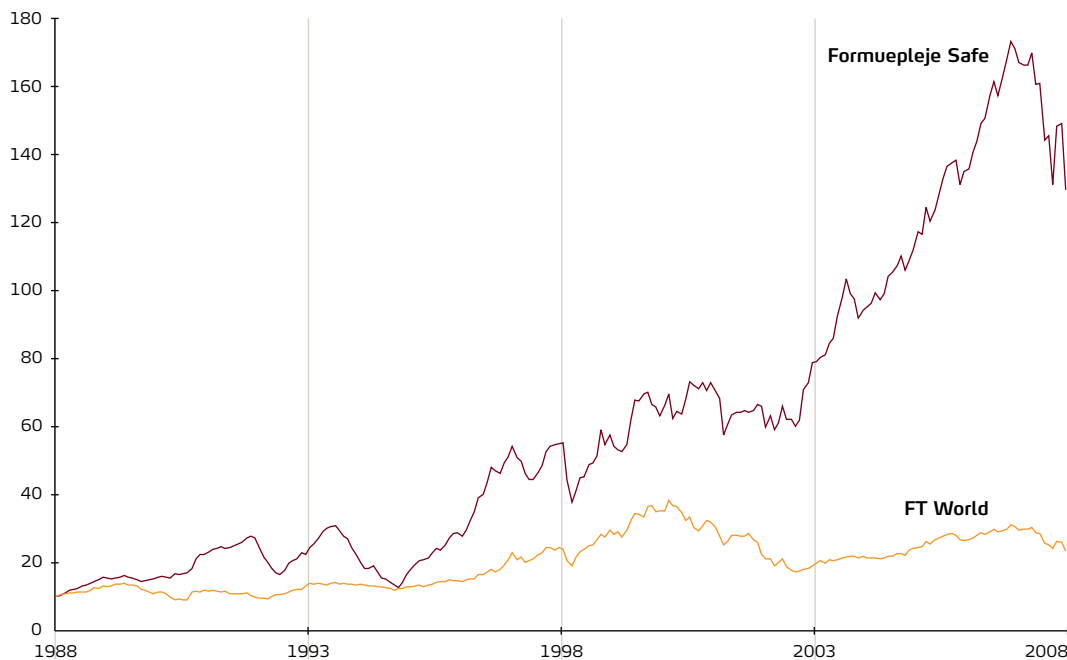
Udgør Deres investeringer i Formueplejeselskaberne mere end 5 millioner kroner, tilbyder vi Dem uden beregning en kvartalsrapport, Formuerapporten. Her har De en unik mulighed for at se, hvordan Deres portefølje udvikler sig, både absolut og i forhold til markederne. Vi vil gerne stå til ansvar for vores indsats og resultater, og derfor er formuerapporten central i de fleste rådgivningssituationer.

# 20 års resultater

Formuepleje Safe har siden starten i 1988 skabt et samlet afkast på 1.196 procent, svarende til et gennemsnitligt

årligt afkast på 14%. 1 million kroner investeret i 1988 er således vokset til 13 mio. kr. i 2008.

## FORMUEPLEJE SAFE A/S OG FT WORLD AKTIEINDEKS



	20 år	15 år	10 år	5 år
Formuepleje Safe	1078%	479%	136%	65%
FT World aktieindeks	116%	78%	-4%	24%

## Samlet afkast i procent

Selskab	1 år	3 år	5 år	7 år	10 år	15 år	20 år	Levetid	Start
Formuepleje Optimum	-7%	-	-	-	-	-	-	1%	2006
Formuepleje Pareto	-17%	8%	24%	101%	-	-	-	124%	1999
Formuepleje Safe	-24%	16%	65%	78%	136%	479%	1078%	1.196%	1988
Formuepleje Safe VSO	-	-	-	-	-	-	-	-26%	2007
Formuepleje Epikur	-30%	15%	71%	85%	134%	375%	-	473%	1991
Formuepleje Penta	-34%	10%	68%	69%	115%	-	-	216%	1994
Formuepleje Merkur	-17%	17%	47%	99%	119%	-	-	141%	1998
Formuepleje Limitellus	-19%	19%	-	-	-	-	-	26%	2005
<b>Til sammenligning:</b>									
Globalt aktieindeks	-24%	-3%	24%	-26%	-4%	78%	116%	158%	1988
Dansk obligationsindeks	3%	1%	15%	36%	55%	139%	326%	361%	1988

Alle afkast for Formueplejeselskaberne er opgjort efter selskabsskat og efter alle omkostninger. Til sammenligning er anvendt FT Worlds globale aktieindeks samt JPMorgans danske statsobligationsindeks. Alle tal er odaterede 1. juli 2008. Aktuelle kurser kan ses på [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk).

# Introduktion til faktasiderne

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

**INDRE VÆRDI** er værdien af alle aktiver og passiver i selskabet omregnet til en kurs pr. aktie. Den indre værdi opgøres og offentliggøres hver dag via OMX Den Nordiske Børs København.

**BØRSKURSEN** er gennemsnitskursen af alle handler på opgørelsesdatoen på OMX Den Nordiske Børs København.

**KURSUDVIKLINGEN** viser selskabets kursudvikling sammenholdt med enten JP Morgans danske obligationsindeks (Formuepleje Optimum) eller det globale aktieindeks, FT World. Endvidere vises udfaldsrummet med kurver for det forventede afkast, best case og worst case scenarier opgjort på baggrund af historiske kursdata og med 90% sandsynlighed. Endelig vises det 5-årige afkastmål og den 3-årige risikoramme udtrykt som konkrete kursværdier. Det understreges, at afkastmål, best case og worst case ikke er garantier men alene ambitiøse og realistiske mål.

**INVESTERINGER** viser fordeling på aktier og obligationer. De bordeaux farver angiver aktieinvesteringer fordelt på markeder mens de orange farver viser fordelingen af obligationer.

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

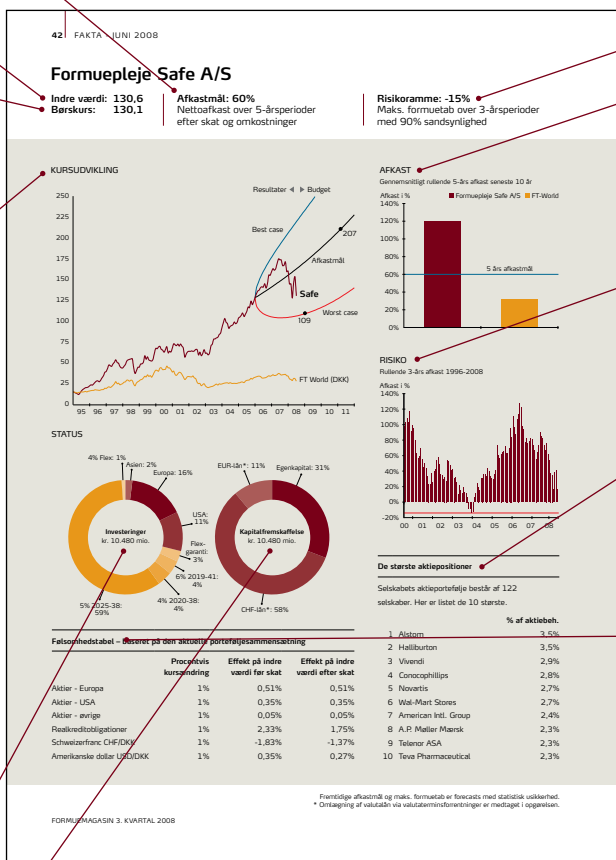
**RISIKORAMMEN** er et mål for selskabets maksimale formuetab på 3-års perioder, målt med 90% sandsynlighed. Risikorammerne er ikke og må ikke forveksles med garantier.

**AFKAST** viser de gennemsnitlige 5-års afkast. Afkastet er sammenholdt med de gennemsnitlige 5-års afkast i FT World i DKK.

**RISIKO** Viser rullende 3-års afkast opgjort måned for måned. Risiko er sammenholdt med selskabets risikorammer, markeret med den orange linje.

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

**FØLSOMHED** Tabellen viser effekten på selskabets indre værdi af en kursændring på 1% på udvalgte markeder. Tallene kan ikke blot lægges sammen for at finde den samlede følsomhed, da sandsynligheden for, at fx europæiske aktier bevæger sig 1% er meget større end at CHF bevæger sig 1%. Men tabellen giver et godt pejlemærke for hvilke faktorer, der påvirker selskabets kursudvikling.



**KAPITALFREMSKAFFELSEN** viser egenkapitalens andel af balancen samt lånekapitalens fordeling på valutaer. Omlægning af valutalån via valutaterminsfremtninger er medtaget i opgørelsen.

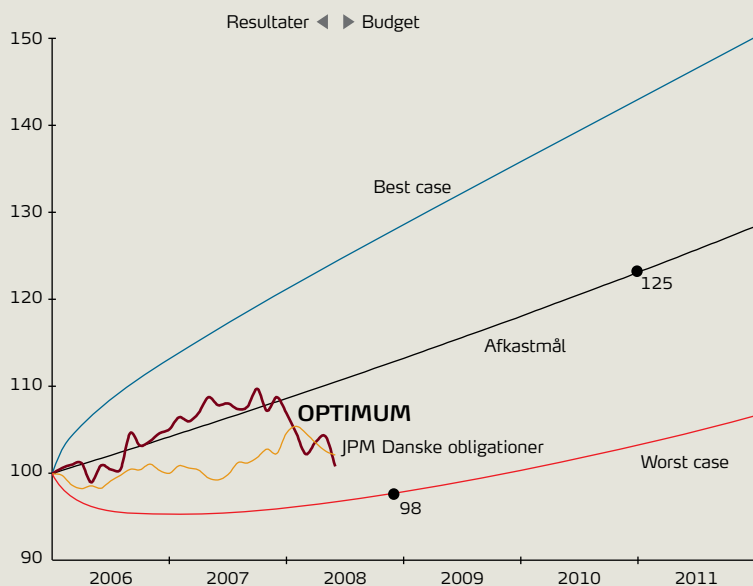
# Formuepleje Optimum A/S

Indre værdi: 100,9  
Børskurs: 102,0

Afkastmål: 25%  
Nettoafkast over 5-års perioder  
efter skat og omkostninger

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

## KURSUDVIKLING



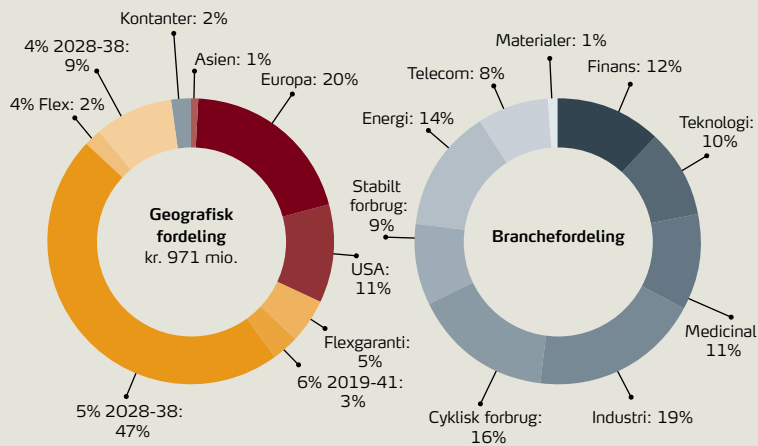
## RISIKO

Formuepleje Optimum har startet sine investeringer 1/2-06 og har i sagens natur derfor en kort afkast- og risiko-statistik. I selskabets levetid har Optimum forrentet egenkapitalen med 0,9%. Til sammenligning er obligationsindekset steget 2,3% i samme periode.

Optimums portefølje er sammensat med maksimum 35% i aktier og minimum 65% i obligationer. Det har historisk vist sig ikke at udgøre en større tabsrisiko på lang sigt end en investering i 100% obligationer.

Udover det absolutte afkastmål på 25% efter omkostninger og selskabsskat over 5 år, er det derfor naturligt at sammenligne afkastet i Optimum med det danske obligationsindeks.

## STATUS



## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,20%	0,20%
Aktier - USA	1%	0,11%	0,11%
Aktier - øvrige	1%	0,02%	0,02%
Realkreditobligationer	1%	0,65%	0,49%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,11%	0,09%

## De største aktiepositioner

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

	% af aktiebeh.
1 Volkswagen	6,4%
2 Alstom	5,1%
3 Petroleo Brasileiros	3,3%
4 A.P. Møller Mærsk	3,1%
5 ABB	3,0%
6 Ahold	2,8%
7 Danske Bank	2,6%
8 IBM	2,5%
9 France Telecom	2,3%
10 Vivendi Universal	2,3%

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



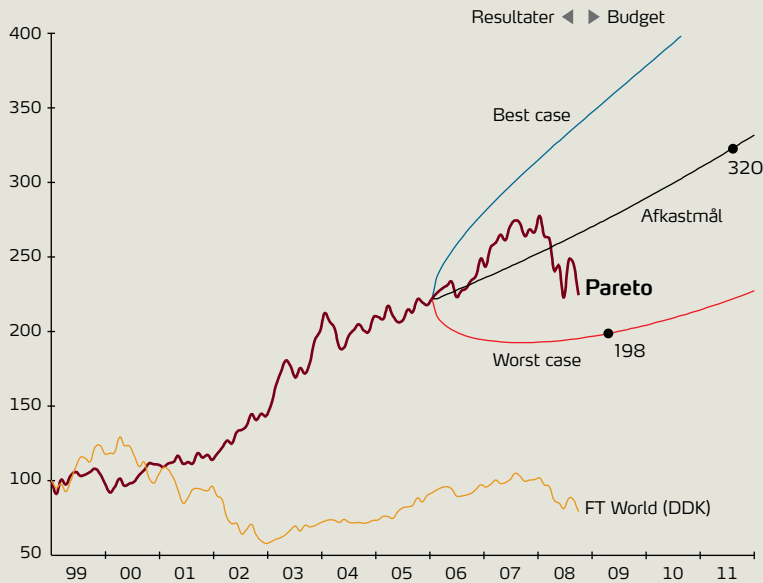
# Formuepleje Pareto A/S

Indre værdi: 224,3  
Børskurs: 220,5

Afkastmål: 45%  
Nettoafkast over 5-års perioder  
efter skat og omkostninger

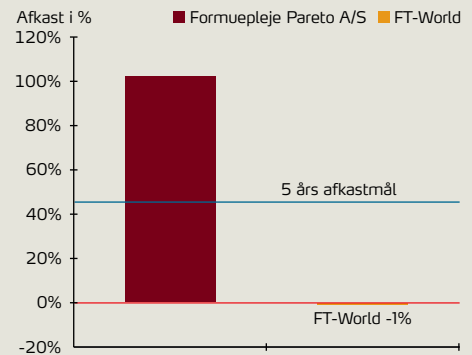
Risikoramme: -10%  
Maks. formuetab over 3-årsperioder  
med 90% sandsynlighed

## KURSUDVIKLING

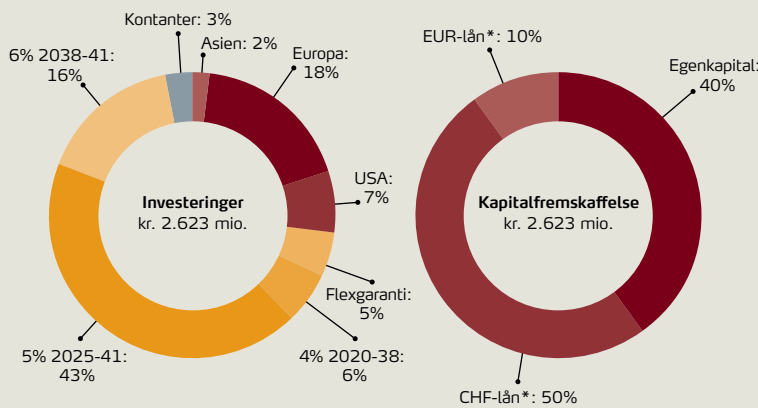


## AFKAST

Gennemsnitligt rullende 5-års afkast siden 1. juli 1999

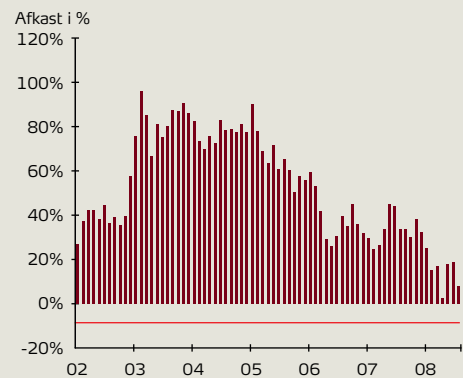


## STATUS



## RISIKO

Rullende 3-års afkast 1999-2008



## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 63 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Alstom	5,7%
2 Volkswagen	5,7%
3 Acergy	3,4%
4 Electricite De France	3,0%
5 KPN	2,9%
6 Siemens	2,9%
7 ABB	2,8%
8 A.P. Møller Mærsk	2,8%
9 Danske Bank	2,3%
10 France Telecom	2,2%

## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på Indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,45%	0,45%
Aktier - USA	1%	0,18%	0,18%
Aktier - øvrige	1%	0,05%	0,05%
Realkreditobligationer	1%	1,80%	1,35%
Schweizerfranc CHF/DKK	1%	-1,20%	-0,90%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,18%	0,13%

Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.  
\* Omlægning af valutalån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

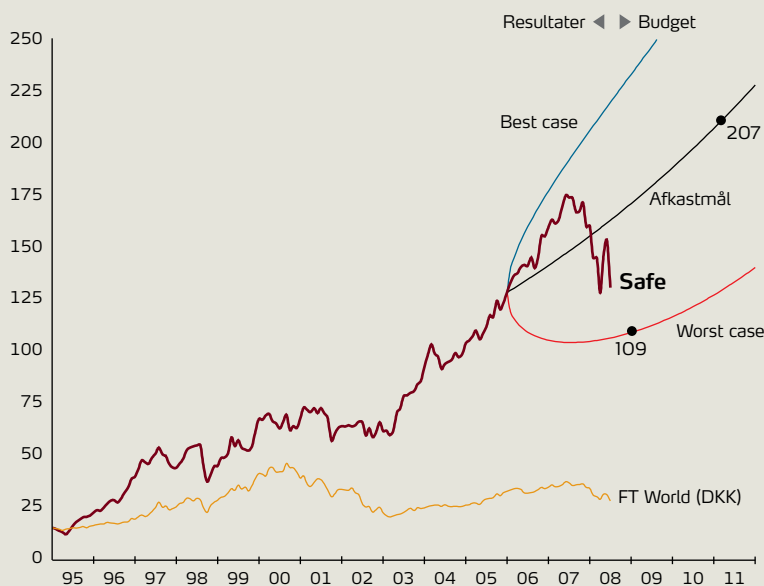
# Formuepleje Safe A/S

Indre værdi: 130,6  
Børskurs: 130,1

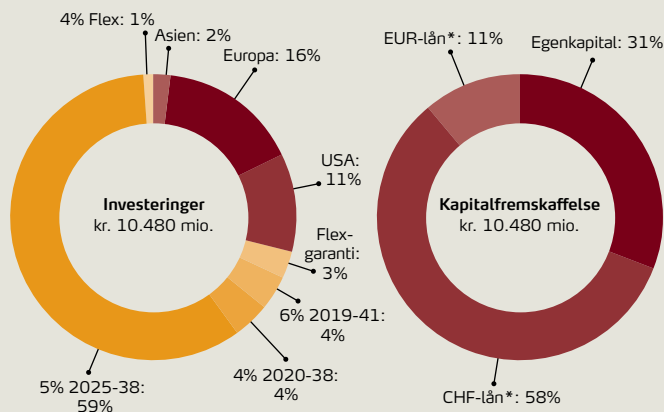
Afkastmål: 60%  
Nettoafkast over 5-årsperioder  
efter skat og omkostninger

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

## KURSUDVIKLING



## STATUS

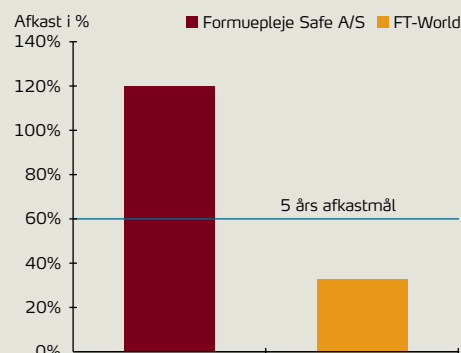


## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,51%	0,51%
Aktier - USA	1%	0,35%	0,35%
Aktier - øvrige	1%	0,05%	0,05%
Realkreditobligationer	1%	2,33%	1,75%
Schweizerfranc CHF/DKK	1%	-1,83%	-1,37%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,35%	0,27%

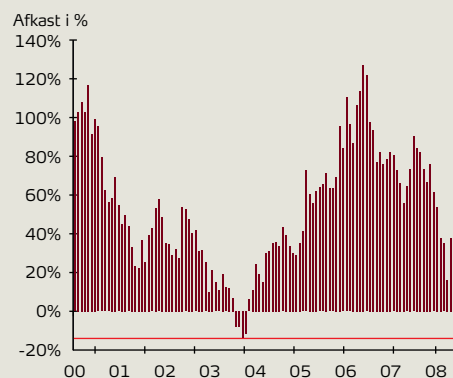
## AFKAST

Gennemsnitligt rullende 5-års afkast seneste 10 år



## RISIKO

Rullende 3-års afkast 1996-2008



## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 122 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Alstom	3,5%
2 Halliburton	3,5%
3 Vivendi	2,9%
4 Conocophillips	2,8%
5 Novartis	2,7%
6 Wal-Mart Stores	2,7%
7 American Intl. Group	2,4%
8 A.P. Møller Mærsk	2,3%
9 Telenor ASA	2,3%
10 Teva Pharmaceutical	2,3%

Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.  
\* Omlægning af valutalån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

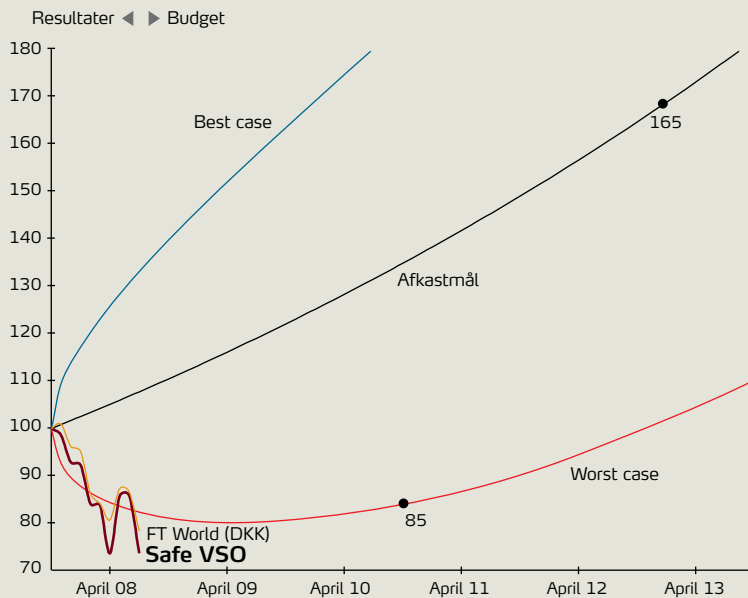
# Formuepleje Safe VSO A/S

Indre værdi: 73,6

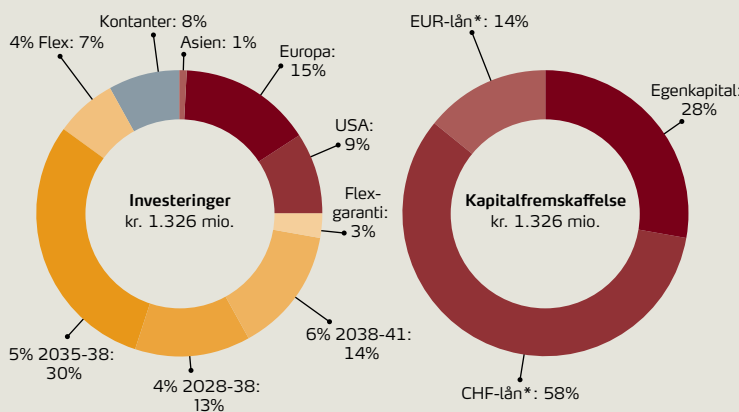
**Afkastmål: 65%**  
 Nettoafkast over 5-årsperioder  
 efter skat og omkostninger

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

## KURSUDVIKLING



## STATUS



## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,52%	0,52%
Aktier - USA	1%	0,34%	0,34%
Aktier - øvrige	1%	0,05%	0,05%
Realkreditobligationer	1%	2,43%	2,43%
Schweizerfranc CHF/DKK	1%	-2,07%	-2,07%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,34%	0,34%

## LAGERBESKATNING

Selskabet er skattefrit. Til gengæld skal aktionærer hjemmehørende i Danmark beskattes efter lagerprincippet.

Det betyder, at både urealiserede og realiserede avancer eller tab skal indgå som kapitalindkomst på selvangivelsen for den enkelte aktionær. For virksomhedsskatteordninger og i selskaber betales 25% og i pensionsordninger 15% i skat. For private investorer beskattes stigningen i indre værdi som kapitalindkomst med op til 59%. Safe VSO henvender sig derfor specielt til midler i virksomhedsskatte- og pensionsordninger.

## RISIKO

Formuepleje Safe VSO A/S har startet sine investeringer medio oktober 2007 og har i sagens natur derfor en kort afkast- og risikostatistik. I selskabets levetid har Safe VSO givet et tab på 26%. Til sammenligning er det globale aktieindeks omregnet til danske kroner faldet 22% i samme periode.

## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 50 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Halliburton	5,1%
2 Wal-Mart Stores	4,0%
3 IBM	3,8%
4 Novartis	3,7%
5 Telenor ASA	3,4%
6 Vivendi	3,2%
7 Allianz	3,1%
8 A.P. Møller Mærsk	3,1%
9 Siemens	3,0%
10 Time Warner	2,9%

Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.  
 \* Omlægning af valutalån via valutatermsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

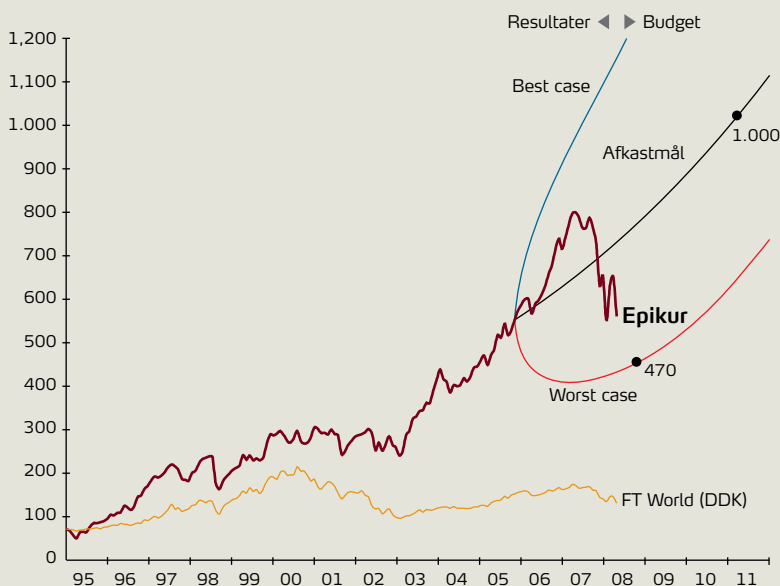
# Formuepleje Epikur A/S

Indre værdi: 578,6  
Børskurs: 572,5

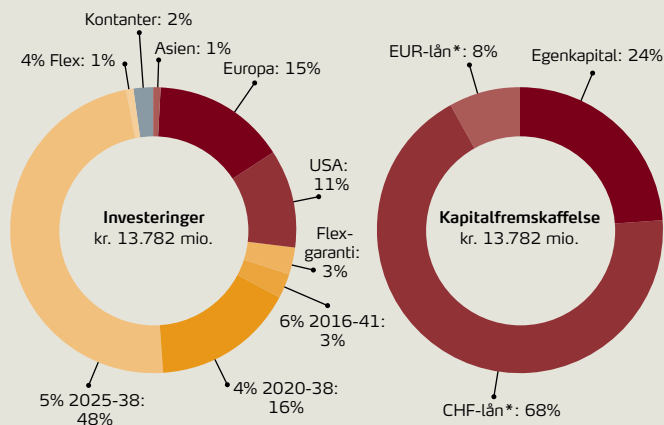
Afkastmål: 75%  
Nettoafkast over 5-årsperioder  
efter skat og omkostninger

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

## KURSUDVIKLING



## STATUS

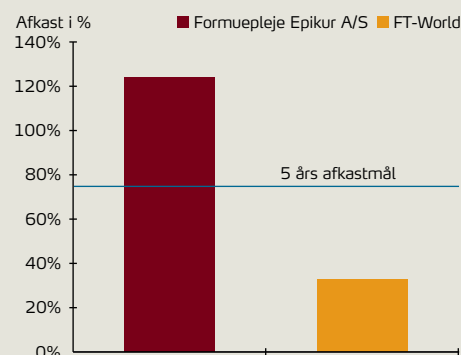


## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,62%	0,62%
Aktier - USA	1%	0,48%	0,48%
Aktier - øvrige	1%	0,04%	0,04%
Realkreditobligationer	1%	2,94%	2,20%
Schweizerfranc CHF/DKK	1%	-2,80%	-2,10%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,48%	0,36%

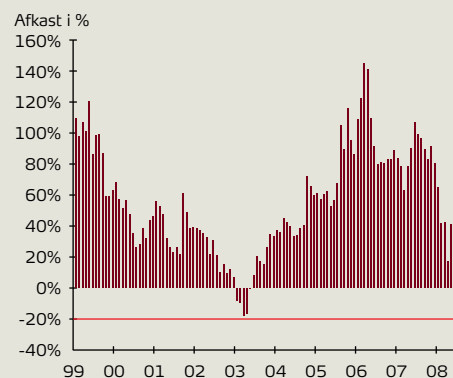
## AFKAST

Gennemsnitligt rullende 5-års afkast seneste 10 år



## RISIKO

Rullende 3-års afkast 1996-2008



## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 132 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Halliburton	3,9%
2 Conocophillips	3,4%
3 Constellation Brands	3,1%
4 A.P. Møller Mærsk	2,8%
5 Barr Pharmaceuticals	2,8%
6 Vivendi universal	2,6%
7 Siemens	2,4%
8 Telenor ASA	2,4%
9 Transocean	2,2%
10 Group 4 Falck	2,2%

Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.  
\* Omlægning af valutalån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.



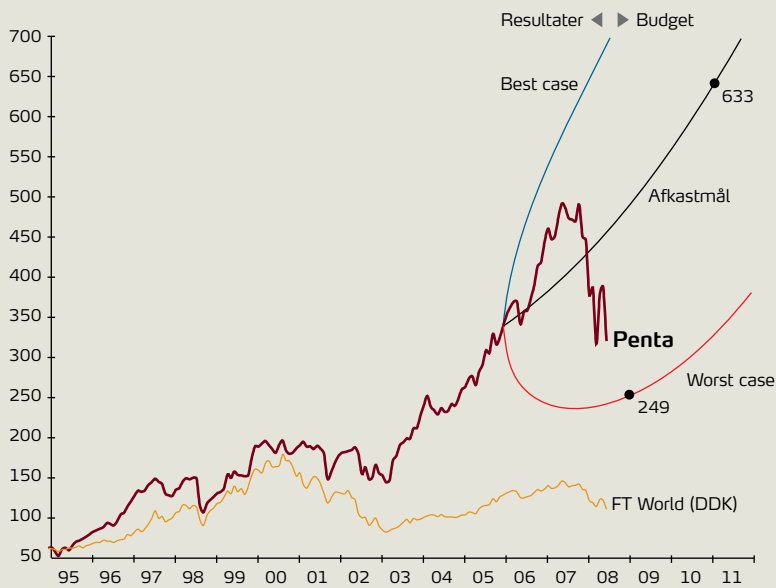
# Formuepleje Penta A/S

Indre værdi: 318,2  
Børskurs: 315,1

Afkastmål: 90%  
Nettoafkast over 5-årsperioder  
efter skat og omkostninger

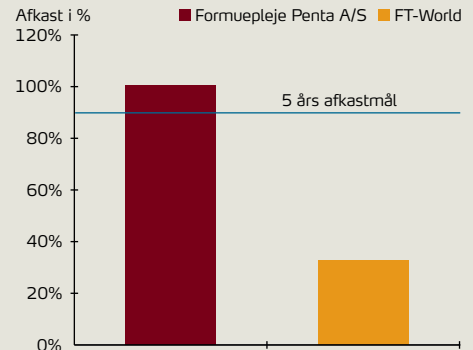
Risikoramme: -25%  
Maks. formuetab over 3-årsperioder  
med 90% sandsynlighed

## KURSUDVIKLING

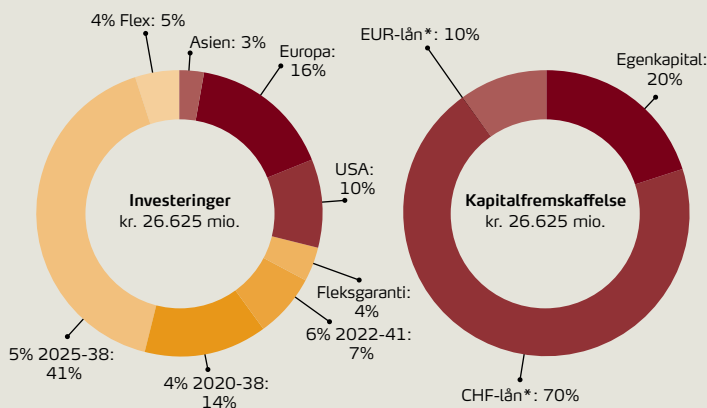


## AFKAST

Gennemsnitligt rullende 5-års afkast seneste 10 år

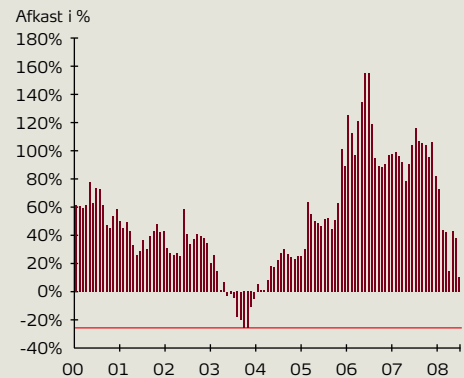


## STATUS



## RISIKO

Rullende 3-års afkast 1996-2008



## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 134 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 IBM	3,7%
2 Mitsui Sumitomo Insurance	3,7%
3 Conocophillips	3,3%
4 FMC Technologies	3,0%
5 Vivendi Universal	2,8%
6 Siemens	2,6%
7 Novartis	2,3%
8 Time Warner	2,3%
9 Alstom	2,2%
10 Tidewater	2,1%

## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,78%	0,78%
Aktier - USA	1%	0,49%	0,49%
Aktier - øvrige	1%	0,16%	0,16%
Realkreditobligationer	1%	3,54%	2,66%
Schweizerfranc CHF/DKK	1%	-3,45%	-2,59%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,49%	0,37%

Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.  
\* Omlægning af valutalån via valutatermsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

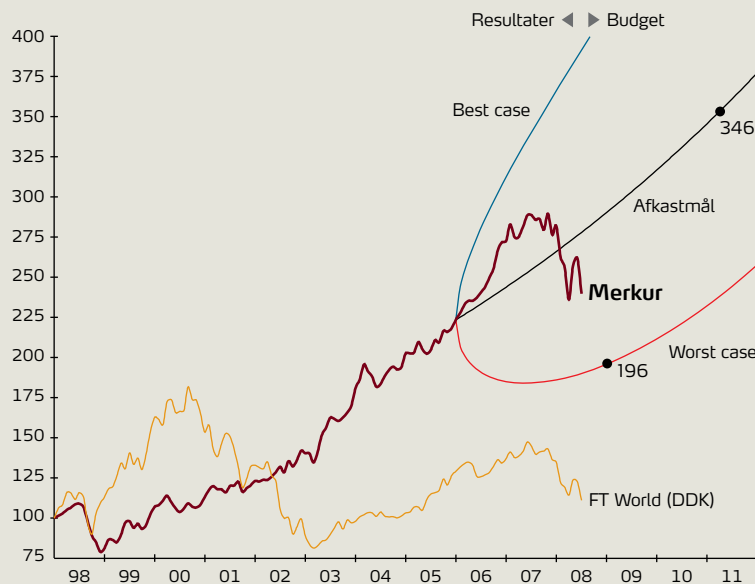
# Formuepleje Merkur A/S

Indre værdi: 239,8  
Børskurs: 236,8

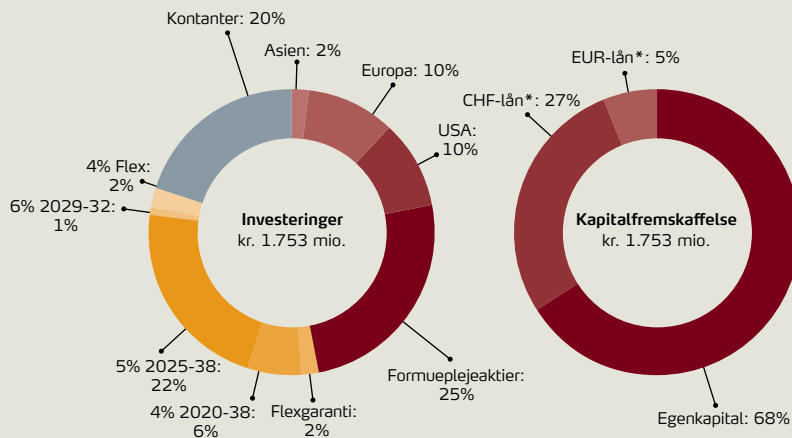
Afkastmål: 55%  
Nettoafkast over 5-årsperioder  
efter skat og omkostninger

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

## KURSUDVIKLING



## STATUS

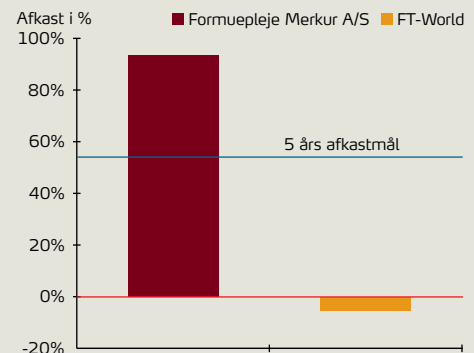


## Følsomhedstabell – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,55%	0,45%
Aktier - USA	1%	0,14%	0,14%
Aktier - øvrige	1%	0,03%	0,03%
Realkreditobligationer	1%	0,50%	0,37%
Schweizerfranc CHF/DKK	1%	-0,40%	-0,30%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,14%	0,11%

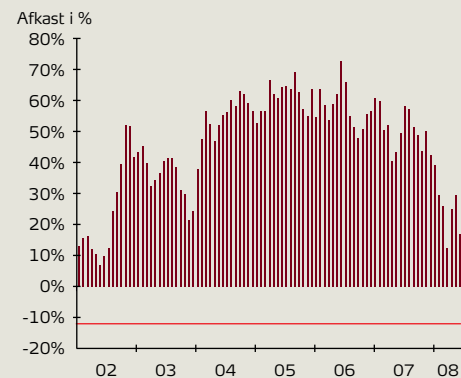
## AFKAST

Gennemsnitligt rullende 5-års afkast seneste 10 år



## RISIKO

Rullende 3-års afkast 1998-2008



## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 76 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje Penta A/S	13,0%
2 Formuepleje Epikur A/S	12,3%
3 Formuepleje Safe A/S	11,1%
4 Formuepleje Merkur A/S	8,3%
5 Formuepleje Pareto A/S	3,7%
6 Formuepleje LimiTTellus A/S	3,5%
7 Petroleo Brasileiro	2,9%
8 Rentokil	1,4%
9 Siemens	1,4%
10 Citigroup	1,3%

Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.  
\* Omlægning af valutalån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

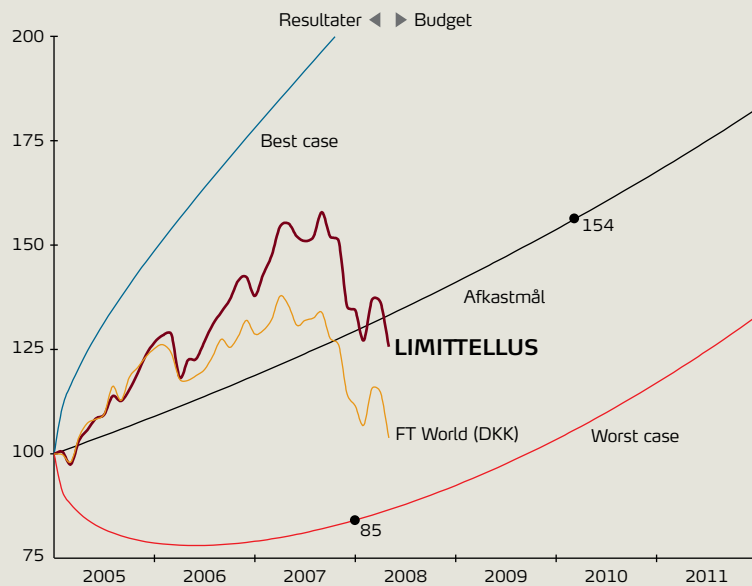
# Formuepleje LimiTellus A/S

Indre værdi: 125,7  
Børskurs: 126,7

Afkastmål:  
Bedre end FT World

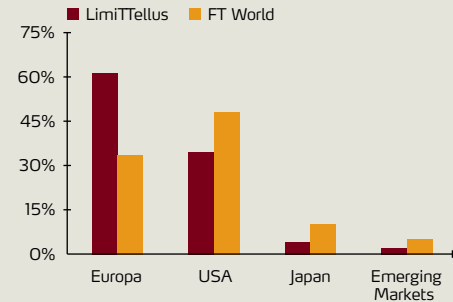
Risikoramme: -15%  
Maks. formuetab over 3-årsperioder  
med 90% sandsynlighed

## KURSUDVIKLING



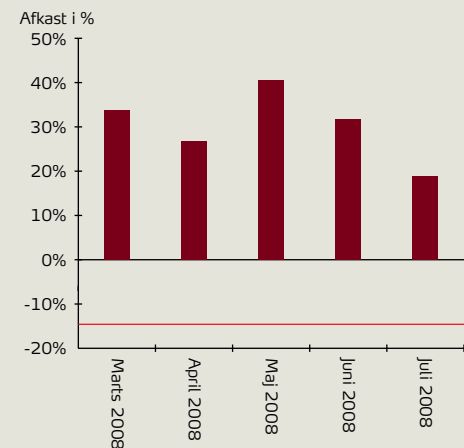
## AKTIEFORDELING

Regionsfordeling – Diff ift. FT World: 54%

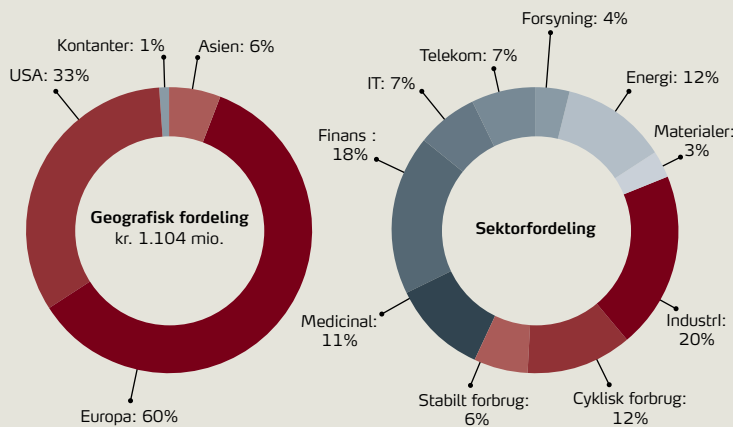


## AFKAST

3-års afkast siden 1. marts 2005



## STATUS



## De største aktiepositioner

Selskabets aktieportefølje består af 65 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeh.
1 Alstom	4,0%
2 Electricite De France	4,0%
3 A.P. Møller Mærsk B	3,1%
4 Danske Bank	3,1%
5 Halliburton Co.	2,8%
6 Volkswagen	2,7%
7 Allianz	2,6%
8 ABB	2,6%
9 Conocophillips	2,4%
10 Caterpillar Tractor	2,3%

## Følsomhedstabel – baseret på den aktuelle porteføljesammensætning

	Procentvis kursændring	Effekt på indre værdi før skat	Effekt på indre værdi efter skat
Aktier - Europa	1%	0,60%	0,60%
Aktier - USA	1%	0,33%	0,33%
Aktier - øvrige	1%	0,06%	0,06%
Amerikanske dollar USD/DKK	1%	0,33%	0,24%

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



# 100% formuepleje

Formuepleje tænker kun på én ting – at skabe det højst mulige afkast i forhold til Deres risikoholdning. Med andre ord er vi 100% dedikerede til pleje af Deres formue. Vi investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede modeller og har gennem 20 år skabt et samlet afkast på 1200% til vores investorer. Vores forretningsmodel bygger på at minimere enhver form for interessekonflikt mellem investor og rådgiver. Vi er således primært resultatflønnede og har dermed et unikt interessefællesskab med vores investorer.

Kontakt os på tlf. 87 46 49 00 eller [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk).

UDGIVER:

**FORMUE PLEJE**

SELSKABERNE

Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C

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

RÅDGIVNING OG FORMIDLING:

**FORMUE PLEJE**

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

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