

FORMUEMAGASIN

AKTIONÆRORIENTERING FRA FORMUEPLEJESELSKABERNE

4. KVARTAL 2007 · 22. ÅRGANG

Esben og de syv selskaber

De kloge narrer
de mindre kloge

Saml alle æggene
i én kurv



FORMUE PLEJE

22. årgang, 4. kvartal 2007

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 30. september 2007

Artikler

"Alt lykkes i bakspejlet"	3
Udfordringens efterår	4
Saml alle æggene i én kurv	6
Det er undtagelsen, at man får det man forventer	8
Garanti – gift for formuen	10
Fra bly til guld	13
Nyt fra Formuepleje	17
Forskellen på en investor og en spekulant	22
Esben og de syv selskaber	26
Nyt fra Formuepleje	31
De kloge narrer de mindre kloge	32
Nyt fra Formuepleje	37
Panikken i New York 100 år efter	38
Rekordoverskud i Formueplejeselskaberne	41
Gyldne tider	42

Markeder

Aktiemarkedet	18
Obligationsmarkedet	20
Valutamarkedet	21

Faktasider

Introduktion til faktasiderne	44
Optimum	45
Pareto	46
Safe	47
Epikur	48
Penta	49
Merkur	50
LimiTTellus	51



06 Saml alle æggene i én kurv

84% af danskerne ved ikke, hvor meget der betales i omkostninger på deres pension!



26 Esben og de syv selskaber

En dedikeret og ambitiøs bestyrelsesformand med hovedet på afkastblokken og fødderne solidt i den jyske havemuld. Mød bestyrelsesformand Esben Vibe.



32 De kloge narrer de mindre kloge

Der tabes ingen penge på de finansielle markeder – de er blot gået videre til nogen, der er klogere.

FORMUE PLEJE SELSKABERNE

Formuemagasinet udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

Udkommer fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

Oplag 13.500 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 · Kommunikationsmedarbejder Gitte Wenneberg. **Grafisk design** Grafisk designer Hanne Skov. **Offsettryk** Scanprint. **Fotografer** Christoffer Håkansson og Polfoto. **Forside:** Esben Vibe, bestyrelsesformand i 7 af 8 Formueplejeselskaber. Foto: Christoffer Håkansson.

Bidragydere Direktør Erik Møller · Direktør Brian Leander · Investeringschef Søren Astrup · Formuerådgiver Anders Bjørnager · Formuerådgiver René Juul · Formuerådgiver Anders Kristiansen · Senior kapitalforvalter Nicolai Borch Hansen · Kapitalforvalter Peter Brink Madsen · Analytiker René Rømer · Analytiker Anders Lund Larsen Kommunikationschef Kristian R. Hansen · Kommunikationsmedarbejder Gitte Wenneberg.

“Alt lykkes i bakspejlet”



► Erik Møller, direktør i Formueplejeselskaberne

Røde avisoverskrifter

Ingen tvivl om, at omfanget af den såkaldte subprime-krise har været større end først antaget, fordi det bl.a. har fået den effekt, at bankerne spiller Sorteper med hinanden. Ingen ønsker at oplyse, hvor meget de er eksponeret mod sub-primegæld og dermed falder bankernes lyst til at låne hinanden kapital.

Det har resulteret i en decideret kreditkrise, som endnu ikke er ovre. Nationalbankerne har dog hele tiden stillet den nødvendige likviditet til rådighed i markedet og den amerikanske nationalbank har nedsat den ledende rente med 0,5%.

Tab på 0% - 3,5%

Bedømt ud fra de daglige finansoverskrifter må juli kvartal være noget af det værste, vi har oplevet i mands minde. Det blev det nu ikke, når vi kigger på de rå data. For vore aktionærer betød det på bundlinjen, at de indre værdier i Formueplejeselskaberne faldt med 1-3,5% i kvartalet med Optimum som undtagelsen, der fik et lille positivt afkast.

5 år er den rigtige tidshorisont for aktier

Nu skal aktieinvesteringerne som bekendt ikke ses på kvartalsbasis. I en ny analyse, der præsenteres i næste nummer af Formuemagasinet bliver det slået fast, at hvis man investerer i aktier med 1 års tidshorisont, så er der stadig 35% sandsynlighed for tab. Men har man 5-års tidshorisont, stiger sandsynligheden for at få overskud på danske aktieinvesteringer til 80%.

“Det har vi aldrig sagt...”

I investeringsverdenen er det ikke god skik at varedeklære i tal, hvad man som investor realistisk kan forvente både i afkast og i risiko. Normalt vælger man i bakspejlet en succesinvestering – et indeks, der er gået godt, f.eks. nordiske aktier - eller en råvare, kobber, der er steget 200%. Herefter viser man grafen over det nye produkts teoretiske afkast og håber, at investorerne ærgrer sig over ikke at have haft mange nordiske aktier. Med småt skriver man, at fiktive, historiske afkast ikke er en garanti for fremtidige.

Når investoren - med en vis forventning om at tjene noget, der bare ligner 200% om 3 år - faktisk har tabt 50% på sine råvareinvesteringer, kan udbyderen af den spændende råvareinvestering med fuld ret sige: “Det har vi aldrig sagt. Vi skrev, at det ikke var en garanti for fremtidige afkast.”

“Alt lykkes i en gasovn...”

Morale: Da der jo i bakspejlet altid er noget, der er gået rigtig godt – så vil der hvert eneste kvartal være nye spændende investeringsprodukter til investorer, der sidder og ærgrer sig over ikke at have været med i disse bakspejls-succesinvesteringer. Og da udbyderne kan lokke med hvad som helst, bare man har husket det juridiske lænde-klaede, vil udbuddet af nye produkter fortsat stige.

Med en let omskrivning af det gamle reklameslogan: “Alt lykkes i en gasovn” – så husk næste gang De ser et “spændende” tilbud: “Alt lykkes i bakspejlet”.

PS: Har det aldrig undret Dem, hvorfor man altid får tilbudt nye investeringsprodukter, når de underliggende investeringer er steget 200%?

Med venlig hilsen

Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne



Udfordringens efterår

Nervøsiteten og uroen bredte sig som ringe i vandet til de finansielle markeder i kvartalet. Hårdest ramt blev kredit- og pengemarkedet.



Søren Astrup
Investeringschef, partner
Formuepleje AIS

Historisk uro på pengemarkedet

Nervøsiteten og uroen bredte sig som ringe i vandet til samtlige finansielle markeder i 3. kvartal. Mens aktie- og obligationsmarkedet opførte sig "normalt" – dvs. med faldende aktiekurser og renter, var problemerne for kredit- og pengemarkedet denne gang langt mere alvorlige. For første gang siden 1998 måtte centralbankerne stille massiv ekstraordinær likviditet til rådighed for at undgå et sammenbrud af det finansielle system.

Situationens alvor blev tillige understreget af, at den amerikanske centralbank vendte 180 grader og satte renten ned med 0,5% point. En operation der beroligede markederne en del.

Netop centralbankernes handlekraft er afgørende for, at uroen kun i begrænset omfang får negativ effekt for realøkonomien og virksomhedernes indtjeningsmuligheder. Og præcis derfor er udviklingen i 3. kvartal ikke starten på en massiv global afmatning. Og jeg kunne tilføje – præcis derfor er det ikke nu man skal sælge ud af sine aktier – derimod skal man kende sin risiko – og i det omfang det er muligt, sørge for at få købt ind på de billige aktiemarkeder.

1

Valutabevægelser

Valuta	Seneste kvrt.	Seneste 12 mdr.
CHF	-2,0%	-4,6%
USD	-4,9%	-11,2%
JPY	2,0%	-8,6%

Et dårligt kvartal, men...

Formueplejeselskaberne undgik desværre ikke aktiekursfaldene og leverede afkast i størrelsesordenen +0,2% til -3%. En situation, vi skal tilbage til 2. kvartal 2006 for at finde magen til. På 12 måneders sigt ser billedet anderledes positivt ud med afkast varierende fra 6,5% i Optimum til 23,3% i Penta.

Som investor i Formueplejeselskaberne har de fleste et stort fokus på det skabte afkast – særligt i forhold til konkurrerende udbydere af investeringsprodukter. Når man som investor skal evaluere det opnåede afkast, er det særligt relevant at betragte afkastet efter skat og omkostninger. Derfor sætter vi fokus på 5-års-afkastet efter skat, hvor vores mål er, at Formueplejeselskaberne altid

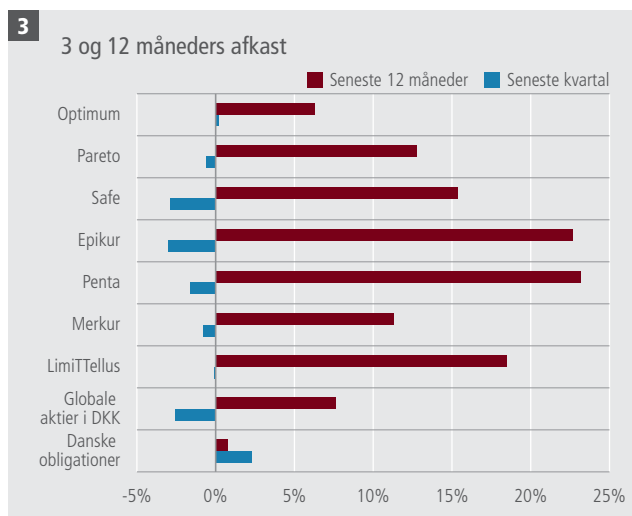
skal være blandt de bedste investeringsprodukter i Danmark. Ved indgangen til 4. kvartal 2007, kan vi konstatere, at det gennemsnitlige 5-års afkast efter skat fortsat ligger betydeligt over konkurrenternes. Vurderingen af det skabte afkast er naturligvis i selv uinteressant, hvis ikke man forholder sig til risikoen i produktet. Til dette kan man anvende den såkaldte Sharpe-ratio, som måler det risikojusterede afkast. Jo højere risikojusteret afkast, des højere Sharpe-ratio. Når vi laver denne måling for investeringsforeningsprodukter på det danske detailmarked, dukker der flere tankevækkende konklusioner frem:

- ▶ 36% (82 ud af 228) af investeringsprodukterne har givet 5 års afkast efter skat, som er lavere end den risikofrie rente efter skat!
- ▶ 4 ud af 22 udbydere har "skabt" et negativt risikojusteret afkast i flertallet af deres produkter, målt på 5-års afkast efter skat.

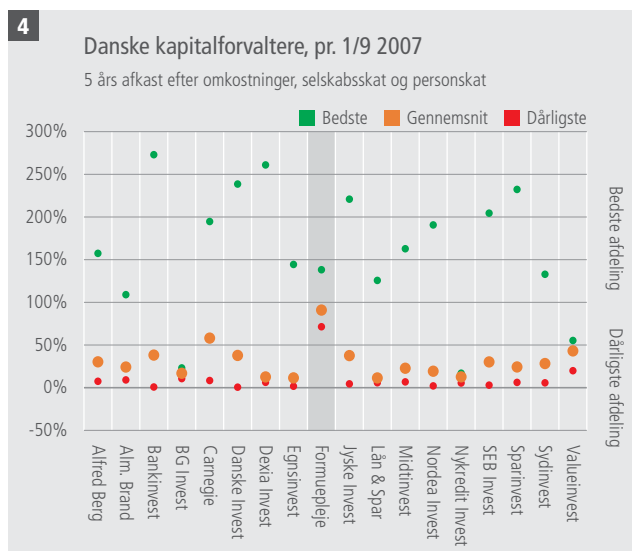
At 36% af investeringsprodukterne over en 5-års periode ikke har skabt værdi - på trods af, at investorerne har løbet ikke ubetydelige risici, understreger endnu engang, at det er svært at navigere mellem produkttilbuddene som investor. Når man dertil tager i betragtning, at produkttyperne vi her har undersøgt, typisk er simple og gennemskuelige aktie- og obligationsinvesteringer, må man konstatere, at både når det gælder enkeltprodukter og valg af udbyder skal man holde tungen lige i munden.

Note: *Sharpe-ratioen pr. udbyder er opgjort som medianen på p.a. basis de seneste 5 år. Som risikofri rente er anvendt 3,4%, hvilket svarer til efter skat afkastet på en 2'09'er. Standardafvigelse er opgjort før skat. En efterskat opgørelse af standardafvigelse ville gennemgående betyde højere Sharpe-ratios, men ville ikke ændre ved rangordningen i ovenstående figur. Bemærk, at ved negative merafkast vil en højere standardafvigelse resultere i en højere Sharpe-ratio, hvorfor Sharpe isoleret ikke kan rangordne negative merafkast.

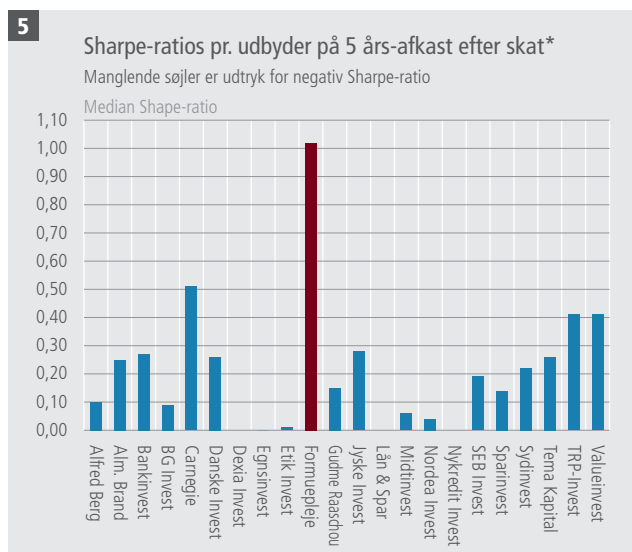
2 Budgetforventninger 3. kvartal 2007	
Pro anno-afkast	
Aktier	9%
Obligationer	4,75%
Valuta: kursbevægelser og lånerenter	-3,0 %
Strategi	
Aktier:	Maksimal udnyttelse af risikorammer
Obligationer:	Lav varighed
Valutafinansieringen:	Taktisk EUR



▶ Kilde: Formuepleje og Bloomberg



▶ Kilde: Formuepleje og IFR



▶ Kilde: Formuepleje og IFR



Saml alle æggene i én kurv



Anders Kristiansen
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Få overblik, kontante besparelser og større frihed ved at samle pensionerne. Det er ikke så svært endda.

Det er normalt god latin at sprede sine investeringer, men når det kommer til pensionsordninger, kan det blive en dyr fornøjelse.

På bare otte år er danskernes pensionsindbetalinger fordoblet fra 50 til over 100 mia. kr. sidste år. Dermed udgør pension ofte en meget stor del af danskernes samlede formue, hvorfor den fortjener en vis opmærksomhed.

Alligevel viser nye undersøgelser¹⁾, at de færreste danskere ved, hvad der egentligt sker med pengene. Det gælder de løbende indbetalinger, men ikke mindst de mange penge, som står og samler støv på såkaldte fripolicer fra tidligere ansættelsesforhold.

Hvor udhules opsparingen?

Der er mange parametre at holde styr på i en pensionsordning, og de virker ofte uoverskuelige. Udbetalingerne, som i sidste ende skal forsøde seniortilværelsen, afhænger af tre faktorer:

- ▶ Udgifterne til forsikringsdækninger
- ▶ Administrationsomkostninger
- ▶ Afkast af opsparingen

Hver femte dansker kender ikke sine forsikringsdækninger, fordi pensionsordningerne er spredt på flere pensionselskaber. Forsikringerne bliver derfor sjældent tilpasset ændringer i ens familie-, arbejdsmæssige eller økonomiske situation, og man betaler derfor for flere dækninger, end der reelt er behov for.

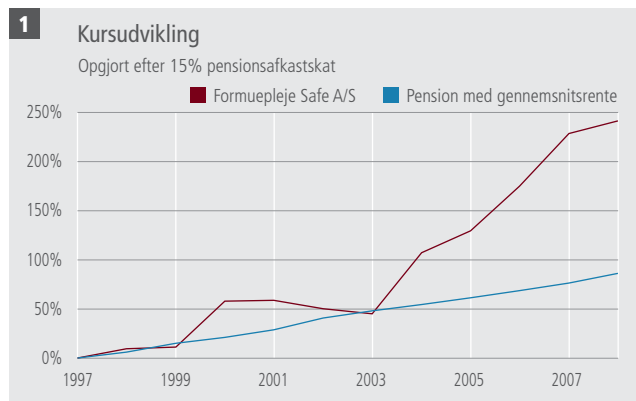
Administrationsomkostninger udgør ofte et fast beløb pr. police samt en procentdel af de løbende indbetalinger. Så jo flere policer De har, jo mindre er der i sidste ende til Dem.

Hvad får De i afkast?

Alle ved, at størrelsen af afkastet/forrentningen er afgørende for, hvor meget opsparingen forøges med. Til trods for det er 75% af pensionskunderne ikke klar over, hvor meget deres pensionsordning forrentes med!

Der har traditionelt set ikke været den store konkurrence mellem pensionselskaberne, når den årlige kontorente er blevet fastsat. Den gennemsnitlige rente siden 1997 har ligget på 5,8%²⁾ efter pensionsafkastskat.

Formueplejeselskabet Safe A/S har givet et gennemsnitligt afkast på 12,9% efter pensionsafkastskat OG omkostninger i samme periode. Så når vi i Formuepleje siger, at tiden er Deres bedste ven, gælder det ikke i relation til et for lille afkast!



► Kilde: Nordea Liv & Pension og Formuepleje Safe A/S

Gevinster ved færre ordninger, men...

Ved at samle Deres pensionsordninger får De et bedre overblik over Deres pensionsformue, kontante besparelser på omkostninger og forsikringspræmier samt mulighed for et merafkast ved anden investeringsform end en gennemsnitlig kontorente.

Men der er nogle skattemæssige og forsikringstekniske krav, som skal efterkommes, inden De kan samle Deres pensioner. De skal desuden være opmærksom på, om der er "nødvendige" forsikringsdækninger, der bortfalder, hvis De ophæver Deres police og overfører opsparingen til en anden pensionsforvalter.

Hovedreglen er, at man kan overføre en pensionsordning til en lignende eller lavere skattekode:

	Skattekode	Kan overføres til skattekode
Livrente	1	1
Ratepension	2	1 og 2
Kapitalpension	3	1, 2 og 3
Indekskontrakter	4	4

Livrenter kan dog kun overføres til et andet pensionselskab og ikke et pengeinstitut, hvorfor det sjældent giver mening, idet forrentningen og administrationsomkostningerne ofte er de samme.

Ønsker De alligevel opsparingen på en livrente overført til et pengeinstitut, kan De i nogle tilfælde genkøbe opsparingen. Det betyder, at opsparingen bliver udbetalt mod betaling af 60%

statsafgift for ophævelse i utide. Afgiften svarer måske til fradragsværdien på indbetalingstidspunktet (op til 59%), hvorved offeromkostningen er minimal. Til gengæld kan De så indbetale pengene på en ratepension i Deres pengeinstitut med fornyede fradragsmuligheder og medbestemmelse på investeringen af opsparingen.

En anden afledt "gevinst" ved at genkøbe livrenten er i tilfælde af dødsfald. Hvis De dør, før opsparingen på en ratepension er udbetalt, vil den resterende opsparing blive udbetalt til Deres nærmeste familie mod en afgift på kun 40%. Opsparingen på en livrente udbetales kun til Deres nærmeste, hvis De har tegnet en garanti. Ofte dækker garantien noget mindre end det opsparede beløb, og De betaler en forsikringspræmie for garantien.

Nogle typer pensioner kan dog hverken genkøbes eller overføres fra et pensionselskab til et pengeinstitut. Det kan fx være:

- Ordninger oprettet på kollektivt grundlag
- Arbejdsmarkedspensioner
- Obligatoriske arbejdsgiverordninger med klausuler

Til gengæld kan de samles i ét pensionselskab, så De får et bedre overblik og reducerer administrationsomkostningerne.

Fra 1. oktober 2007 kan De ifølge den såkaldte Jobskifteaftale overføre obligatoriske firmapensioner fra tidligere arbejdsgivere til en ordning hos en ny arbejdsgiver i op til tre år efter, at De har skiftet arbejdsplads. Ofte uden at skulle afgive nye helbredsoplysninger.

Hvordan kommer De videre?

Tidligere tog et pensionselskab et gebyr på op til 7% af opsparingen for at overføre opsparingen til en anden pensionsforvalter. I dag koster det typisk et ekspeditionsgebyr på mellem 1.000 kr. og 1.500 kr.

Skriv til Deres pensionselskab og bed om at få oplyst, hvilke omkostninger og vilkår for evt. forsikringsdækninger, der er forbundet med en overførsel af opsparingen. Overførslen skal ske efter reglerne i Pensionsbeskatningsloven §41. Så sker der ingen umiddelbar beskatning af opsparingen.

Hvis De overfører opsparingen til Deres pengeinstitut, fortsætter den blot et sted, hvor De har mulighed for at gennemskue tingene, minimere administrationsomkostningerne og øve indflydelse på investeringen, så afkastpotentialet og senior-tilværelsen forbedres.

Kilder:

- 1) Forsikring & Pension 19. september 2007
- 2) Nordea Liv & Pension

Det er undtagelsen, at man får det man forventer

I det seneste nummer af Formuemagasinet lovede jeg, at vende tilbage til spørgsmålet, om man får, det man bliver stillet i udsigt på de finansielle markeder. Det er ikke en selvfølge – det er nærmere undtagelsen.



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne



Garanti - for skuffede forventninger

De to mest udbredte investeringsprodukter i Danmark er investeringsforeninger og garantiprodukter. Det bedste man kan sige om garantiprodukter er, at man med stor sikkerhed får sine penge igen – uforrentet. Nationalbankens undersøgelse af garantiprodukter viser, at investorerne i gennemsnit har fået en forrentning svarende til en statsobligation. Investorerne får yderst sjældent det afkast, der bliver lokket med – uanset om det nu er kinesiske aktier eller stigninger i råvareindekset.

Der er i dag placeret 55 mia. kr. i garantiprodukter i Danmark. Jeg har ikke kendskab til én eneste garantiinvestering, der har givet et afkast,

som matcher det indeks, der blev reklameret med ved udbuddet af garantiinvesteringen.

Det ligner det nærmeste man kommer på 100% garanti for skuffede forventninger. Jeg vil nøjes med at konstatere, at både Danmarks Nationalbank og senest Forbrugerrådet lodret advarer mod garanti- eller strukturerede produkter.

”

Det absolutte formål for en aktivt forvaltet investeringsforening må være at slå indekset. Ellers er der ingen logisk begrundelse for at foretage aktiv forvaltning.

Hvad er det absolutte mål for en investeringsforening?

Helt anderledes seriøst griber investeringsforeningerne sagen an. Her søger man at give investorerne en langsigtet investering med en god porteføljespredning og adgang til mange typer – måske for mange – investeringer.

Der findes grundlæggende to typer investeringsforeninger. Den ene type er en såkaldt indeksforening, hvor foreningen blot køber de samme værdipapirer, som ligger i et givet aktie- eller obligationsindeks.

Langt de fleste investeringsforeninger er imidlertid aktivt forvaltede. Det vil sige, at de ikke følger eller skygger et indeks. Hvis man vælger ikke at skygge et indeks, må det absolutte formål for en aktivt forvaltet investeringsforening derfor være at slå indekset. Ellers er der ingen logisk begrundelse for at foretage aktiv forvaltning. Men når de deres mål?



Aktier: Op til 72% bliver – med rette – skuffet

Vi har målt, hvad afkastet før skat har været de seneste 5 år i de største aktie- og obligationsgrupper blandt investeringsforeninger og målt om de slår den afkastmålsætning (benchmark) som de aktivt forfølger.

Man har som investor været tættest på at få sine forventninger opfyldt, hvis man har valgt en investeringsforening, der investerer i danske aktier. Som det ses af grafen har investorerne i 67% af tilfældene fået et afkast, de med rette kan forvente af en aktivt forvaltet investeringsforening. 33% må til gengæld være skuffet.

Værre står det til med de andre grupper. For investorer i en aktivt forvaltet investeringsforening med speciale i europæiske aktier har investorerne i 72% af tilfældene opnået afkast, der er mindre end det indeks, foreningerne aktivt søger at slå.

”

Nu kunne man jo – som den lille dreng i Kejserens Nye Klæder - spørge om, hvad man skal med en investeringsforening for at investere i en 2-årig statsobligation?

Obligationer: Op til 87% bliver – med rette - skuffet

Nu er der gentagne gange – specielt fra handelshøjskolerne – blevet stillet spørgsmålstegn ved idéen med at tilbyde investeringsforeninger i rene obligationsafdelinger, fordi der her ikke er det samme argument om porteføljespredning som ved aktier - og at omkostningerne kommer til at veje for tungt. Men kan det ses på afkastet?

I den største gruppe med almindelige danske obligationer har kun 13% givet et afkast på linje med statsobligationsindekset. I gruppen med korte danske obligationer har kun 40% givet et afkast bedre end en 2-årig statsobligation. Men begge observationer bekræfter, at både målt på risikospredning og afkast er det svært at undgå at blive skuffet.

Nu kunne man jo – som den lille dreng i Kejserens Nye Klæder - spørge om, hvad man skal med en investeringsforening for at investere i en 2-årig statsobligation?

Formueplejeselskaberne: Varedeklarationen 100% overholdt

Sammenligner vi med Formueplejeselskabernes afkast i samme 5-årsperiode har alle 5 selskaber med 5 års levetid klaret sig bedre end både de absolutte afkastmål, som går fra 45% til 90%, men også bedre end FT-World, som var selskabernes oprindelige generelle afkastmålsætning.

Varedeklarationen for afkastmålene er med andre 100% overholdt. At de så også er 100% overholdt for risikorammerne gør det jo ikke dårligere. I øvrigt henvises til selskabernes faktsider på s. 45 ff.

Men det er altså langt fra nogen selvfølge, at man som investor får det afkast, man med rette kan forvente. Det er undtagelsen.



Garanti – gift for formuen



Peter Brink Madsen
Kapitalforvalter
Formuepleje AIS

Matematiske modeller giver investeringsforeninger mulighed for at konkurrere mod de traditionelle garantiprodukter. Imidlertid strider modellerne mod de grundlæggende spilleregler på de finansielle markeder.

Med garanti en succes for udbyder

Garantiprodukter er en af dette årtis største finansielle salgssucceser. Aktiekrakket i 2000 efterlod mange investorer med massive tab og gav grobund for produkter med en indbygget beskyttelse mod store tab. Produkterne appellerer i høj grad til et psykologisk rationale, idet mange investorer vægter et potentielt tab højere end en mulig gevinst.

Lottoobligationer

På trods af advarsler fra bl.a. Nationalbanken om høje omkostninger og en risiko der er større end statsobligationer uden den tilsvarende gevinst¹⁾, er garantiprodukter blevet en gedigen salgssucces for bankerne²⁾.

- 1) Nationalbanken, Kvartalsoversigten 2. kvartal 2007.
- 2) Primo maj 2007 var der garantiprodukter for 55 mia. noteret på OMX Den Nordiske Børs København.

Simpel struktur – ringe gennemsigthed

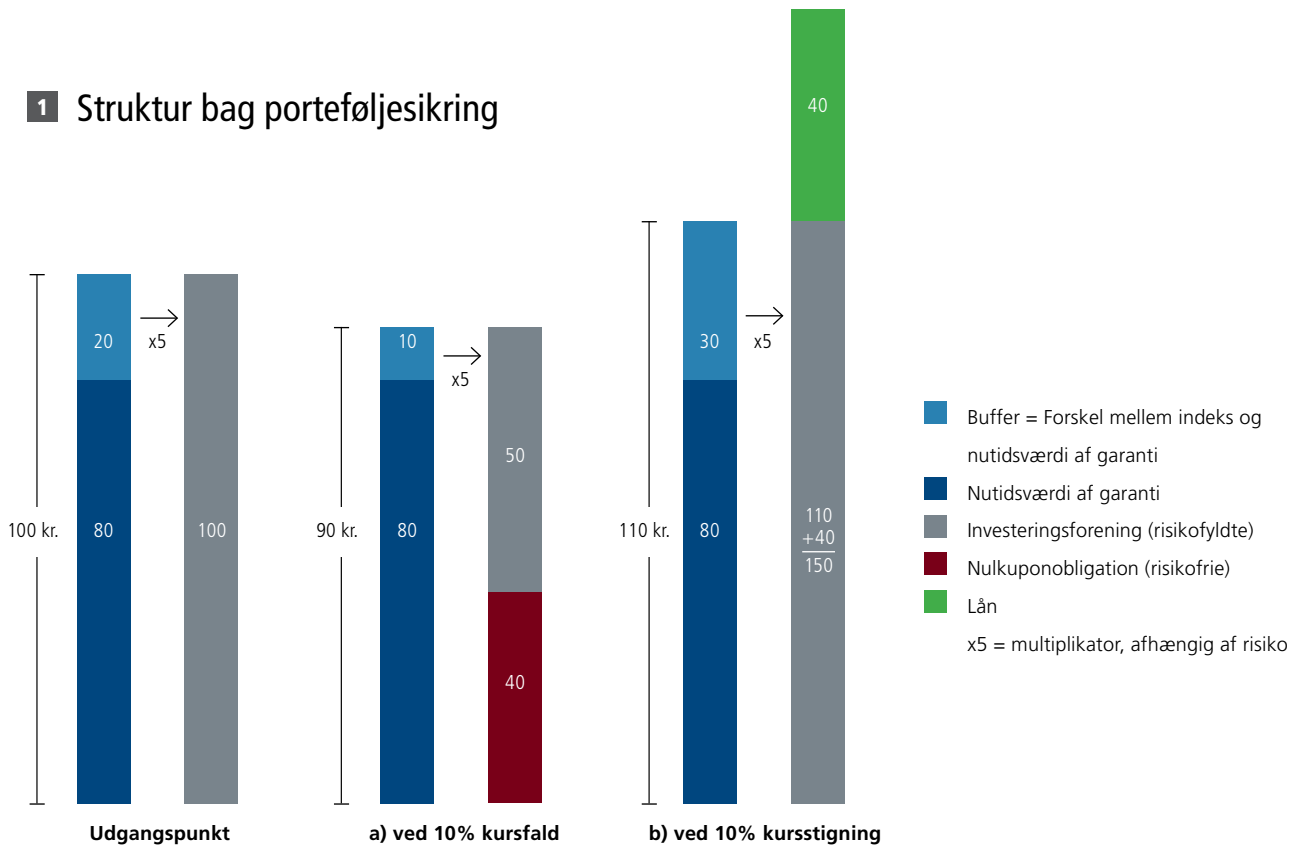
Strukturen bag garantiprodukter er umiddelbart simpel. Størstedelen af investeringen er placeret i en nul kupon-obligation for at sikre hovedstolen ved udløb. Dertil købes en option, som sikrer en del af kursstigningen i et underliggende aktiv, typisk et aktieindeks eller en valuta. Så længe der kan købes optioner på det underliggende aktiv og marketingafdelingen er med på idéen, er alt muligt.

Porteføljesikring som modtræk

Presset af garantiprodukternes succes udbyder almindelige investeringsforeninger imidlertid nu også produkter med et garantiement. Da der ikke findes optioner på investeringsforeninger

- 3) Strukturen hedder CPPI, Constant Proportion Portfolio Insurance.
- 4) Multiplikatoren beregnes som $1/\text{Maks. daglig tab}$, f.eks. giver 20% i maksimalt daglig tab $1/20\% = 5$.

1 Struktur bag porteføljesikring



► Kilde: Barclays Capital og Formuepleje AIS

eller investeringsfonde, implementeres der en matematisk algoritme, der bestemmer en løbende balancering mellem et risikofrit aktiv og et risikofyldt aktiv³). Således er det muligt at efterligne en put option, og dermed er det muligt at tilbyde en porteføljesikring i form af en hovedstolsgaranti. Udgangspunktet for en porteføljesikring er:

- 1) Den underliggende investering
- 2) En nulkuponobligation og
- 3) Mulighed for lån

Andelen mellem disse tre elementer er styret af en allokering-mekanisme i form af en multiplikator. Jo højere risiko, jo lavere er multiplikatoren⁴).

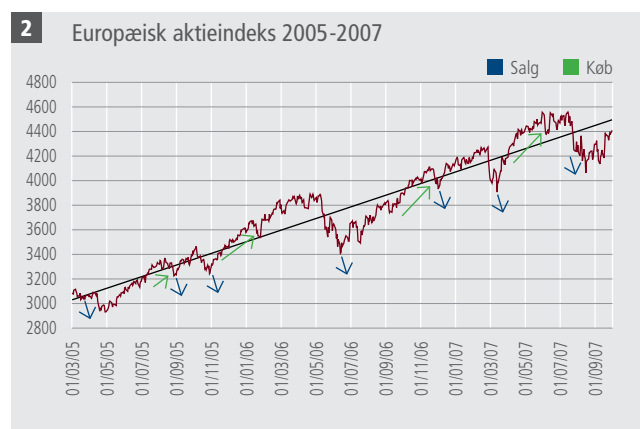
I tilfælde af kursfald dikterer strukturen, kontrolleret af den investeringsbank der står inde for garantien, at der reduceres i den underliggende investering til fordel for obligationen. Omvendt fører en kursstigning til køb i foreningen, og når bufferen tillader det, vil købet suppleres med gearing.

Sikring mod sund fornøft

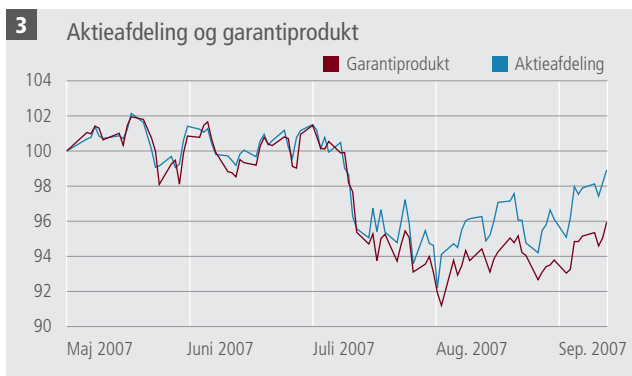
Dermed er der åbnet for ballet – teoretisk set kan alt nu struktureres med en garanti – en skræmmende tanke, når de pauvre afkast

af de eksisterende produkter og bankernes massive propaganda-maskiner tages i betragtning.

Figur 2 udstiller svagheden ved en porteføljesikring, idet den modarbejder en af de helt grundlæggende mekanismer i de finansielle markeder – nemlig at finansielle aktiver på kort sigt svinger helt tilfældigt i værdi, men over tid vender tilbage til den langsigtede trend.



► Kilde: Formuepleje AIS og Bloomberg



► Kilde: Udbyder

Den indbyggede handelsadfærd sikrer, at man konstant løber efter markedet. Der købes, når markedet er steget – endda med gearingsmulighed – og sælges, når markedet er faldet. Det modarbejder almindelig god købmandsskab og vil – med garanti – give problemer i praksis.

Tillockkende teori – problematisk praktik

To konkrete eksempler illustrerer udmærket udfordringerne omkring porteføljesikring⁵⁾. Det første er et relativt nyt produkt baseret på en ren aktieafdeling. Figur 3 viser udviklingen i både garantiproduktet og den underliggende afdeling.

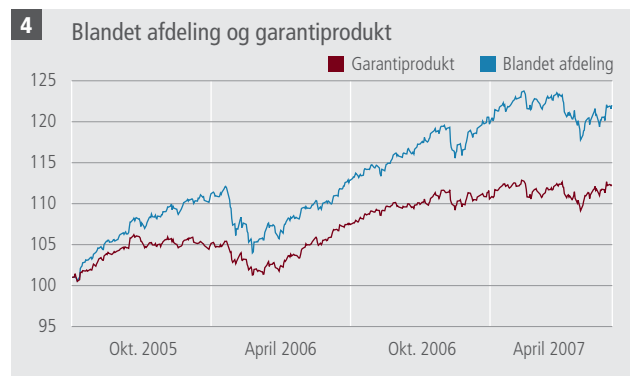
I pågældende tilfælde bliver der i udgangspunktet gearret i aktieafdelingen, hvilket efterfølgende rammer afkastet, da kursen falder.

Strategien ændres til at indeholde flere obligationer, og man går glip af den fulde stigning når kursen på aktieafdelingen endelig stiger igen. Afkastet fra garantiproduktet bliver dermed stiafhængigt, dvs. afhængigt af de forgående kursbevægelser, og investor risikerer, at det der i udgangspunktet var 100% aktier, er placeret som døde penge i en nuluponobligation

Figur 4 er baseret på en blandet afdeling bestående af aktier og obligationer. I teorien den rigtige opskrift på et optimalt forhold mellem afkast og risiko, men måske også netop derfor mindre klart, hvorfor en garantiudgave er nødvendig. Af figur 4 fremstår det, at en garanti ikke er billig. Prisen er markant lavere afkast over tid⁶⁾.

5) Eksemplerne skal ikke betragtes som en kritik af udbyderens investeringsevner, men af konceptet. Af samme grund er udbyderne ikke nævnt ved navn i denne artikel.

6) Der er ikke mulighed for gearing i det pågældende garantiprodukt.



► Kilde: Udbyder

Formuepleje Safe Garanti A/S?

Kommer vi til at se et Formueplejeselskab med garanti? Svaret er nej! Uanset hvordan garantien konstrueres står omkostningen ikke mål med fordelene. Men fortvivl ikke, for vi kan alligevel komme noget nær det perfekte. Svaret findes paradoksalt nok i marketingsmaterialet fra udbyderen af produktet i figur 3.

Som udbyderen bemærker, er sandsynligheden for, at garantien efter de 6 års løbetid er nødvendig, forsvindende lille. Og vi er helt enige. En langsigtet investeringshorisont i kombination med det korrekte risikoniveau, gør garantien unødvendig. Og hvorfor tilbyde noget der er overflødig?





Fra bly til guld – nutidens finansielle alkymister



Anders Bjørnager
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

I gamle dage søgte alkymisterne at omdanne bly til guld. Hvad der ikke lykkedes for alkymisterne lykkedes derimod for nutidens finansielle troldmænd.

Subprime obligationer – højrisikoobligationer – med sikkerhed i fast ejendom udstedt i sammenhæng med lån til amerikanske husejere med lav kreditværdighed – har de sidste par måneder været i fokus. Den aktuelle finansielle krise har sin baggrund i værdipapirer baseret på subprimelån, hvis indpakning og risiko har overrasket mange investorer.

I USA baserer låntagning i forbindelse med fast ejendom sig på kundens kreditværdighed. På baggrund af en personlig kreditvurdering anvendes forhold som indkomst, formue, belåningsgrad og kredit-forhistorie som input til at tildele en kreditscore. Denne kreditscore afgør om låneren klassificeres som prime (med den laveste rente), near prime eller subprime. Låntagere med en laveste kreditscore tilbydes et subprimelån.

>>



Drillelån på spil

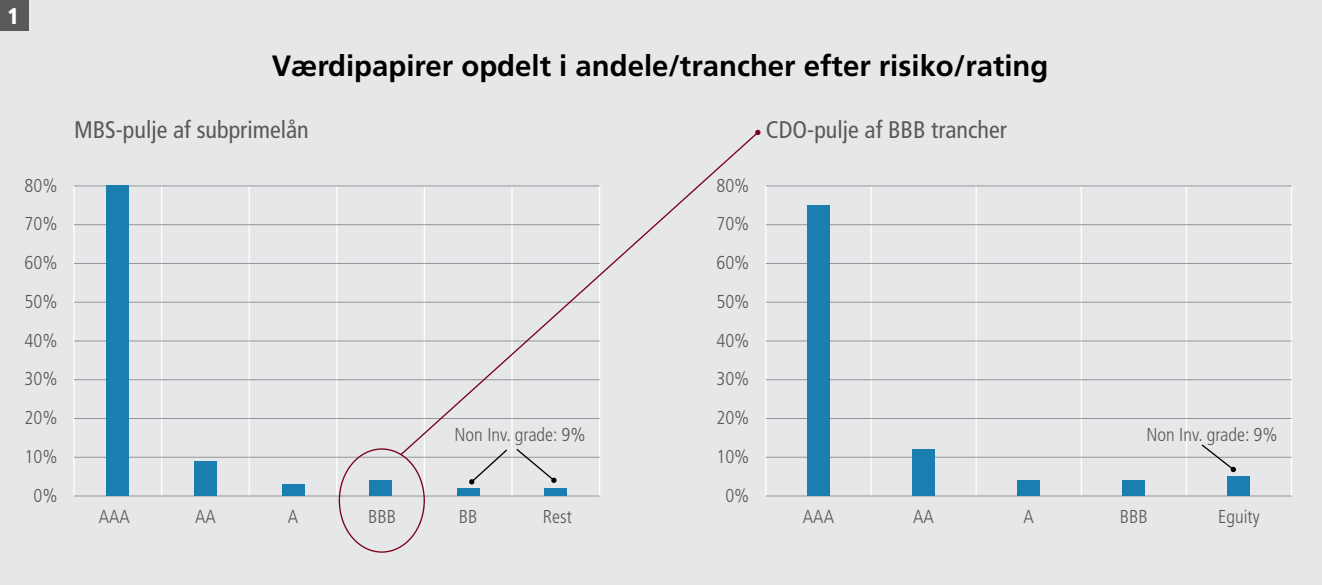
Væksten i subprimelån har de sidste 5 år været stærkt stigende og udgør pt. 15% af det amerikanske realkreditmarked. Den kraftige vækst i subprimelån skyldes den lave rente, stigende huspriser og ikke mindst tilbuddet af og efterspørgslen efter disse lån. Specielt kreativiteten i forbindelse med kreditvurderingen er interessant. De tidligere anvendte standarder og normer for kreditvurdering er over de seneste år erstattet med meget lempelige vilkår. Lånerammerne er forøget og låntagerne med meget dårlige forudsætninger for at overholde forpligtelserne har alligevel fået et lån.

Såkaldte teaserlån, hvor man i den første periode låner til en lav rente og efterfølgende til en væsentlig højere rente, har lokket låntagerne til. Mange af disse lån indeholder også en afdragsfri periode. På den anden side er de investorer, som har købt værdipapirer på baggrund af subprimelån. De har i mange år fået en merrente ved at påtage sig risikoen for, at låntagerne misligholder deres betalinger og værdien af sikkerheden, nemlig huset, falder i pris.

Den magiske formel

De amerikanske kreditinstitutter, som yder subprimelåne, finansierer dette ved at sælge lånene videre til investeringsbankerne, som samler disse lån i puljer. Disse puljer struktureres som værdipapirer med sikkerhed i fast ejendom kaldet MBS (Mortgage Backed Securities). Kapitalen fordeles i forskellige andele kaldet trancher, opdelt efter sikkerhed – det vil sige, hvornår eventuelle betalingsstandsninger på subprimelåne slår igennem på værdipapirerne. Investorerne kan herefter købe de trancher, som matcher risikoprofilen.

For at kunne afsætte trancherne til investorer samarbejder investeringsbankerne med kreditvurderingsselskaberne, Moody's, Standard & Poor's og Fitch, som tildeler de forskellige trancher en rating (risikovurdering). De mest kreditværdige værdipapirer tildeles den højeste rating AAA. Laveste rating indenfor det såkaldte investment grade segment er BBB. Jo lavere rating, desto højere rente. Mange institutionelle investorer må alene investere i såkaldte investment grade værdipapirer.



I figur 1 er vist et eksempel på strukturering af en pulje af subprimelån. Den første og sikreste tranche udgør 80% af kapitalstrukturen (puljen af subprimelån). Denne tranche har en høj rating (AAA), da risikoen er meget lav. Tranchen er sikret 60% af tilbagebetalingen fra puljen af lån. Det betyder, at investor først taber penge, når 80% af lånene misligholdes og værdien af pantet (huspriserne) falder med 50% ($100\% - 80\% \times 50\% = 60\%$). Den næste tranche, som får sin betaling efter den første tranche, har også relativ lav risiko og tilhørende høj rating (AA). Herefter arbejder man sig ned gennem trancherne, indtil man når til tranchen med den højeste risiko, da den først modtager betalinger efter de foranstående trancher. Rates en tranche lavere end BBB taler man om non investmentgrade. Der vil typisk være en rest på 2-4% af puljen af subprimelån i resttrancherne med non investment ratings.

Indtil videre er det indenfor de normale finansielle spilleregler.

Troldmændene indtager arenaen

Der hvor de finansielle troldmænd for alvor kommer på banen, er i den efterfølgende opdeling og indpakning. Ud af puljen af subprimelån vil 4% være i tranchen som rates BBB. Ved at samle en pulje af flere af disse trancher med den lave BBB rating opnås en spredningseffekt, som i kreditvurderingsselskabernes modeller medfører, at man kan strukturere til nye værdipapirer med forskellige trancher og tilhørende rating. Dette kaldes CDO'er (Collateralized Debt Obligations). Det bemærkelsesværdige er, at 75% af kapitalen (puljen af BBB trancher) nu får den højeste rating AAA. Lige så bemærkelsesværdigt er, at kun 4% af kapitalstrukturen, som består af en pulje af BBB trancher, rates som BBB.

Ved modellering, glitrende indpakning og hjælp fra kreditvurderingsselskaberne er det lykkedes at omdanne de mest risikofyldte lån til værdipapirer med den højeste rating. Af en pulje risikofyldte lån, har man struktureret værdipapirer, således at mere end 90% er investment grade heraf de fleste med den højeste rating AAA.

Lån med høj risiko er nu omdannet til blåstemplede lavrisiko investeringsobjekter. Bly til guld og en vindesituation for alle:

- ▶ De mindst kreditværdige låntagere kan købe et hus, som de ikke har råd til.
- ▶ Finansieringsinstitutterne og investeringsbankernes tjener på at formidle, strukturere og videresælge subprimelån.
- ▶ Kreditvurderingsselskabernes indtjening stiger i takt med rating af de nye værdipapirer.
- ▶ Sidst men ikke mindst, får en verden med masser af likviditet og en efterspørgsel efter produkter med en høj rente en ny attraktiv investeringsmulighed.

Alt var godt så længe renten var lav og huspriserne i USA steg. Men i dag er antallet af misligholdte betalinger over 20% og kombinationen af stigende renter og faldende huspriser har for alvor fået investorernes øjne op for risikoen, kompleksiteten og ikke mindst illikviditeten ved investering i produkter med subprimelån. Illikviditeten medfører, at øvrige dele af de finansielle markeder rammes af store kursudsving, når investorer tvinges til at sælge andre aktiver for at fremskaffe likviditet.

Investorerne har primært været institutionelle investorer og hedgefonde, hvor især sidstnævnte har finansieret placeringen i subprimelån med lånte midler. Lokket af de høje renter har risiko-



styringen kørt på vågeblus og reelt set står mange af investorerne i dag med værdipapirer, hvis kompleksitet og mangel på gennemsigtighed, giver problemer med at opgøre den reelle risiko.

Risikovurderingen har været overladt til kreditvurderingsselskaberne, som sammen med investeringsbankerne har haft en fælles interesse i bedst mulig rating. Kreditvurderingsselskabernes modeller bliver i dag stress-testet med de stigende renter og faldende huspriser.

Fremtiden

Indenfor det næste år skal renten på mange af subprimelånene med en kunstig lav startrente tilpasses til den aktuelle markant højere rente (>10%). I sammenhæng med faldende huspriser vil dette kunne forstærke den aktuelle krise på det amerikanske boligmarked. Der er ligeledes lagt op til en revurdering fra kreditvurderingsselskaberne på mange af de værdipapirer, som indeholder subprimelån. En nedgradering fra investmentgrade til non investment grade vil betyde tvangssalg fra mange af de store investorer i et illikvidt marked.

Kombinationen af ovenstående er en giftig cocktail, så subprimekrisens dønninger vil kunne mærkes på de finansielle markeder over de næste måneder.

Med den finansielle krise in mente bør investor stille sig selv 3 spørgsmål:

1. Forstår jeg produktet jeg investerer i?
2. Hvilken risiko løber jeg, og bliver jeg betalt for at løbe den risiko?
3. Har kapitalforvalteren/udbyderen og jeg samme interesser?

Mange investorer har fortrudt, at disse simple spørgsmål enten er forblevet ubesvaret eller ignoreret.

Som Warren Buffet siger: "Det er når tidevandet trækker sig tilbage, at man kan se hvem som svømmer uden badetøj".

Formueplejeselskaberne har ikke en krone i subprimeobligationer.



FAKTA:

Subprimeobligationer er højrisikoobligationer med sikkerhed i fast ejendom udstedt i sammenhæng med lån til amerikanske husejere med lav kreditværdighed.

Nyt fra Formuepleje

Med OMX i Odense

I oktober inviterede OMX Den Nordiske Børs København til Aktionæraften på H.C. Andersen Hotel i Odense. De mange hundrede tilhørere mødte Formuepleje Safe A/S og en række danske LargeCap, MidCap, SmallCap samt First North selskaber, som præsenterede virksomhederne og besvarede spørgsmål. Læs om kommende arrangementer på formuepleje.dk/arrangementer.

Intelligent investering

Formuepleje præsenterede i oktober i samarbejde med Jyllands-Posten og KPMG programmet "Intelligent investering" på seminarer i Århus, København, Herning og Kolding. Hvorledes undgår De faldgruberne på investeringsmarkederne? Hvorledes arbejder den professionelle langsigtede investor? Og hvordan beskattes mine investeringer? Alt sammen interessante spørgsmål for den private investor.

Formuepleje Merkur udvider aktiekapitalen

For at imødekomme efterspørgslen efter selskabets aktier udvider Formuepleje Merkur A/S nu igen aktiekapitalen. Der udstedes nye aktier for ca. 130 mio. kr. som kan tegnes fra 29. oktober til 2. november 2007. Mindste tegningsbeløb er 100.000 kr. Læs mere på formuepleje.dk.

Mød Formuepleje på Penge & Privatøkonomi Messen 2007

Den 2. til 4. november 2007 holder Penge & Privatøkonomi messe i samarbejde med Dagbladet Børsen og Eurocard på Radisson SAS Falconer. Formuepleje udstiller på messen, hvor De kan møde virksomheder indenfor investering, finansiering, pension, bolig og livsstil. Vi vil særligt henlede opmærksomheden på Formueplejes foredrag "Tre ting, De ikke vidste om aktiemarkedet" lørdag og søndag. Læs mere på formuepleje.dk.

Formuepleje i P1 Morgen

Formueplejes kapitalforvaltere indgår i DRs faste panel af aktieanalytikere, som hver morgen i P1 kl. 6.20 og 8.20 kommenterer og analyserer dagens nyheder på markederne. Lyt med hver morgen i uge 44 og 51 på P1 eller dr.dk/p1morgen.

Ny bankforbindelse

Det ny skattefrie investeringsselskab Formuepleje Safe VSO A/S har valgt den norsk-tyske Bank DnB A/S som sin faste bankforbindelse. Bank DnB A/S er et joint-venture mellem norske DnB NOR og tyske Norddeutsche Landesbank (NORD/LB). Banken har en samlet egenkapital på 65 mia. kr. og en AA-kreditrating. I forvejen samarbejder Formueplejeselskaberne med Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank og ABN AMRO.

Reception i nye lokaler

Formuepleje i København er flyttet i nye lokaler på Højbro Plads i hjertet af København. Vi markerer indflytningen i den smukke og fredede, nyklassicistiske ejendom fra 1799 ved at invitere aktionærer i Formueplejeselskaberne, samarbejdspartnere og venner af huset til uformel reception:

Fredag den 16. november 2007 kl. 14-17

Plougs Gaard, Højbro Plads 21, 1200 København K

Læs også artiklen om bygningens historie side 42.



Hvem sidder med Sortepeer?



Anders Lund Larsen
Analytiker
Formuepleje A/S

Kreditkrisen har ramt bankaktier over en bred kam. Det giver oplagte købsmuligheder for den selektive investor.

Som beskrevet i artiklen "Fra bly til guld" har subprime lån været det helt store tema i det forgangne kvartal. Blandt bankaktierne, som har været nogle af de allerhårdest ramte, har frygten været centrum omkring, hvem der sidder med Sortepeer. I denne sammenhæng er Sortepeer tvivlsomme investeringer relateret til subprime lån, hvis værdi før eller siden skal nedskrives.

Usikkerhed har aldrig været livretten på de finansielle markeder, og i bedste western "sælg-før-du-spørger"-stil har alle bankaktier fået gevaldige klø de seneste måneder - selvom der er endog meget store forskelle på risikoprofilen bankerne imellem.

Flere skeletter i skabet

Banker under ét ser for tiden meget billige ud målt på de gængse nøgletal, såsom Price/Earnings (P/E) og Kurs/Indre Værdi (K/I). Men spørgsmålet er naturligvis, om vi kan stole på den forventede indtjening og den bogførte værdi. Der kommer uden tvivl flere skeletter ud af skabet, efterhånden som bankerne aflægger regnskaber og bliver tvunget til at revurdere aktivernes værdi og udsigterne for den fremtidige indtjening. Men pointen er, at dette allerede er så rigeligt priset ind i de aktuelle kurser. Eksempelvis skal Danske Banks indtjening falde med 8% om året i de kommende 4 år for, at dagens kurs er fair givet den aktuelle indtjening



– dette er ikke et sandsynligt scenarium! Det andet forhold, som er værd at hæfte sig ved, er, at stødpuden til at modstå tab, den såkaldte kernekapital, er på det højeste niveau i mange år. Det betyder, at bankerne er modstandsdygtige overfor de tab, der nødvendigvis vil komme hos nogle af aktørerne.

Når traderens held flytter kvartalet

I relation til den aktuelle kreditkrise er risikoen størst hos de store investeringsbanker, som på den ene eller anden måde har været fedtet ind i subprime-investeringer. Men også under mere normale markedsforhold er der større risiko forbundet med investeringsbankerne, hvis indtjening kan svinge ganske meget fra kvartal til kvartal grundet handel på egne bøger. Mens banken normalt vil tjene penge ved at eksekvere andres handler, betyder handlen på egne bøger, at man spekulerer i markedsudviklingen for bankens egne penge. Denne handel for egne penge er ofte sving-faktoren, som afgør, om hele koncernens kvartal bliver bedre eller værre end markedets

forventninger. Gætter traderen rigtigt, bliver det et godt kvartal, men rammer han forkert, bliver det et dårligt kvartal.

Hellere en traditionel kedelig bankforretning

Hos Formuepleje er vi ikke interesseret i den ekstra risiko, som handlen på egne bøger medfører, hvorfor vores valg af bankaktier er centreret omkring traditionelle kedelige bankaktier, der pt. er undervurderede. Krydres dette med en interessant eksponering mod Emerging Markets lande bliver den britiske bank HSBC det oplagte valg, mens konkurrencemæssige fordele som bedre interne risikostyringssystemer og de nye SDO-lån gør Danske Bank til en af vores foretrukne banker.

Nye obligationer styrker de gamle

Formuepleje er blevet betrygget i beslutningen om udelukkende at have realkreditobligationer i porteføljerne. Dels på grund af obligationernes præstation under den seneste tids uro, dels at der nu ser ud til at komme gang i det nye SD(R)O marked.



René Rømer
Analytiker
Formuepleje AIS

Ikke engang obligationsmarkederne har kunnet undgå nogle sorte dage under den seneste tids uro, hvor det eneste investorerne ønskede, var sikkerheden hos statsobligationerne - og derfor "dumpede" alle andre likvide renteprodukter inkl. realkreditobligationer. Som det kan ses i figuren udeblev effekten ikke på prisen, der faldt betragteligt. En del af forklaringen på realkreditobligationernes relativt store tab er, at markedet for disse fungerede gennem det meste af perioden, mens for eksempel det europæiske covered bond marked oplevede nogle markante spreadudvidelser. Det betyder, at tabene ved tvunget frasalg af danske realkreditobligationer var relativt små sammenlignet med andre obligationstyper.

banker på fallittens rand er næsten ophørt og - måske allermest interessant - er der nu endelig kommet noget konkret på banen omkring de nye SD(R)O produkter.

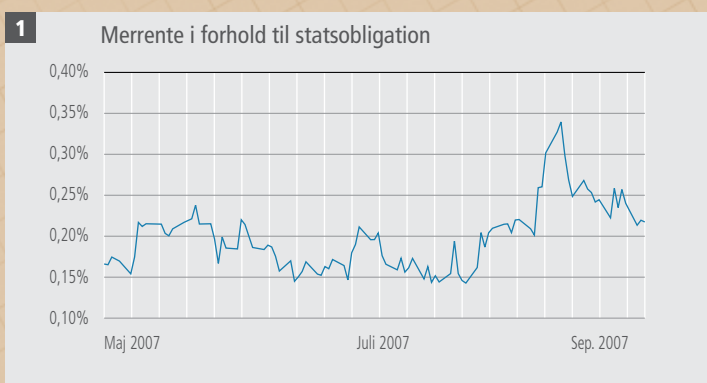
Et nyt marked

Efter den nye lovgivning blev indført i juli under stor bevågenhed, har der været bemærkelsesværdigt få udmeldinger fra de involverede parter; det vil sige realkreditinstitutterne og bankerne. Det var forventet, at udstederne ville bruge de mere fleksible regler under den nye lovgivning til at skabe en række nye, spændende produkter. Men det er først ved at ske nu - tre måneder efter implementeringen af lovgivningen.

Som investor i de oprindelige realkreditobligationer er denne udvikling glædelig. Det må nemlig forventes, at en del af de eksisterende boligejere vælger at konvertere Deres lån til den nye type. Enten fordi produktet er mere attraktivt for den enkelte låntager, eller fordi udstedernes markedsføringsapparat får overbevist kunderne om denne attraktivitet. Uanset grunden vil det føre til større opkøb af de eksisterende realkreditobligationer og dermed højere kurser.

Holder fast, men med åbne øjne

Hos Formuepleje er vi derfor blevet betryggede i beslutningen om kun at have danske realkreditobligationer i porteføljerne. Dog vil vi have øjne for hvilke muligheder der byder sig - både på grund af den nye lovgivning i Danmark og i de større covered bond markeder i Europa.



► Figuren viser udviklingen i niveauet på prisen for en 5% Nykredit 2038 (Option Adjusted Spread). En lav værdi betyder, at obligationen er dyr. Kilde: Nordea.

Som figuren også viser, er der efterfølgende blevet gydt olie på vandene. Den amerikanske centralbank sænkede renten med 0,5%-point, strømmen af dårlige nyheder omkring hedgefonde og

Mens vi venter

Med en bomstærk schweizisk økonomi og en indsnævret renteforskel til Euroland er det en gåde, at CHF ikke er steget. Formuepleje udnytter usikkerheden ved at sælge optioner og dermed nedbringe låneomkostningerne.

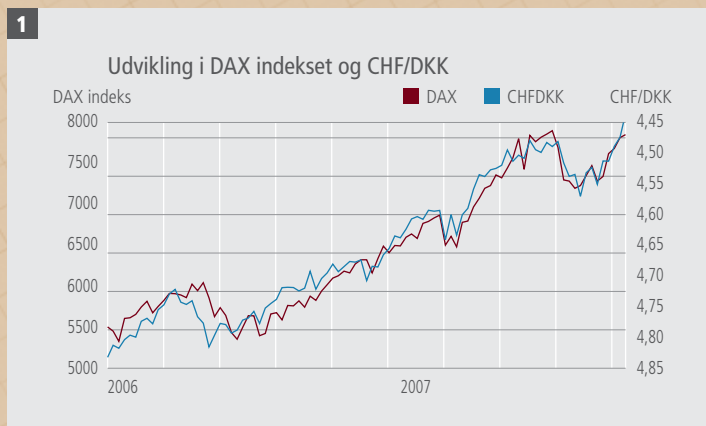
Det går godt i Schweiz. Rigtig godt endda. Arbejdsløsheden er på 2,7%, det laveste niveau i mere end 5 år, og erhvervstilliden befinder sig på et højt leje. Samtidig trodsede den schweiziske centralbank den "vent-og-se" mentalitet, der hersker hos kollegerne fra den europæiske centralbank, ved at hæve renten i september. Dette bringer renteforskellen mellem Euroland og Schweiz ned på 1,25%-point.

Derfor kan det virke paradoksalt med en schweizerfranc (CHF), der fortsat ligger på de nuværende lave niveauer. Under sommerens uro styrkedes CHF godt nok initialt, men ligger nu på samme kurser som før uroen. Som det ses i figuren skyldes dette i høj grad udviklingen på aktiemarkedet. Når det går godt for aktierne, øges den såkaldte carry-trade¹⁾, hvorved CHF svækkes, mens det modsatte gør sig gældende, når aktierne daler.

Hvad skal der til?

Spørgsmålet er nu: "Hvis ikke kombinationen af de gode fundamentale økonomiske forhold og sommerens uro er i stand til at løfte CHF markant, hvad skal der så til?"

Ovenstående spørgsmål har ikke noget åbenlyst svar. På trods af at argumenterne for at forlade CHF som finansieringsvaluta tidligere på året fortsat er til stede, nemlig den stærke økonomi og det lave kursniveau, har vi valgt at få noget fornuftigt ud af ventetiden.



► CHF/DKK værdier er i omvendt rækkefølge

Optioner med trukket håndbremse

Måden det gøres på er at sælge retten til at kunne sælge CHF på en bestemt kurs, der ligger noget højere end det nuværende kursniveau inden for et bestemt tidsrum. Konsekvensen er, at hvis kursen ikke stiger hurtigt i perioden, har vi tjent salgsprisen. Dette gøres kun for en begrænset del af låneporteføljen, hvorfor den samlede risiko er lav. Gevinsten ved at sælge optionerne gør derimod, at vores finansieringsrente kommer tæt på CHF-renten.

1) Carry trade er spekulation i, at renteforskellen mellem to valutaer ikke bliver udlignet af modgående bevægelser i valutakursen. Der lånes i lavrentevalutaen, fx yen, og placeres i højrentevalutaen, fx new zealandske dollar. Så længe valutakursen ikke tilpasser sig og udligner renteforskellen via en depreciering af højrentevalutaen, er forretningen rentabel.



Forskellen på en investor og en spekulant



Nicolai Borch Hansen
 Senior kapitalforvalter
 Formuepleje AIS

Investering - eller rettere spekulation – på aktiemarkedet er for alvor blevet en folkesport i Danmark.

Tidligere blev der med misundelse skelet til Sverige, når talen faldt på aktiekultur. Den tid er forbi. Eller er den?

For hvad rummer begrebet "aktiekultur"? Er det danskernes handelsaktivitet på aktiemarkedet, eller er det investeringsaktivitet?

For de fleste – inklusive dagens medier – opfattes disse to begreber enslydende og anvendes i flæng. Forskellen på de to begreber kunne dog nærmest ikke være større, og kan i sandhed betragtes som diametrale modpoler.

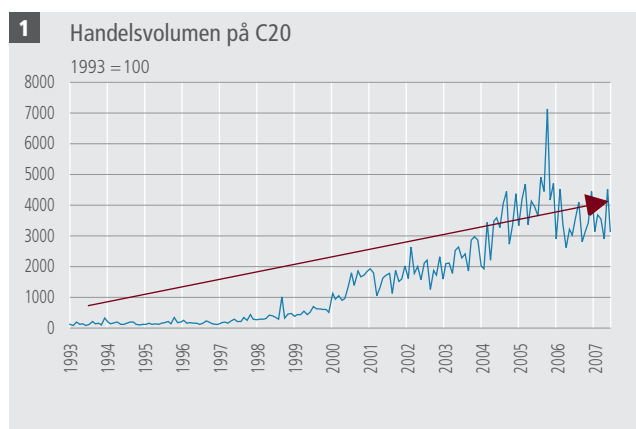
Amatøren og den professionelle – hvem er hvem?

Dette leder videre til, når der med stolthed i stemmen kommunikeres, at omsætningen på OMX sætter nye rekorder. Da kan man med undren spekulere over, hvorvidt dette er et mål i sig selv? Ligeledes kan man som jagttager spekulere over, hvorvidt dette er tegn på, at aktiekulturen for alvor er kommet til Danmark?



Handelsvolumen på C20

Hvem er det, der bærer denne aktiekultur? Når markedet falder, som vi så over sommeren, er de professionelle eksperter hurtige til at give de private aktieinvestorer skylden. Disse "amatører" går i panik, når markedet falder og det er i høj grad dem, som skubber til læsset.

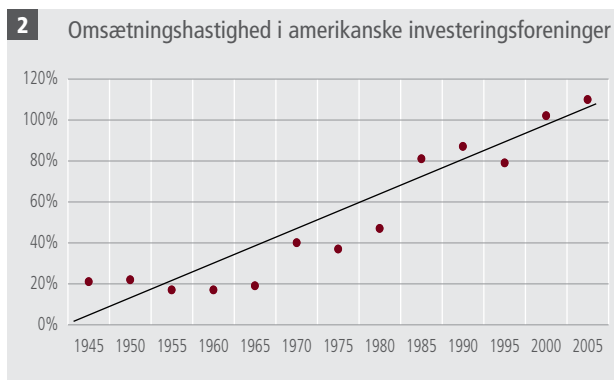


Spørgsmålet er, om dette er sandheden og hele sandheden? Det er gængs viden, at private investorer handler hyppigere end professionelle - i hvert fald de mandlige.

Men når nu de private aktører udgør under 1/3 af den totale handelsaktivitet, må man konstatere, at disse ikke kan flytte markedet alene. Der må større kræfter til.

Da den "professionelle" blev aktiv

Det er nemlig ikke kun de private, men i stigende grad også de professionelle investorer, der føler trang til hyppigt at motionere porteføljen.



► Kilde: Bogle 2005

Handelsaktivitet i amerikanske investeringsforeninger

Ovenstående tal tager afsæt i handelsaktiviteten iblandt amerikanske investeringsforeninger. Ser vi på omsætningshastigheden blandt mange danske investeringsforeninger, er tendensen sammenlignelig.

Fra en omsætning (solgt og købt tilbage) på 20% af porteføljen om året op til midten af 1960'erne, bliver porteføljerne i dag i gennemsnit handlet mere end én gang om året.

Forklaringerne på dette enorme handelsomfang er mangfoldige. Flertallet centrerer om den hurtige teknologiske udvikling. Dette har dog ikke ledt til forbedret forudsigelsesevne på de finansielle markeder – tværtimod.

Balancegangen mellem mod og ydmyghed

Til trods for, at uddannelsesniveaet blandt professionelle aktører sjældent har været højere end i dag, er der en udbredt tendens til alligevel at sidde gængse teoretiske modeller overhørig.

>>



Forskellen på en inve

Nedenstående er en forsimplet prisfastsættelsesmodel, der blot skal illustrere principperne bag den teoretiske prisdannelse.

$$\text{Værdi (Kurs)} = \sum \frac{\text{FCF}_0 * (1+v)^n}{1+r^n} + \frac{\text{FCF}_n * (1+v)}{\frac{r-v}{1+r_n}}$$

v = vækst, *r* = aktionærernes afkastkrav,
FCF = det frie Cash Flow

60-70% af selskabets værdi

Udgangspunktet for denne tilgang, er, at man arbejder med en såkaldt "budgetperiode", hvor analytiker/investor har nogle kvalificerede bud på, hvordan væksten vil udvikle sig. I "terminalperioden" er vi så langt fremme, at vi ikke har et sandsynligt bud. Derfor arbejder vi med en indtjeningsvækst i niveauet med den samlede økonomi.

Det er netop her, at paradokset opstår. For til trods for det høje faglige niveau omsætter aktørerne under ét alligevel deres portefølje mere end én gang om året.

Denne korte investeringshorisont svarer en smule forsimplet til at fokusere på blot ét års indtjening i den virksomhed, som investeres i. Til trods for, at den største del af virksomhedens værdiskabelse ligger længere ude i fremtiden.

Tænk hvis virksomhedsledere og -ejere tænkte på samme måde. Utænkeligt.

Accepten af, at vores viden er begrænset

Ydmygheden har således vanskelige kår i den finansielle verden. Adgang til information - ad libitum, sofistikerede modeller og rå datakraft har skabt en illusion af, at verden er blevet objektiv. Dermed også opfattelsen af, at denne komplekse verden kan indplaceres i en matematisk ligning og frembringe en objektiv sandhed - aktiekursen.

En stilistisk værdiansættelse.

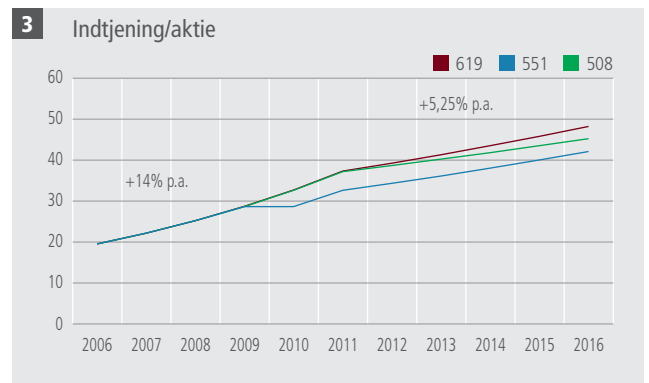
Vi kan med afsæt i den forsimplede model regne os frem til den sande pris for virksomhed XYZ A/S.

Vores forudsætninger:

Markedets forventninger:

- ▶ Vækst frem til og med 2011: 14%
- ▶ Vækst fra 2012: 5,25%
- ▶ Afkastkrav: 10%

Grafisk kan det opstilles som figur 3.



▶ Vi tillader os her at anvende indtjeningsaktie frem for FCF

Dette vil frembringe en kurs på 619.

Ufordringen i enhver model er dog, at den ikke er stærkere end dine input. Hvad nu hvis væksten i 2010 falder til 0%, for derefter at stige igen i årene fremover: Kurs 551

Eller, at væksten i "Terminalperioden" ikke er 5,25% men i stedet 4,5%? Kurs 508

Som det tydeligt fremgår, er disse modeller følsomme overfor, hvilke forudsætninger de baserer sig på. Selv små nuancer har store konsekvenser.



Erkendelsen af ikke at vide noget ... med sikkerhed

I Formueplejes arbejde med værdiansættelse anvender vi selv samme modeller. Vi vælger dog typisk at vende dem på hovedet.

Dette kan bedst illustreres ved, at tage afsæt i en konkret aktie. I dette tilfælde Wal-Mart.

Med afsæt i parametre og regnskabstal som er meget sand-synlige, regner vi baglæns. Vores fokus er dermed rettet mod, hvad væksten som minimum skal være for, at kursen på aktien kan retfærdiggøres.

$$43 = \sum \frac{2,7 \text{ \$/aktie} \cdot (1+v)^n}{(1+10\%)^n} + \frac{\text{Indtj}_5 \cdot (1+5\%)}{(10\%-5\%)} \cdot \frac{1}{(1+10\%)^5}$$

→ Påkrævet vækst (v) -1,5%

► For at simplificere sætter vi Det Frie Cash Flow (FCF) = indtjening

En "naiv" beregning viser, at indtjeningsvæksten de næste fem år skal være minimum -1,5% for, at aktien kan siges at være rimelig prisfastsat.

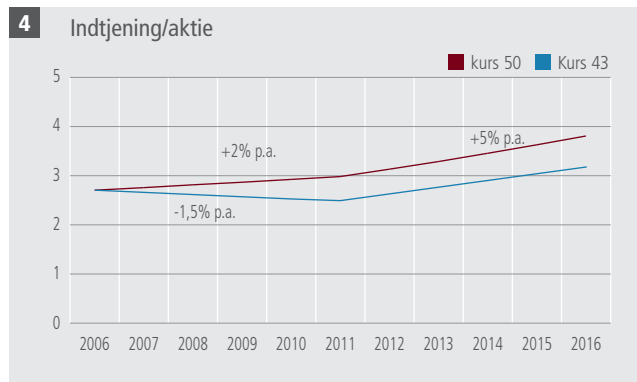
Dette udløser det kendte Jacob Haugaard spørgsmål: Kan det nu passe?

Er det sandsynligt, at Wal-Marts indtjening vil vokse minimum -1,5% de næste fem år. Vores vurdering er "Ja".

Vil indtjeningen vokse mere end -1,5% - måske endda 2%. Igen er vores vurdering Ja.

Vi kan dermed konkludere, at vækstforventningerne til Wal-Mart er meget begrænsede. Dette skaber dels et stort kurspotentiale, dels er risikoen for større kursfald beskedne, da forventningerne allerede er afdæmpede.

Dermed bliver Wal-Mart i dag en aktie vi vil investere i. Analysefokus flyttes dermed fra at spå om, hvorvidt væksten i fremtiden bliver 7% eller 10% til, at vi fokuserer på om væksten vil være højere end -1,5%. Først nævnte bud ved vi intet om. Men vi kan



have en meget klar vurdering af, hvad der som minimum skal til, for at gøre en aktie er interessant prisfastsat.

Spekulanten og Investoren

Dette leder frem til forskellen på en spekulant og en investor. Forskellen kan vel koges ned til ydmyghed. Som aktieinvestor har vi accepteret, at verden til stadighed er foranderlig. Ligeledes har vi accepteret, at vi som aktieinvestor sidder på sidelinjen, når der skal investeres. Der, hvor beslutninger træffes, har vi ingen adgang – nemlig bestyrelseslokalet.

Hvis markedet allerede forventer høje vækstrater, og aktien er prisfastsat til det, da er risikoen betydelig for bristede forventninger. I den finansielle verden er dette enslydende med kurstab.

I øvrigt var det stilistiske eksempel i figur 3 Novo Nordisk (kurs 620). En fantastisk virksomhed, med en stærk markedsposition, interessante produkter og en af markedets mest kompetente ledelser.

Men det ved markedet jo godt. Virksomheden kan være nok så god, men i sidste ende er det aktien, vi investerer i.

Kilder:

Gray, Jack: "Avoiding Short-Termism in Investment Decision Making", 2006

Bogle, John: "The Mutual Fund Industry 60 Years Later: for Better or Worse?", FAJ, vol. 61, no. 1, 2005



Gitte Wenneberg
Kommunikationsmedarbejder
Formuepleje AIS

Esben og de syv selskaber



En dedikeret og ambitiøs bestyrelsesformand med hovedet på afkastblokken og fødderne solidt i den jyske havemuld. Mød bestyrelsesformand Esben Vibe. >>



På efterårets Formueplejedage introducerede Esben Vibe aktionærerne for aktiviteterne i Formueplejeselskabernes bestyrelseslokaler. Jeg mødte ham et par dage efter hjemme i privaten til en snak om bestyrelsesarbejdet, formandens egne investeringer og hans hverdag som direktør i advokatfirmaet DELACOUR.

Efter en rundvisning i hus og have krydret med anekdoter om børn, racer-cykler og æbletræer, får ansigtet et mere alvorligt udtryk, når snakken går over i hans professionelle liv i Formueplejeselskaberne. Og her er Esben Vibe på hjemmebane. Han har fulgt Formuepleje Safe fra siden starten i 1988, og indtrådte 1991 i bestyrelsen. På det tidspunkt var Esben Vibe Finanschef i Aarhus Oliefabrik – en stilling han tiltrådte i 1989.

Siden da har bestyrelsesarbejdet budt på perioder med medvind og modvind, men Esben Vibe står klippefast i sin overbevisning om, at de seneste to årtiers erfaringer er fundamentet i det stærke koncept bag Formueplejeselskaberne.

- Jeg husker bedst de perioder med turbulens, herunder valutakrisen i 1992, hvor vi fik os nogle erfaringer, som umiddelbart så dyrekøbte ud, men det blev erfaringer, som danner grundlag for hele konceptet bag Formueplejeselskaberne i dag.

- IT-boblen i år 2000 var også turbulent. Heldigvis solgte Formueplejeselskaberne ud af IT-aktierne inden krakket – med protest fra nogle af aktionærerne til følge. Men det viste sig at være en meget klog beslutning, der var truffet.

- I den mere positive boldgade er børs-noteringerne sidste år og den heraf kraftigt udvidede aktionærkreds med en række fordele til følge. Det har været store begivenheder i de enkelte selskaber, fortæller Esben Vibe.

Varedeklarerer giver overblik

Der bliver med stort engagement tegnet mange investeringstangenter i luften med usynligt blæk den dag i Esbens køkken, når han fortæller om målsætningerne for hvert enkelt Formueplejeselskab.

- Hvert Formueplejeselskab har sin egen varedeklaration, og det er faktisk en sjældenhed i investeringsverdenen. Ganske enkelt, fordi du kan sælge mere med farverige anbefalinger.

- Som sidegevinst gør varedeklarerererne det også nemmere at være investor. De giver overblik over selskaberne og gør det muligt for investorerne at vælge præcist det risikoniveau, de ønsker, siger Esben Vibe.

Bestyrelsen styrer rammerne – ikke aktierne

I "gamle dage" var bestyrelsen involveret i konkrete investeringsbeslutninger. Men det ansvar ligger i dag i en investeringskomité, som består af selskabernes direktør samt investeringschef og relevante fageksperter fra Formuepleje.

- Bestyrelsernes vigtigste rolle er helt klart at sikre aktionærerne det bedst mulige afkast indenfor det enkelte selskabs risikoramme. Bestyrelsen træffer ikke beslutninger om aktivallokering, udvælgelse

” *Jeg husker bedst de perioder med turbulens, herunder valutakrisen i 1992, hvor vi fik os nogle erfaringer, som umiddelbart så dyrekøbte ud, men dog erfaringer, som danner grundlag for hele konceptet bag Formueplejeselskaberne i dag.*

af obligationer og aktier, mv. Det overlader vi til Formueplejes investeringsteam, der jo bruger al deres tid på at følge markederne. Men vi bruger meget tid på at diskutere rammerne for investeringerne, anvendelse af finansielle instrumenter, finansieringssammensætning, mv.

- Til gengæld tager vi 100% ansvar for afkastmål og risikorammerne. Her har bestyrelsen virkelig committet sig overfor aktionærene. Selvom rammerne ikke må tolkes som garantier, så har bestyrelsesmedlemmerne lagt hovedet på blokken for, at rammerne overholdes. Og det følger vi hele tiden op på, understreger Esben Vibe.

Men hvor er svaghederne?

Svartiden bliver lang, da spørgsmålet om svagheder ved konceptet bag Formueplejeselskaberne lander på bordet.

- Mener du svaghed eller trussel? Det er nemlig to forskellige ting. Den største svaghed var tidligere, at Formueplejes organisation var meget smal og afhængigheden af enkeltpersoner var stor. Det

var sårbart. I dag er organisationen blevet gearret til den vækst, selskabet oplever.

- Den største trussel er, at verdensøkonomien bryder sammen. Men det er jo en trussel mod alle udbydere af investeringsprodukter – og dermed også mod investorerne. Også selv om man gemmer nogle af pengene under hovedpuden, kan pengene hurtigt falde kraftigt i værdi, slår Esben fast og overlader ingen i troen om, at han personligt har penge syet ind i noget som helst.

Med advokater i ryggen

Esben har en efterhånden lang erhvervs-karriere bag sig bl.a. med en direktørpost i Aarhus Oliefabrik, senere Aarhus United. I dag sidder han i direktørstolen hos et af landets større advokatfirmaer, DELACOUR. Med kontorer i Århus og København beskæftiger DELACOUR omkring 100 personer – heraf knap 50 jurister.

- Hos DELACOUR arbejder jeg dagligt med strategiske udfordringer og forretningsudvikling. Her benytter jeg mig af de erfaringer jeg har opsamlet i min tid som

direktør hos Aarhus United, og det er også de erfaringer, som jeg ofte har gavn af i bestyrelsesarbejdet i formueplejeselskaberne.

Konkurrenter på hårdt arbejde

Nu er Esben Vibe langt fra en hovmodig mand. Men at han er stolt af de resultater Formueplejeselskabernes aktionærer har opnået gennem de seneste to årtier, er der ingen tvivl om. Og når snakken falder på den efterhånden lange række af konkurrenter, som Formuepleje er oppe imod, er der ingen nervøsitet at spore.

- Jeg tror, vi i fremtiden vil se flere uafhængige selskaber, der investerer efter totalconcepter som Formueplejeselskaberne. I dag findes der jo allerede mange mere eller mindre succesfulde varianter. Men Formueplejes ”brand”, de faglige kompetencer og den evne som Formuepleje har til at få dygtige medarbejdere ansat, kan ikke bare kopieres: Det er hårdt arbejde!

>>

Fire skarpe til formanden:



1 Formueplejeselskaberne betaler et trecifret beløb for rådgivning, management og administration de fleste år. Er det ikke en høj pris?

I de netop aflagte årsrapporter fremgår det, at der er skabt et investeringsresultat på over 4 mia. kr. i de syv børsnoterede Formueplejeselskaber det seneste år. Det giver i sagens natur anledning til et stort resultathonorar. Men det skal ses i sammenhæng med, at der kun skal betales resultathonorar, når der tjenes penge til aktionærene og at det faste administrationshonorar pga. volumenrabat nu er nede på 0,3 % af de samlede porteføljer.

Effekten af resultathonorering ses også tydeligt i det netop afsluttede kvartal. Pga. urolige markeder kommer de fleste af Formueplejeselskaberne ud tæt på et nulresultat i kvartalet og så er der også nul kroner i resultathonorar.

Det man skal fokusere på, er det unikke interessefællesskab investor og kapitalforvalter har. Det er efter min mening, den sundeste forretningsmodel i den finansielle branche.

2 Du investerer kun selv dine private midler i 3 selskaber. Burde du ikke vise dit engagement i alle selskaberne?

Jo, det kunne være en umiddelbar antagelse. Men risikovillighed er meget individuelt. Jeg har valgt at investere mine private midler i Formuepleje Safe, Epikur og Penta, fordi det passer til min risikoholdning. Her synes jeg, man skal tænke på, at det der adskiller selskaberne er risikoen i langt højere grad end det er de aktier og obligationer som selskabet har investeret i.

3 Mange investeringshuse har bestyrelser prydet med professorer, tidligere ministre, mediefolk osv. Har I behov for en kändis i bestyrelserne?

Nej, tværtimod. Konceptet i Formueplejeselskaberne bygger på høj faglighed og kompetence. Vi ønsker at blive kendt for den Nobelprisbelønnede investeringsstrategi, som Formuepleje anvender, ikke på en kändis. Jeg synes, det ville være i konflikt med vores værdigrundlag, hvis vi eksempelvis valgte en afgået Anders Fogh ind i en bestyrelse.

4 Når man betragter kursudviklingen i fx. Formuepleje Safe, viser det en nærmest eksplosiv udvikling de senere år. Kan det ikke kun gå én vej?

Kursudviklingen har ikke været eksplosiv. Vi har stillet aktionærene et afkast på 10% p.a. i udsigt, men vi har kunnet fastholde godt 15 % p.a. siden selskabet blev stiftet.

Men på en graf ses en 15% stigning i selskabets start som en stigning fra kurs 10 til kurs 11,5. Men fra kurs 160 viser de samme 15% sig som en kursstigning på 24 kurspoint til kurs 184. Men det er risikoen ikke steget af. Det er ren matematik. Men generelt anbefaler jeg, at man har sine midler investeret – og helst med lang tidshorisont – og så lade de professionelle om timingen.

Det gør jeg selv.

Navn: Esben Vibe
Født: 1955
Uddannelse: Cand.oecon. fra Århus Universitet i 1982

Karriere:
1982: Cand Oecon
1982 – 1985: Vejle Amtskommune
1985 – 1989: Arbitragechef AKTIVBANKEN
1989 – 1993: Finanschef Aarhus Oliefabrik
1993 – 1998: Underdirektør Aarhus Oliefabrik
1998 – 2006: CFO Aarhus Oliefabrik (senere Aarhus United)
2006 – 2007: Direktør DCH International
1998 – 2006: Direktør DELACOUR Advokatfirma

Formand for bestyrelsen i:
Formuepleje Optimum, Pareto, Safe, Safe VSO, Epikur, Penta og Limitellus.

Medlem af bestyrelsen i:
Forskningsfondens Ejendomsselskab A/S

Familie:
Gift med Hanne og har tre børn: Rasmus, Lasse og Laura.
Interesser: Cykling, fodbold og golf.
Livret: Æbler

Nyt fra Formuepleje

Formuepleje styrker organisationen

Formuepleje oplever en stadig stigende interesse for at blive aktionær i Formueplejeselskaberne. Derfor styrker vi nu organisationen yderligere.

Hanne Skov er pr. 15. august 2007 ansat som grafisk designer i Århus. Hanne er 46 år og uddannet teknisk tegner. Hos Formuepleje får Hanne ansvar for at styrke den visuelle profil. Hanne har 21 års erfaring som grafisk designer fra reklamebranchen i Århus. De sidste fem år har hun været ansat som Art Director og tegnestueansvarlig på reklamebureauet minuskel.



Anders Bjørnager er pr. 1. august 2007 ansat som formuerådgiver i Århus. Anders er 45 år og uddannet HA og HD i finansiering og regnskab. Anders kommer fra en stilling som chefrådgiver i Nordea Private Banking i Århus og har 20 års erfaring med finansiel rådgivning af private og erhvervs kunder indenfor kapitalforvaltning og formuestruktur.



Kim Risør er pr. 20. august 2007 ansat som formuerådgiver i Århus. Kim er 45 år og har en HD-uddannelse fra Finansakademiet udover bank-skolerne og merkonom. Kim har mangeårig erfaring indenfor den finansielle sektor. Han har de seneste 10 år været ansat som finansrådgiver i Handelsbanken med ansvar for rådgivning af formuende kunder i Jylland.



3.000 til Formueplejedage

Op mod 3.000 aktionærer deltog på de tre nyligt afholdte Formueplejedage i Det Ny Teater i København samt i Musikhuset og Turbinehallen i Århus. Formueplejedagene er halvårslige aktionærorienteringsmøder, hvor vi informerer om de strategier, vi anvender for at skabe størst mulig merværdi til vores investorer. Vi fortæller blandt flere emner om, hvordan vi styrer risikoen, minimerer skatten og fordeler selskabernes investeringer. Dagsaktuelle temaer bliver også behandlet. Næste Formueplejedage afholdes i foråret 2008. Alle registrerede aktionærer modtager indbydelse med posten.

Formuepleje udvider hovedsædet

Formuepleje udvider nu til to etager i højhuset ved Bruuns Galleri i Århus. Hele niveau 8 er blevet ledigt efter Lett Advokatfirma er flyttet i nye lokaler. Med den nye etage råder Formuepleje nu over to etager og 1600 kvm., hvoraf den nye etage indrettes til direktion, formueforvaltning, regnskab og kommunikation.



De kloge narrer

de mindre kloge

” Der tabes ingen penge på de finansielle markeder – de er blot gået videre til nogen, der er klogere.



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

Man si'r normalt, at de private investorer er taberne på de finansielle markeder, fordi de lader sig rive med af aktiekursstigninger og bliver nervøse, når kurserne falder.

Mest rammende er det udtalt af en lektor på Handelshøjskolen i Århus: "Der tabes ingen penge på de finansielle markeder, de er blot gået videre til nogen, der er klogere."¹⁾

Som investorer er vi ofte tilskuere til et kollektivt bedrag, som jeg her vil give helt friske eksempler på. Et af de største selvbedrag i nyere tid var tech-boblen, som egentlig var værre end folk husker.

1) Lektor Peder Harbjerg Nielsen

TECH-BOBLEN – Det kollektive selvbedrag

Alle husker tech-boblen, der bristede i år 2000. De sidste 18 måneder inden Nasdaq knækkede, opstod der en ukuelig overbevisning om, at hvis bare noget hed noget med dot.com – så var det guld.

Og hvis man ikke deltog i det, havde man ikke fattet en meter af "The New Economy" - det var en "once-in-a-lifetime"-chance. Jeg fattede nok fascinationen af internettet, men aldrig prissætningen.

Amatøerne smider pengene i havnen...

Eksemplerne på selvbedrag fra tech-perioden er utallige. Det mest groteske var måske det lille engelske selskab, OXYGEN, som havde til formål at indsamle studerendes ideer til anvendelse af internettet. Selskabet tegnede aktier og indkasserede 90 mio. kr. i kontanter. Dagen efter børsnoteringen steg kursen så markedsværdien var 3.000 mio. kr., og selskabets eneste aktiv var stadig en kassebeholdning på 90 mio. kr. Selskabet lukkede kort efter, da pengene var brændt af.

Financial Times holdt op med at regne P/E-værdi ud på tech-indekset i 1999, da værdien passerede 100 – mod normalt 15-20. Men det blev værre endnu, da langt flertallet af de børsnoterede tech-selskaber gav underskud, hvorfor man ikke længere kunne regne en P/E-værdi ud!

... men de professionelle fortsætter

6 måneder efter Nasdaq-krakket var analytikernes forventning stadig, at den 5-årige indtjeningsvækst for aktier ville være akkumuleret over 130%. Den højeste forventning set i den tid, man har statistik for. Og her er vi tilbage ved, hvorfor analytikere ofte rammer dårligere end terningkast:

1. Det er så nemt at ekstrapolere, man fortsætter blot trend-linien og
2. "It's better to fail conventionally, than to succeed unconventionally", som den engelske økonom og filosof, John Maynard Keynes, så rammende udtrykte det.

Med andre ord er der langt mindre risiko, og det gør mindre ondt at tage fejl sammen med de andre – end at have sin egen mening og tage fejl.

Reaktionen på Nasdaq blev: The need for speed Yield

Nu er vi her så igen. Men denne gang er det primært de professionelle, der er ramt af bedrag/selvbedrag.

Efter Nasdaq tabte pensionskasserne så mange penge, at der

opstod en reel berøringsangst for at investere i aktier – godt hjulpet af tilsynsmyndighederne, som opstillede helt eksorbitante risikokrav til aktieinvesteringer. Det svenske finanstilsyn regner som worst case med, at aktier kan falde 48% i ét kvartal – fordi det er sket én gang i verdenshistorien i oktober kvartal 1929.

Nasdaq-krakket og tilsynsmyndighedernes krav gav startskud til tre ting:

- 1) Pensionskasserne begyndte at efterspørge alt hvad, der stod rente på, og
- 2) Alt hvad der ikke skulle måles med markedspriser, det være sig kapitalfonde og fast ejendom.
- 3) Her opstod de ompakkede renteinstrumenter – som det har vist sig, at kun et mindretal har forstået både tabsrisikoen og specielt markedsrisikoen på.

Efterhånden som renten faldt begyndte både pensionskasser og hedgefonde at se sig om efter alternativer. Her hoppede kæden af, fordi risikovilligheden var næsten ubegrænset, når bare der stod rente på varen. Nu begyndte de store investeringsbanker at a) håndstøbe og b) ompakke c) sælge og d) egenhændigt at prissætte alverdens former for kredit.

Den første bombe sprængte på Wall Street...

Den farlige treenighed

Når Wall Street bliver både den lovgivende, udøvende og

dømmende magt, er der fare på færde.

Den amerikanske investeringsbank, Bear Sterns, støbte og ompakkede sine egne obligationer, oprettede en hedgefond, solgte obligationerne til hedgefonden til en selvvalgt kurs, lånte hedgefonden penge til at geare endnu flere ompakkede obligationer, fastsatte selv den daglige kurs på disse ompakkede obligationer.

Hedgefonden gav overskud 51 måneder i træk. Måned nr. 52 var alle pengene tabt.

I dag, få måneder efter kollapsen, er alt materiale fjernet om de to milliardfonde. Men, at bankverdenen kan blive overrasket,

>>

"Der tabes ingen penge på de finansielle markeder, de er blot gået videre til nogen, der er klogere."

Lektor Peder Harbjerg Nielsen, Handelshøjskolen i Århus

” *Hvis økonomer var gode beslutningstagere, så var de ikke rådgivere for millionærer, så var de millionærer*

► Kirk Kirkorian, mangemilliardær

forstår jeg ikke. Det har været kendt i flere år, at de fleste CDO'er ikke prisstilles i markedet, men prisen fastsættes af udsteder efter det man kalder "mark-to-model". Det lægger helt klart op til manipulation. Nogen må også have undret sig, da sub-prime-markedet faldt i foråret 2007, men hvor kurserne var stadig stigende på de to nu kollapsede fonde.

Hvorfor gik omverdenen med til det?

Det kræver såmænd blot nogle naive låntagere, nogle naive investorer og nogle smarte mellemmand. Låntagerne blev lokket med "teaser-rates" - meget lave renter og ingen afdrag i starten – og kneb det med kreditværdigheden kunne lånesælgeren hjælpe med lidt massage af dine lønoplysninger. Som bekendt sælger man alt i den finansielle sektor mod provision.

Herefter finder man sit bedste Armani-jakkesæt og sine tungeste mancheknapper frem og præsenterer disse lån i et selskab med det velklingende navn: **Bear Stearns High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund**, mellem venner BSHGSCSELF, som primært investerer i CDO, CMO, CODO, CMS, ABCP og lidt SUV-lites eller nogle COV-lites - og tager ud med Prada-mappen under armen.

Det krævede mindst en PhD i økonometri for at beregne om det teoretiske afkast stod mål med risikoen. Alternativt, at man lod sig imponere af mancheknapperne og den sofistikerede indpakning med alle de rigtige ord. Derfor vil vi også opleve, at taberne er at finde i to grupper. Dels blandt de største og mest

sofistikerede fonde og banker med matematikere tæt på en Nobelpris. Dels mindre og mellemstore aktører, der har ladet sig forblænde uden at forstå.

Den gamle læresætning står stadig til troende: "Hvad betyder prisen, hvis du ikke ved hvad du køber – OG hvordan du kan sælge det igen? Det sidste indgår aldrig i formlerne. Måske er det derfor, multimillionæren Kirk Kirkorian er kommet til den konklusion: "Hvis økonomer var gode beslutningstagere, så var de ikke rådgivere for millionærer, så var de millionærer."

Blåstempling – mod betaling – forstås

Når ræven vogter gæs.

De såkaldte ratingbureauer – hvor de største deltagere er Standard & Poor's, Moody's og Fitch, har velvilligt stillet deres ekspertise og måske lidt for mange AAA'er til rådighed for ompakningen.

Ved hjælp af ompakning har man fået 100% BBB-ratede obligationer pakket om til 90% AAA-ratede. Det var for godt til at være sandt.

Både det amerikanske børstilsyn, SEC, Kongressen og nu også EU-kommissionen vil have undersøgt, hvordan disse ratingbureauer er blevet aflønnet, og om de er uafhængige af de store investeringsbanker. Det er kommet frem, at aflønningen bl.a. var afhængig af, hvor god ratingen blev og hvor meget, der senere kunne sælges.

Et offer

Protestdemonstrationer mod garantiobligationer

Ompakkede obligationer er også kommet til Danmark. Her er de solgt som såkaldte garantiobligationer under velklingende navne som Dannevirke og Holger Danske. Afkastet var afhængigt af, hvor stor forskellen mellem den korte og lange rente ville blive de næste 5 år. Kunderne blev lokket til med 8,5 % i rente, men kunne ikke gennemskue, hvad afkastet ville blive. Obligationerne er siden faldet fra kurs 100 til ca. kurs 70. Den samme type garantiobligationer blev også solgt i Grækenland til fire store pensionskasser.

Måske har det undret nogen, hvorfor det er nogle små tyske banker og sparekasser og nogle amatøragtige græske pensionskasser – OG danske investorer, der lå inde med disse obligationer. Var det fordi man efterhånden skulle så "langt ud på landet" for at finde "the last fool", der troede sig med på alt det smarte?

Men tilsyneladende spurgte ingen om, "hvorfor skal netop jeg have en høj rente stort set uden risiko?".

Ikke en gang Jakob Haugaard ville være hoppet på den. Han sagde, at det eneste han havde lært i Folketinget, var, at man – når man fik noget forelagt - som minimum skulle spørge sig selv: "Ka' det nu passe?"

Tabet hos de græske pensionskasser har givet et ramaskrig i Athen, hvor der har været protestdemonstrationer i gaderne over de store tab, som er påført pensionskasserne, og en minister er trådt tilbage. Her opdagede man jo også, at de sikre obligationer, man havde købt, kun kunne sælges til en meget lavere kurs. Den amerikanske investeringsbank JPMorgan har, presset af den græske regering, tilbudt at købe obligationerne tilbage. Man overvejer nu et forbud mod salg af strukturerede produkter i Grækenland.

Ægte pyramidespil

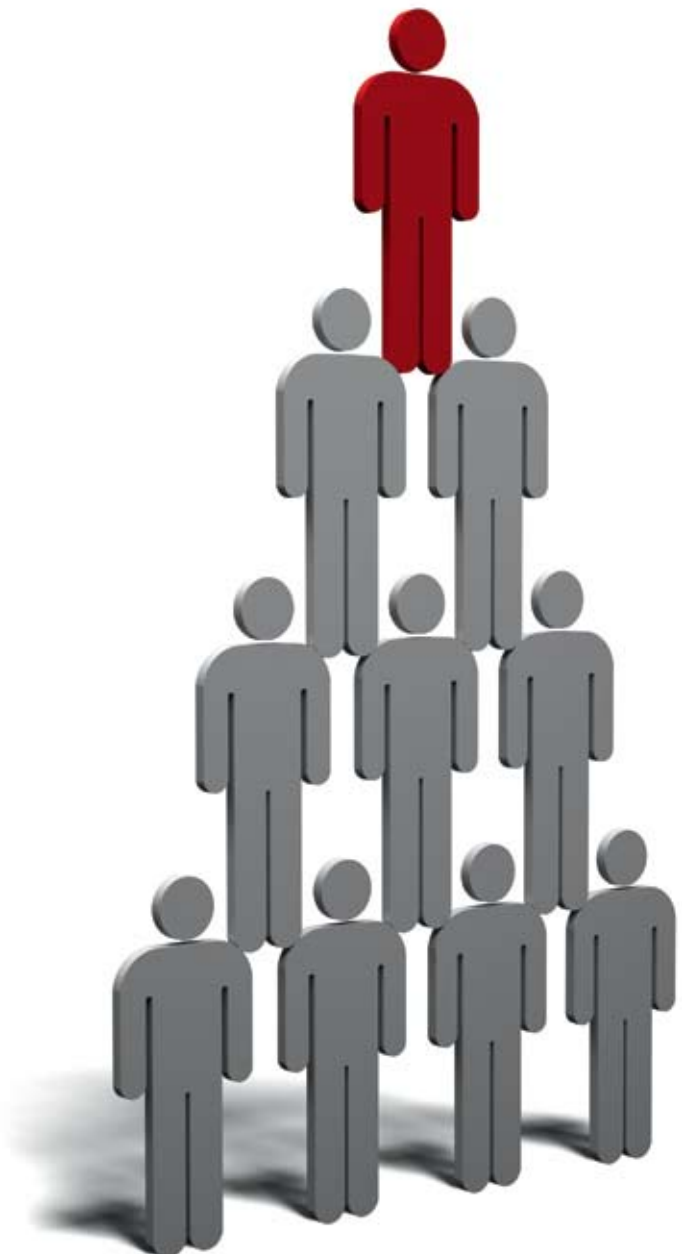
Phoenix Kapitaldienst

Et tysk selskab, Phoenix Kapitaldienst, solgte i årevis "hemmelige" finansielle instrumenter i puljeordninger til formuende danskere. Man kunne ikke få oplyst, hvad det var og værdierne lå på Isle of Man.

De solgte kun mand-til-mand, ingen omtale, ingen annoncer, "special-offer-for you, sir", knapt en hjemmeside, **men de havde overskud hver eneste måned år ud og år ind.**

Det største irritationsmoment for os i Formueplejeselskaberne var, at vi mistede kunder på det. Phoenix gav støt 1-1,5% hver eneste måned. Det kan ingen jo konkurrere med.

Sandheden var, at Phoenix tabte næsten 65% af kundernes indskudte midler. Kuratoren – der har boet – oplyste, at der reelt ikke gennem flere år har været genereret afkast af investorenes indskudte midler.



” *Flertallet af dem,
der udtaler sig,
er også dem, der tjener på,
at markedet ændrer sig*

Der har været tale om et omfattende svindelforetagende, hvor de **udbetalte afkast har hidrørt fra andre investorers indbetalinger**. Men omkring 65% af indbetalingerne er tabt på spekulative investeringer. Allerede i januar 2000 fik Phoenix Kapitaldienst en påtale fra det tyske finanstillsyn om deres "managed accounts". Men selskabet ignorerede det blot og der skete ikke mere!

Men i 2004 blev indehaveren af Phoenix Kapitaldienst dræbt ved et flystyrt og ved den første engagementsforespørgsel i foråret 2005 opdagede revisionen, at der manglede 4-5 mia. kr.

Skal man være autist for at investere i aktier?

Finansmarkederne er pr. definition maniodepressive, så man skal være lidt af en autist for at have succes med aktieinvesteringer. Når markedsdeltagerne ser allermest sort på fremtiden – er det tiden at købe aktier. Og når alle står på nakken af hinanden for at købe, er det tid at drosle ned.

Flertallet af dem, der udtaler sig, er også dem, der tjener på, at markedet ændrer sig. Bliv ikke skræmt eller narret af uro på aktiemarkedet. Kurserne vil altid svinge, fordi vi lever i en markedsøkonomi, det er jo en grundpille i det kapitalistiske system.

Forlang beviser

Men hvordan undgår man at blive offer for bedrag eller selvbedrag?

- 1) Forlang beviser for afkast og risiko i et lukket kredsløb som i investeringsforeninger eller -selskaber og gerne med resultater op til 10 år.
- 2) Husk: Der er grundlæggende kun to slags investeringer på de finansielle markeder: Aktier og obligationer. Får du tilbudt andet i alskens ompakninger, så er det lig omkostninger og normalt dårligt afkast.
- 3) Brug din sunde fornuft og lad være at lade dig imponere af smarte udtryk eller indpakninger. Det er de færreste investorer, der ved mindre om investeringer end Jakob Hugaard vidste om politik. Og han klarede sig ved at stille spørgsmålet: "Ka' det nu passe?"

Formuepleje skriver på epn.dk

Erhverv på nettet - epn.dk - er Morgenavisen Jyllands-Postens erhvervsportal på nettet. Portalen tilbyder en bred nyhedsdækning af dansk erhvervsliv - gratis tilgængelig for alle. Formuepleje skriver jævnligt privatøkonomiske artikler og analyser til epn.dk som også kan læses på formuepleje.dk – her er de seneste overskrifter:

Aktietab – nu med let modregningsmulighed

Ny lov åbner for modregning af aktietab i den personlige indkomst.

Tålmodige investorer får rentefrit statslån

Tjen hundredtusinder af kroner ekstra på rentefrit statslån ved ikke at handle med aktierne hele tiden.

Aktier eller bolig?

Aktier slår boligen som investeringsobjekt i det lange løb, men boligen har nogle unægtelige fordele, som gør valget til et naturligt både-og.

Hunden er menneskets bedste ven

– men aben...

Aktieanalytikere tør ikke længere stille op mod aben, så nu sidder kunderne tilbage med den.

August – den bedste måned på børsen

i årevis

Hva' behar tænker de fleste. Ikke desto mindre er det sandt. Vel at mærke, når man måler aktieomsætning og kurtageindtjening.

Aktiestop nu!

Efter skattestop og rygestop må regeringen snart dekretere aktiestop. Overdreven aktiehandel er nemlig yderst sundhedsskadelig for pensionsformuen.

Bare aktiekrisen snart kommer

Når de kortsigtede investorer sælger ud af aktierne i panik, køber de langsigtede investorer ind til udsalgspriser.

Nyt fra Formuepleje

Selvstændige flokkes om Formuepleje Safe VSO A/S

Det nye skattefrie investeringselskab Formuepleje Safe VSO A/S, som er skræddersyet til virksomhedsordninger og pension, tiltrak ved aktieudvidelsen i september/oktober 250 nye aktionærer, som tegnede aktier for i alt 500 mio. kr. Herudover har der været aktieudvidelser i de to klassiske Formueplejeselskaber Pareto og Epikur. Her tegnede i alt 300 investorer aktier for 400 mio. kr. Samlet portefølje i Formueplejeselskaberne er nu 65 mia. kr. fordelt på 18.000 aktionærer.

	Formuepleje Pareto	Formuepleje Safe VSO	Formuepleje Epikur
Tegningsbeløb	100.027.800	499.500.000	300.606.500
Tegningskurs	273,30	100,00	812,45

1 år på børsen

Den 27. oktober 2007 er det et år siden det sidste af de syv børsnoterede Formueplejeselskaber blev optaget på det der nu hedder OMX Den Nordiske Børs København A/S. Den samlede omsætning i selskaberne har været ca. 6,5 mia. kr. eller hvad der svarer til 25 mio. kr. pr. børsdag. Kurser kan dagligt følges på formuepleje.dk

Formuerådgivere søges – København

Kan du se dig selv i rollen som uafhængig økonomisk rådgiver for den mest formuende del af Danmarks befolkning? Måske sidder du i dag som økonomisk rådgiver i en bank eller et realkreditinstitut, i et revisionsfirma eller i en advokatvirksomhed – og har lyst til nye udfordringer? Måske har vi netop brug for dig! Læs mere på formuepleje.dk.



“Panikken i New York” 100 år efter

Panikken på Wall Street i 1907 er nok den enkeltbegivenhed, der stærkest foranledigede en reformering af det amerikanske banksystem. På 100 års afstand kan vi nu se tilbage.



René Juul
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Panikken i 1907 er spændende læsning om drama, økonomi og interessemodsætninger. 1907 er historien om ukontrolleret spekulation, om uro og overblik, flokmentalitet og heltemed. Konsekvensen af 1907 blev, at USA seks år efter reformerede banksystemet og oprettede en centralbank.

Baggrunden for panikken var et stærkt stigende aktiemarked i 1906, jordskælvet i San Francisco og et afledt kollaps i forsikringsaktierne. Hertil kom et glohedt kobbermarked, dalende indtjening i stålindustrien og uhæmmet spekulation, der havde drevet renten og nervøsiteten op. For at kunne modstå likviditetskriser var bankerne siden 1898 blevet pålagt at have solide reserver, men de såkaldte “trust companies” var ikke underlagt samme lov, så det var egentlig mod dem stormløbet blev rettet, da det rigtigt brød løs.

I marts måned 1907 kom det første varsel med stor uro på børsen, og i oktober udbrød den berømte panik blandt investorer og banker. Bankerne krævede lån indfriet, og likviditeten blev strammet så meget, at dag-til-dag renten i november nåede 20%. Egentlig var hele 1907 et usædvanligt uroligt år. Af de 20 største negative månedsafkast man har observeret på obligationsmarkedet i USA i tiden indtil Første Verdenskrig befinder 4 observationer sig i år 1907 med panikken i oktober som topscorer med et fald på 10,9%.

Betalingsstandsning og nervøse forhandlinger

Mange virksomheder måtte grundet likviditetsknapheden indstille betalingerne, og fra toppen i 1906 havde aktiemarkedet mistet 50% af sin værdi. Foran børsen og i gaderne omkring Wall Street vrilledes det med uerfarne spekulanter, der



nu betalte prisen for deres grådighed. Mange var blevet alt for uforsigtige efter de flotte stigninger på markedet i 1906 og befandt sig nu i en stemning nært beslægtet med grådens oprindelse. Men midt i udsalgstravlheden spankulerede en mand omkring roligt pulsende på sin cigar; det var den stenrige bankier J. P. Morgan.

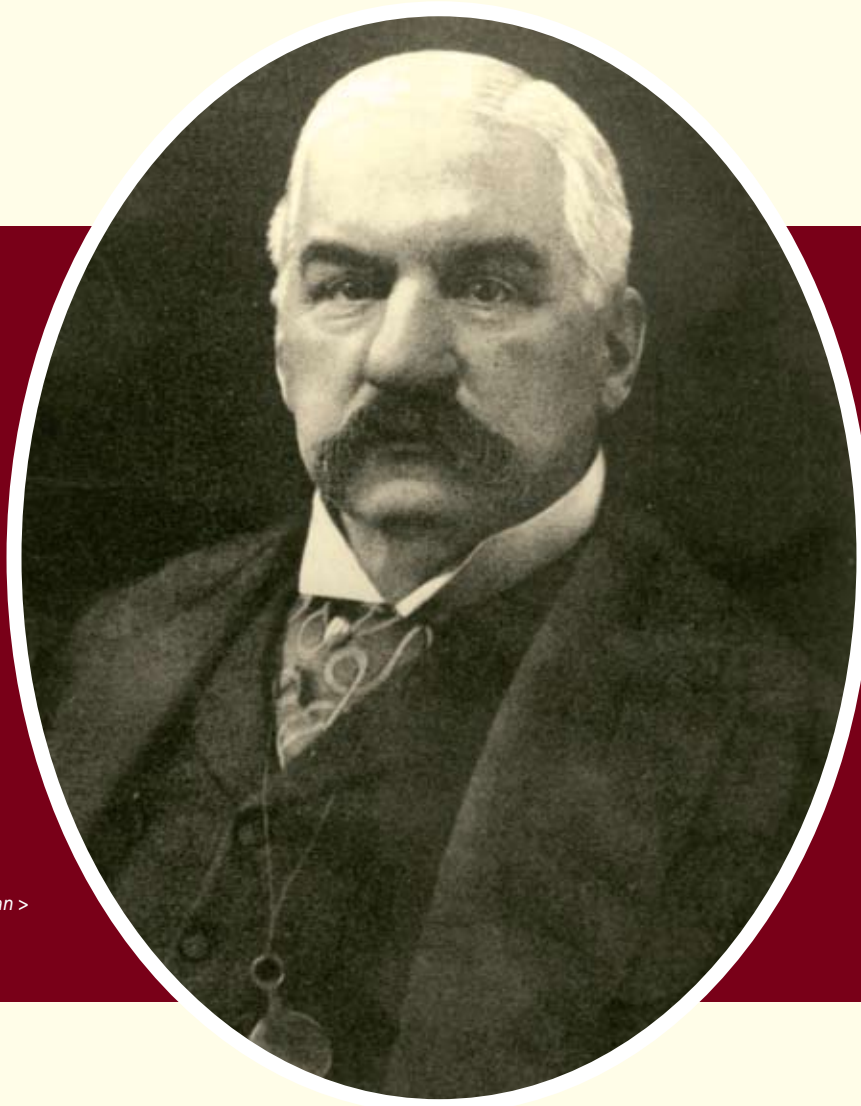
Morgan fik sammenkaldt en række chefer fra de største finansielle institutioner, og bad dem stille den fornødne kapital til disposition. *"Stil likviditet til rådighed, situationen kræver det"* lød Morgans faste stemme. *"Men vi har ikke nogen, vi har allerede udlånt mere end reglerne foreskriver"*, jamrede mødets øvrige bankdirektører. *"Så brug reserveerne, det er det, man har reserver til,"* sprang det Morgan fra tungen. Morgan fik dertil egenhændigt via sine internationale forbindelser rejst tilstrækkelige kreditter til at afværge et egentligt sammenbrud.

De panikramte investorer fik deres penge og betalingerne blev gradvist genoptaget. Resten af året var naturligvis præget af moderat nervøsitet, men allerede i februar måned 1908 var markederne igen på samme niveau som før panikken. Panikken i 1907 hører til de "spidsbelastningsperioder" i moderne tid, hvor uroen var meget stor, men hvor stabiliteten vendte hurtigt tilbage, og hvor det ikke forplantede sig til depression i samfundet.

Politikerne lod ideologien falde

At panikken ikke fik længerevarende negativ effekt på den amerikanske økonomi skyldes også politikernes indsats. Præsident Theodore Roosevelt måtte gå voldsomt på kompromis med sine principper, da han blev opsøgt af US Steels administrerende direktør med det formål at overtage Tennessee Coal, Iron and Railroad Company (TCI). Selskabet havde fået lukket for kreditten fra





Bankier J. P. Morgan >

bankerne, aktiekursen var styrtdykket og tilbage stod kun muligheden for en overtagelse af US Steel, (som ikke uventet var kontrolleret af Morgan). Roosevelt havde ikke mange øjeblikke til at veje en række komplicerede hensyn overfor hinanden, lod principperne vige for den reelle verdens problemer og tillod, at Morgan kunne overtage TCI med en kæmpe markedsdominans som konsekvens. Alternativet havde været katastrofen, men samtidigt stod det klart, at det af kongressen tidligere på året forkastede forslag fra republikaneren Nelson Aldrich om oprettelsen af en centralbank alligevel nok var en god idé.

Tiden var ganske enkelt løbet fra det såkaldte "National Banks" system og dets alt for rigide måde at styre pengemængden på. På 35 år havde

man oplevet fem seriøse kriser, og situationen hvor nationens økonomi skulle og kunne reddes af en enkelt mand (som også havde sine særinteresser) kaldte på en centralbank, der bedre ville kunne spille en aktiv rolle i krisetider. Federal Reserve System (FED) blev derfor oprettet i 1913.

Som det sig hør og bør endte hele miseren med at iagttagere med deres særlige interesser fremsatte konspirationsteorier mod Morgan med den beskyldning, at det var ham, der havde fremprovokeret og profiteret af hele uroen. Kritikernes røst var imidlertid forstummet, da Morgan nogle år efter døde på et hotelværelse i Rom (1913). Da hans ligkiste passerede forbi Wall Street indstilledes handlen i to timer til ære for den store finansielle begavelse.

Kilder:

Analyse der Finanzmärkte der USA in den fünf Bankenkrise der National Banking-Ära, 2006.

Barclays Capital, Global Speculations, 13.8.2007

Financial Times 18.8.2007, side 19.

www.zeitenwende.ch: Die Schreckensjahre der amerikanischen Börse 1906/1907

Rekordoverskud i Formueplejeselskaberne



Kristian R. Hansen
Kommunikationschef
Formuepleje AIS

Med et samlet overskud på 3,7 mia. kr. efter skat har Formueplejeselskaberne netop aflagt de hidtil bedste årsrapporter i selskabernes snart 20-årige historie.

Målt i procenter har Formueplejeselskaberne opnået afkast fra 8,7% i lav-risikoselskabet Optimum til 35,4% i det mest ambitiøse selskab, Penta. Til sammenligning steg JP Morgans danske obligationsindeks 0,9% og FT World aktieindekset 15,6%.

Kursudsving på niveau med markedet

Risikoen ved investering i Formueplejeselskaberne kan måles som månedlige kursudsving ved hjælp

af det statistiske begreb standardafvigelse. Her viser tallene, at Optimum har en risiko på niveau med en dansk realkreditobligation, mens Safe oplever kursudsving på niveau med det globale aktiemarked. De øvrige selskaber placerer sig med en risiko på lidt under eller lidt over aktiemarkedet.

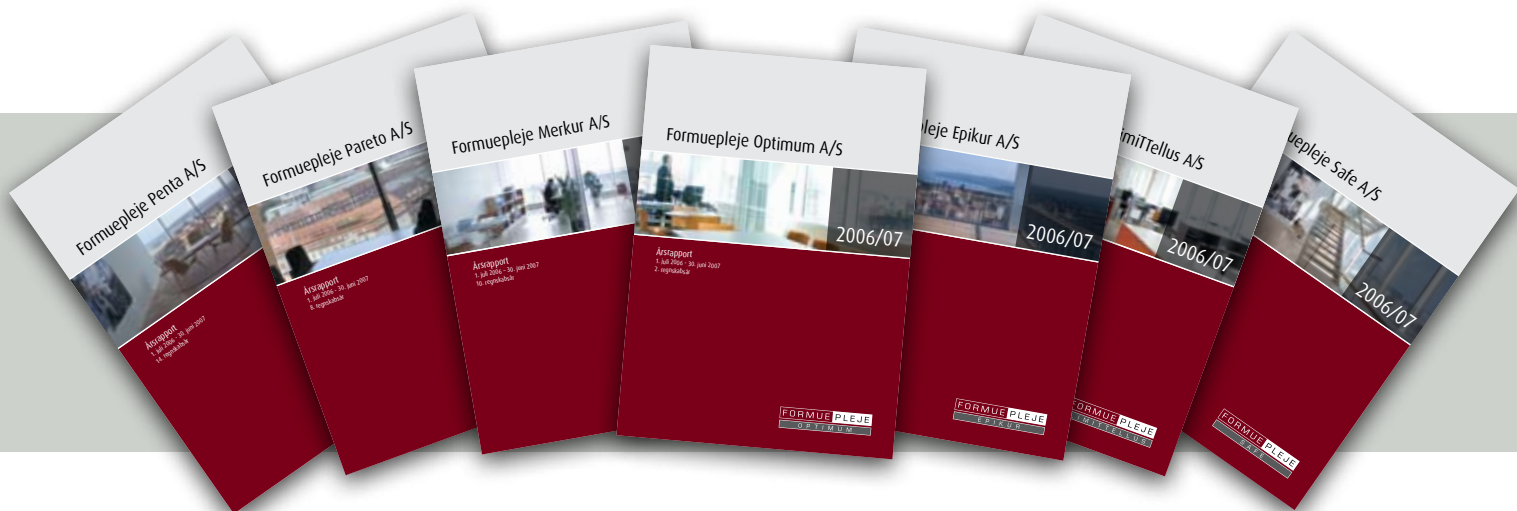
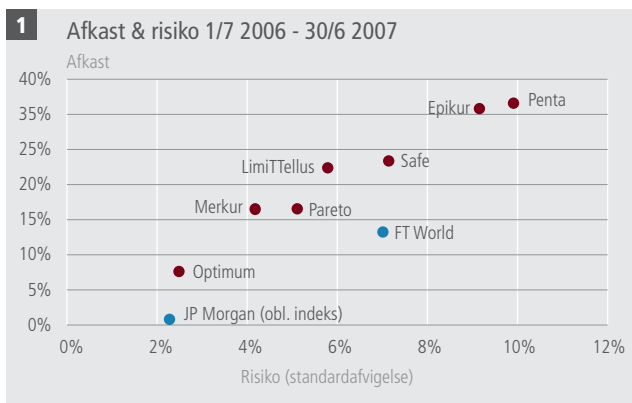
Det har aldrig været billigere...

Enhedsomkostningerne faldt i regnskabsårets løb som følge af volumenrabatten, som nedsætter det faste administrationshonorar med 5% for hver milliard selskaberne opnår i portefølje. Omkostningsprocenten udgør nu gennemsnitligt 0,29 procent. Hertil betaler Formueplejeselskaberne 10% resultatthonorar.

Fortsat to tredjedele obligationer

Selskaberne havde ved regnskabsårets afslutning en samlet værdipapirportefølje på 63 mia. kr. fordelt på 42 mia. kr. i obligationer/konter og 21 mia. kr. i aktier. Passivsiden er sammensat af 42 mia. kr. i lånekapital og 21 mia. kr. i egenkapital.

Årsrapporter kan læses eller bestilles på formuepleje.dk





Gyldne tider

Kom med ind bag facaden og mød en række spændende mennesker i Formueplejes nye lokaler i den historiske guldalderejendom på Højbro Plads i København.



René Juul
Formuerådgiver,
Formuepleje A/S

Formuepleje skifter nu de moderne lokaliteter på Tuborg Havn ud med historiske omgivelser i grosserer Melchior's gamle guldalderlejlighed på Højbro Plads 21 i hjertet af København.

På stedet hvor den nuværende bygning står, lå indtil den sidste store bybrand i 1795 en renæssancegård tilhørende Christian IV's svigermor, Ellen Marsvin. Gården nedbrændte sammen med flere end 900 andre huse, og egentlig var det først efter katastrofen i 1795, at den nuværende Højbro Plads blev skabt. Kongen ønskede et brandbælte, der kunne forhindre, at større dele af byen blev flammernes bytte, hvis en lignende situation engang skulle opstå. Middelalder- og renæssancebyens mange tætbebyggede træhuse var under 1700-tallets to store brande flammerne et alt for let offer, når ilden rigtigt brød løs.

Omkring den nye Højbro Plads, rejstes således i de sene 1790'ere en række grundmurede nyklassicistiske bygninger udsmykket lidt mere rundhån-

det end de mange andre borgerhuse, som også skød op i byen i disse år.

Højbro Plads 21 blev opført i 1798-99, og er det mest dekorerede fra arkitekt Hallanders hånd. Pilastreudsmykningen og udtrykket udadtil bragte ham mange overvejelser, for udfordringen var blandt andet, at han skulle rejse en ejendom der skulle være genbo til et slot, han ikke vidste hvordan ville komme til at se ud. Christiansborg Slot var nemlig brændt i 1794 og var i 1798 stadig en ruin, hvor de hjemløse københavnere overnattede i ly for regn og vind.

Siden Hallanders tid er der ikke ændret meget på bygningen. Kopier af Thorvaldsens relieffer byder stadig den besøgende velkommen i porten og det gamle pakhuis i gården fremstår endnu, som da det blev rejst under den florissante tids sidste tiår. Fremover skal man heller ikke vente, at bygningen kommer til at ændre karakter. Hele komplekset Plougs Gaard blev fredet i 2002.



Bygningens prominente besøgende

Selvom mange berømte danskere gennem tiden har været på besøg i lejlighedens stuer på første sal, står den 2. april 1875 alligevel som den dag i bygningens historie, hvor den har fået allermost opmærksomhed. Fra den lille altan, nogle efterfølgende har kaldt "H.C. Andersen Balkonen", steg den store digter på sin 70 års fødselsdag ud for at modtage københavnernes gratulation og hyldest for den opnåede verdensberømmelse. H.C. Andersen var på det tidspunkt blevet huset en hyppig gæst, og spiste hver torsdag hos familien Melchior.

I stuerne hos grosserer Melchior oplæste Andersen ofte digte efter middagen, når han var på besøg. Et af dem, den driftige grosserer Melchior yndede at høre, var det med Konen med æggene: "Der var en Kone paa Landet, / Hun havde en Høne blandt Andet..." Melchior holdt særligt af dette digt, fordi det siger så meget om investering og menneskelig adfærd. Den visionære kone har kun et par snese æg, men drømmer sig til en tilværelse som fin gårdmandsfrue. I sit dagdrømmeri taber hun bogstavelig talt det hele på gulvet, førend hun kommer i gang. Konens strategi med at geninvestere udbyttet er jo ellers fornuftig, hun forstår sig på akkumulation – men begår to klassiske brølere. For det første, fordi hun lægger alle æg i samme kurv, og dertil den jubeloptimisme, vi jo kender fra aktiemarkedet – hendes forventninger er urealistisk høje.

Overmod fører til fald

I den græske myte måtte man ikke begå hybris (overmod), og det er præcist hvad den letsindige kone gør. Hybris slår over i nemesis: "Klask! Æggene der paa Jorden laae!"

Anderledes forsigtig var Andersen i et lille og mere personligt digt:

*I Kurven, paa Ballet, i Dands og i Leg
Jeg nynner saa sagte dette:
Fugl Phønix er i det ene Æg;
Men see nu, Du finder det rette!*

Andersen vidste, at det sande værdifulde ikke blotter sig ved skallens ydre pragt. Vanskeligheden består i at finde Fugl Phønix iblandt de andre – en udfordring også alle aktieinvestorer kender.

Udvælgelsesproblematik, det at løbe en risiko og lignende emner blev ofte diskuteret af Andersen og Melchior i stuerne på Højbro Plads for 130 år siden. Emnerne og pointerne, der diskuteres på stedet i dag, har ikke ændret sig meget siden dengang, selvom personerne anno 2007 kun hører til de almindeligt dødelige.

Trods dette glæder vi os under alle omstændigheder til fremover at diskutere investeringsproblematikker med vore aktionærer på den nye adresse. Men tilgiv os kære aktionær, hvis vi fra tid til anden med en blanding af begejstring og respekt for de historiske lokaler midt i den faglige risiko- og skattekalkulation kommer til at inddrage en parallel til et eventyr eller digt af den berømte mester. Stedet fortjener det.

Reception

Vi glæder os til at vise de nye lokaler frem og inviterer hermed aktionærer i Formueplejeselskaberne, forretningsforbindelser og samarbejdspartnere til uformel reception:

Fredag den 16. november 2007 kl. 14-17
Højbro Plads 21, 1200 København K

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.

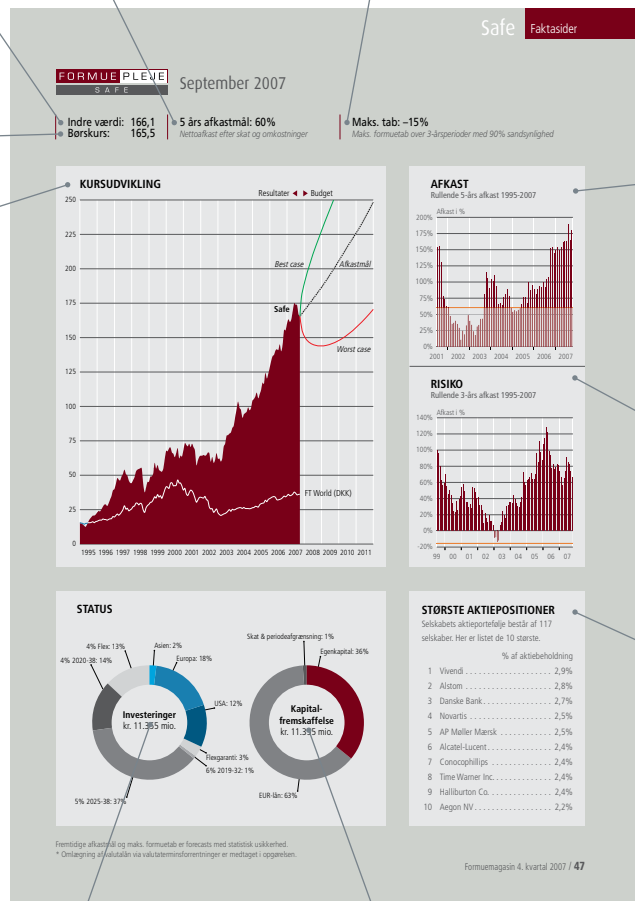
Indre værdi er værdien af alle aktiver og passiver i selskabet omregnet til en kurs pr. aktie. Den indre værdi opgøres og offentliggøres hver dag.

Børskursen er gennemsnitskursen af alle handler på opgørelsesdatoen på Københavns Fondsbørs.

Kursudviklingen viser selskabets kursudvikling sammenholdt med enten JP Morgans danske Obligationsindeks (Kun Formuepleje Optimum) eller det globale aktieindeks, FT World. Endvidere vises afkastmålet samt forventede best case og worst case scenarier opgjort på baggrund af historiske kursdata og med 90% sandsynlighed. Det understreges, at afkastmål, best case og worst case ikke er garantier men alene ambitiøse og realistiske mål.

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 rullende 5-års afkast opgjort måned for måned, fx januar 2001 – januar 2006. Afkast er sammenholdt med selskabets afkastmål, markeret med den røde linje.

Risiko Viser rullende 3-års afkast sammenholdt med det globale aktieindeks, FT World, samt selskabets risikoramme, markeret med den røde linje.

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

Investeringer viser fordeling på aktier og obligationer. De blå farver angiver aktieinvesteringer fordelt på markeder mens de grå farver viser fordelingen af obligationer.

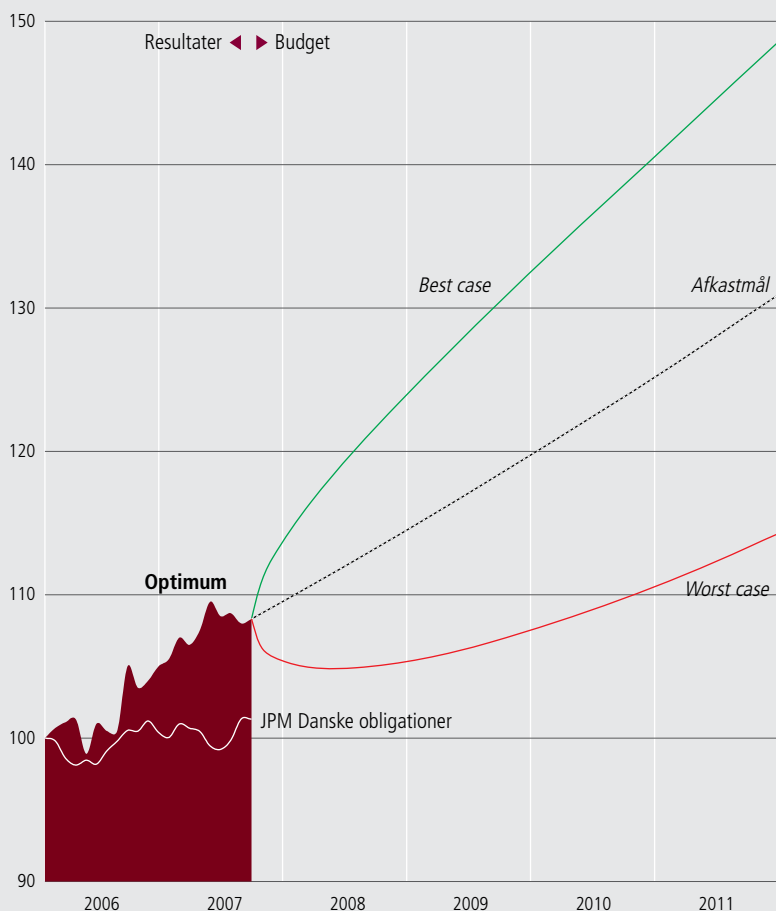
Kapitalfremskaffelsen viser egenkapitalens andel af balancen samt lånekapitalens fordeling på valutaer. Omlægning af valutalån via valutaterminsfremrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 108,3
Børskurs: 108,8

5 års afkastmål: 25%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

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

KURSUDVIKLING

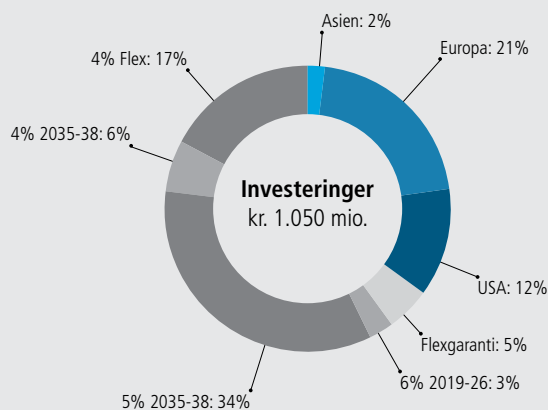


RISIKO

Formuepleje Optimum har startet sine investeringer 1/2-06 og har i sagens natur derfor en kort afkast- og risikostatistik. I selskabets levetid har Optimum forrentet egenkapitalen med 8,8%. Til sammenligning er obligationsindekset steget 1% 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 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



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 55 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeholdning
1 Volkswagen	5,8%
2 Alstom	4,3%
3 A.P. Møller-Mærsk B	3,5%
4 Merck & Co. Inc.	2,9%
5 Ahold	2,9%
6 Cigna Corp	2,7%
7 France Telecom	2,6%
8 ABB	2,6%
9 Siemens	2,5%
10 Allianz	2,5%

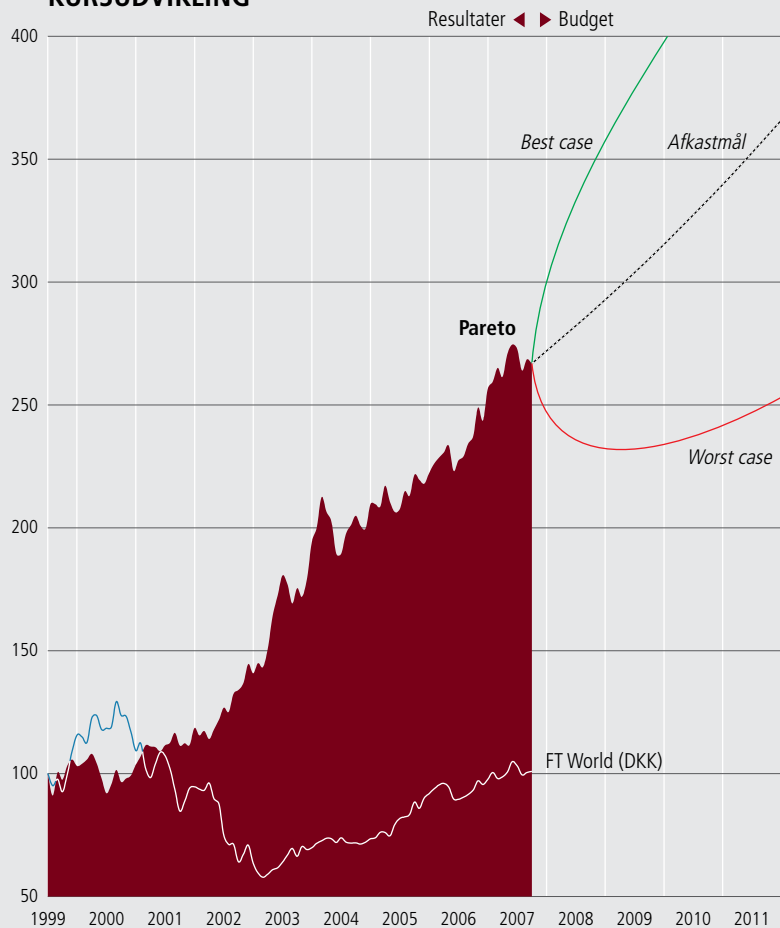
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 268,9
Børskurs: 266,8

5 års afkastmål: 45%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

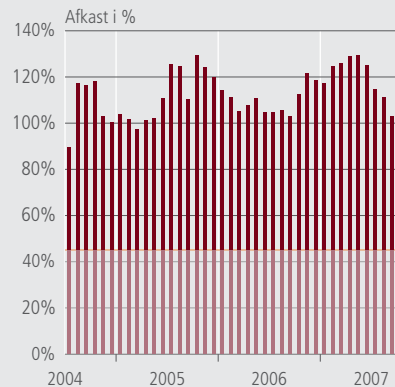
Maks. tab: -10%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



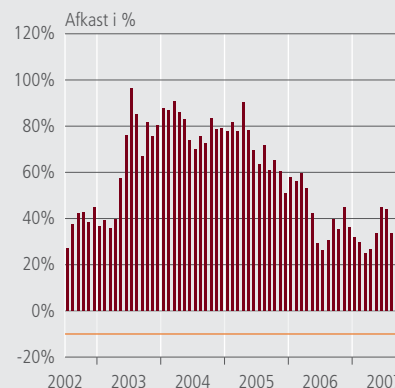
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1999-2007

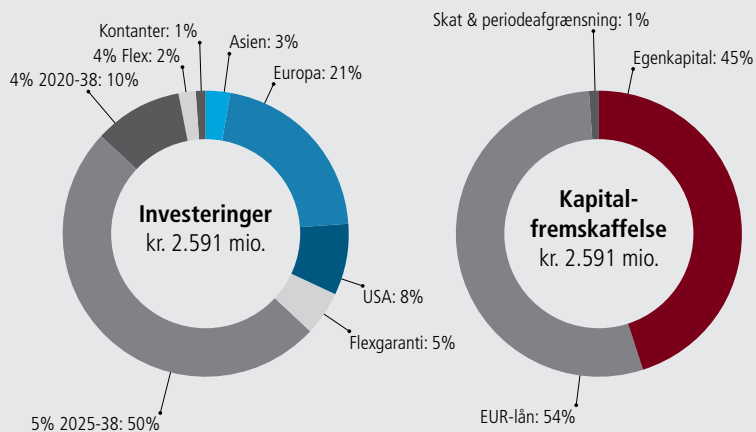


RISIKO

Rullende 3-års afkast 2000-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 58 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeholdning
1 Volkswagen	5,3%
2 Alstom	5,0%
3 Siemens	3,5%
4 Electricite De France	3,4%
5 A.P. Møller-Mærsk B	3,2%
6 KPN	3,0%
7 France Telecom	2,6%
8 ABB	2,6%
9 Lloyds TSB Group	2,5%
10 China Mobile Hong Kong	2,4%

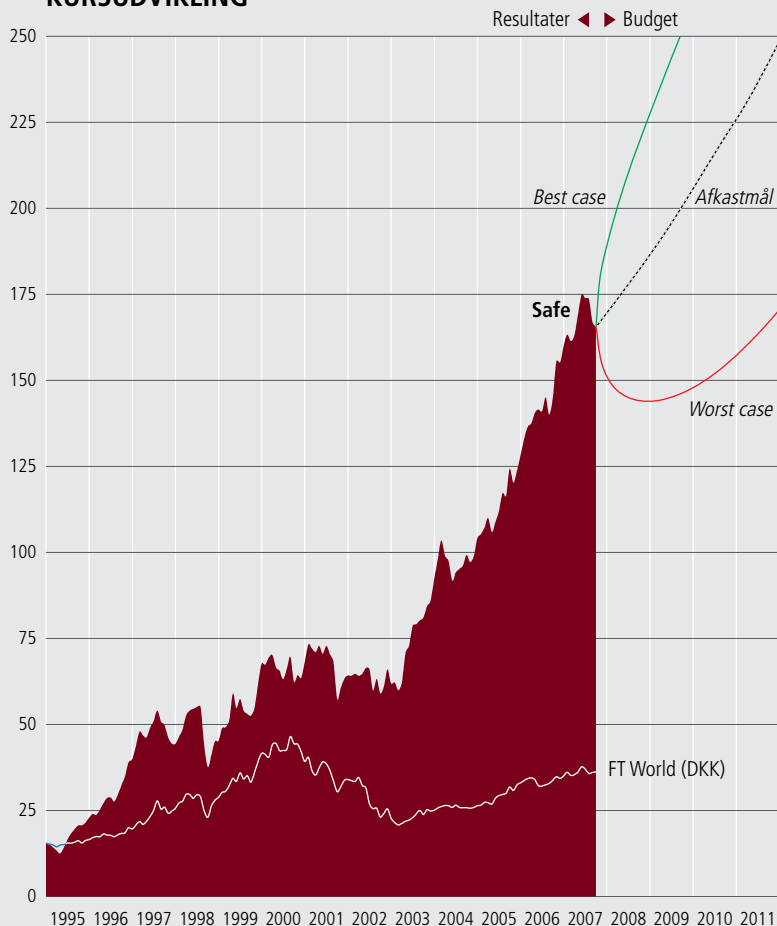
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutalån via valutaterminterforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 166,1
Børskurs: 165,5

5 års afkastmål: 60%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

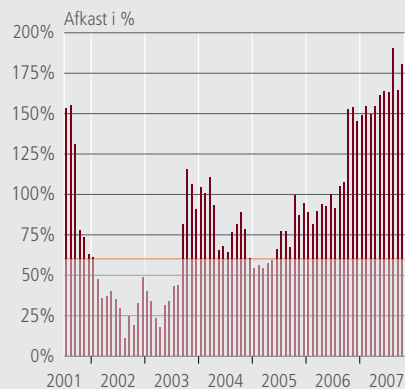
Maks. tab: -15%
Maks. formuetaab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



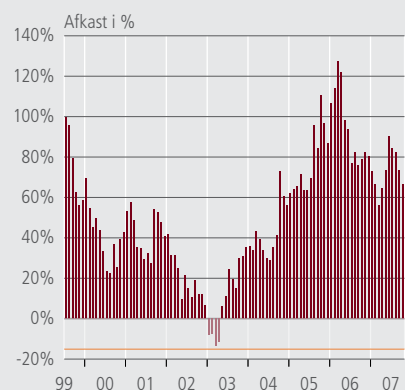
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2007

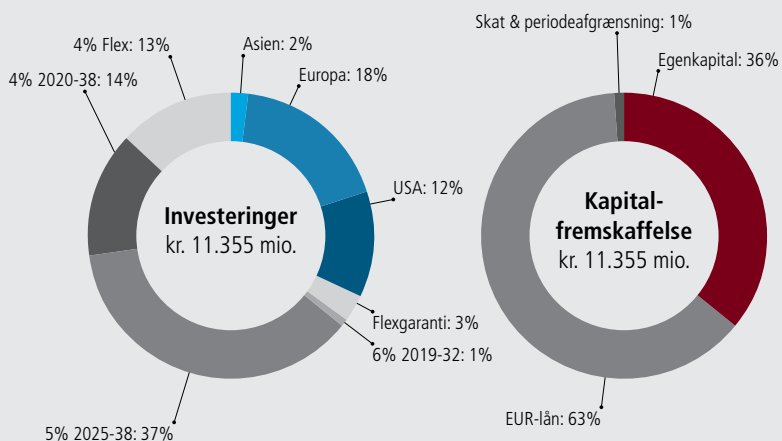


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 117 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeholdning
1 Vivendi	2,9%
2 Alstom	2,8%
3 Danske Bank	2,7%
4 Novartis	2,5%
5 A.P. Møller-Mærsk B	2,5%
6 Alcatel-Lucent	2,4%
7 Conocophillips	2,4%
8 Time Warner Inc.	2,4%
9 Halliburton Co.	2,4%
10 Aegon NV	2,2%

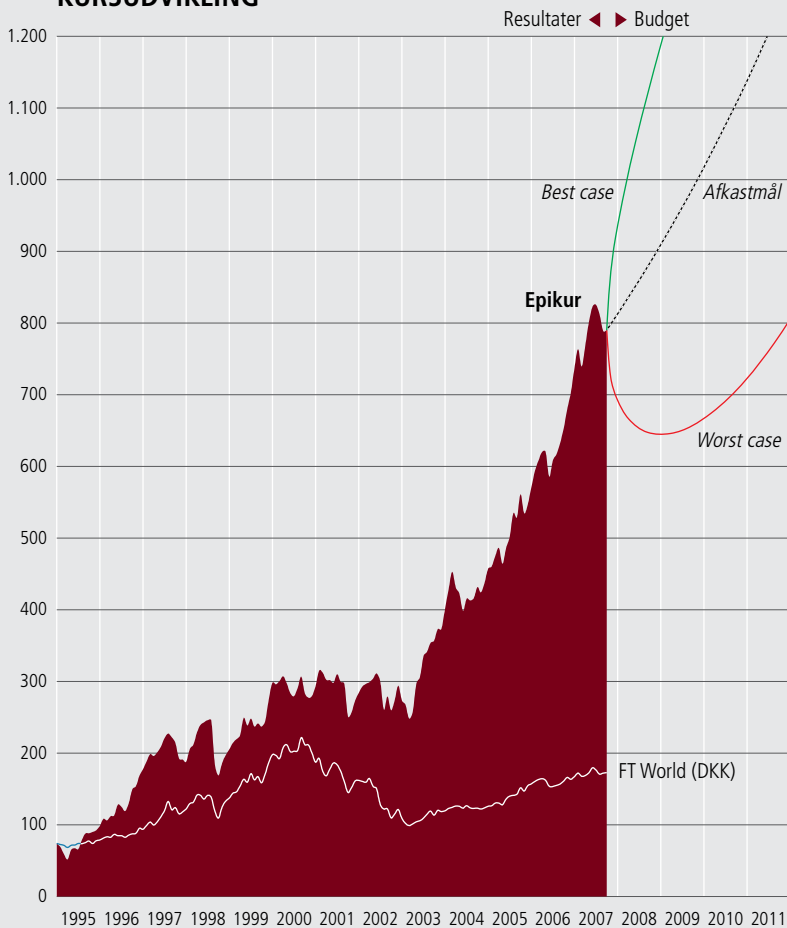
Fremtidige afkastmål og maks. formuetaab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutilån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 792,0
Børskurs: 790,0

5 års afkastmål: 75%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

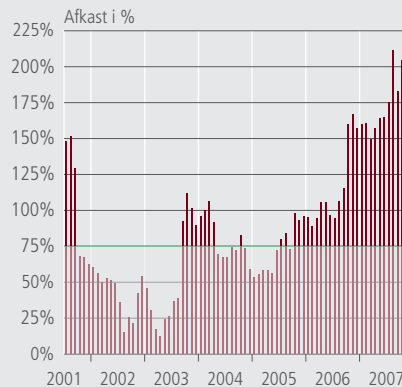
Maks. tab: -20%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



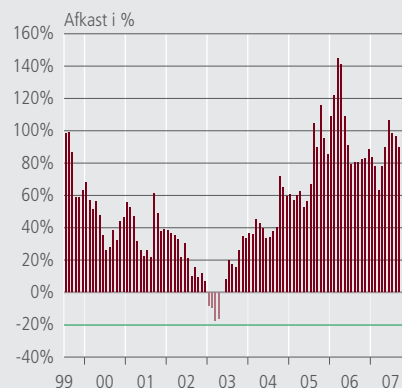
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2007

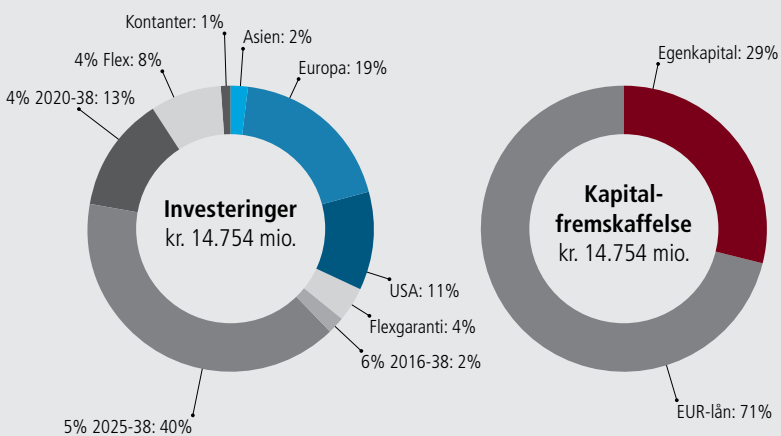


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 131 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeholdning
1 Constellation Brands	3,4%
2 A.P. Møller-Mærsk B	2,9%
3 Conocophillips	2,9%
4 Aviva	2,7%
5 Siemens	2,7%
6 Halliburton Co.	2,6%
7 Vivendi Universal.	2,6%
8 Aegon NV	2,6%
9 Time Warner Inc.	2,3%
10 Transocean Inc.	2,2%

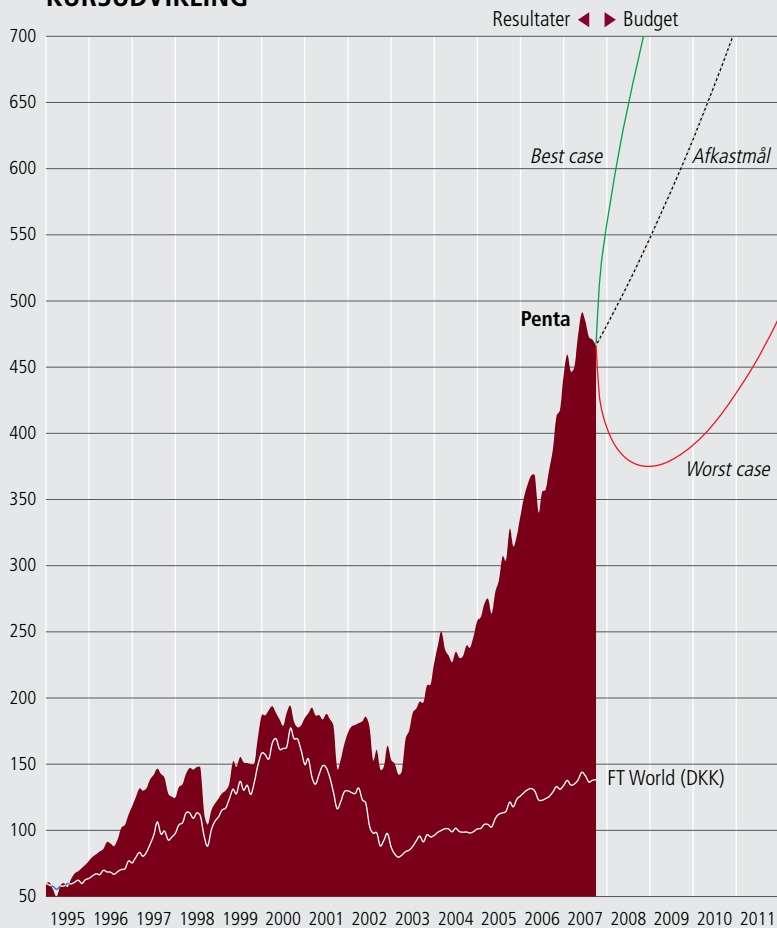
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutalån via valutaterminsfremrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 472,0
Børskurs: 466,0

5 års afkastmål: 90%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

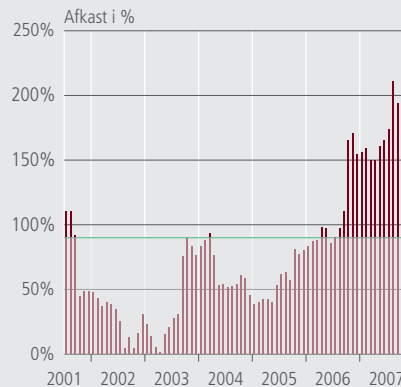
Maks. tab: -25%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



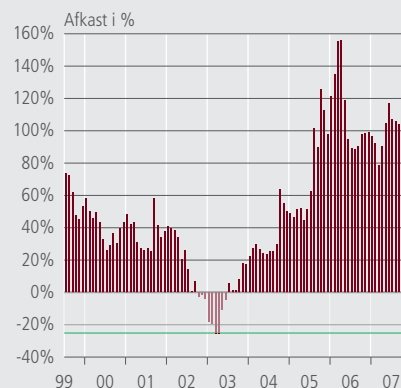
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2007

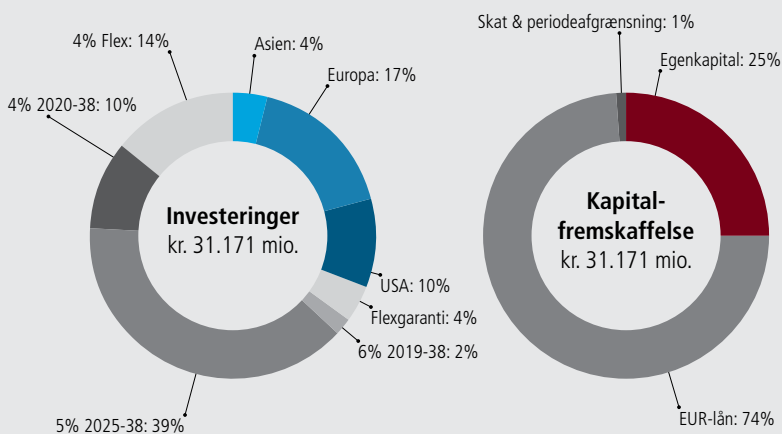


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

	% af aktiebeholdning
1 Mitsui Sumitomo Insurance	3,5%
2 IBM	3,1%
3 Siemens	2,8%
4 Conocophillips	2,7%
5 Vivendi Universal.	2,7%
6 Time Warner Inc.	2,5%
7 Aegon.	2,5%
8 Novartis.	2,1%
9 Danske Bank	2,0%
10 Vodafone	2,0%

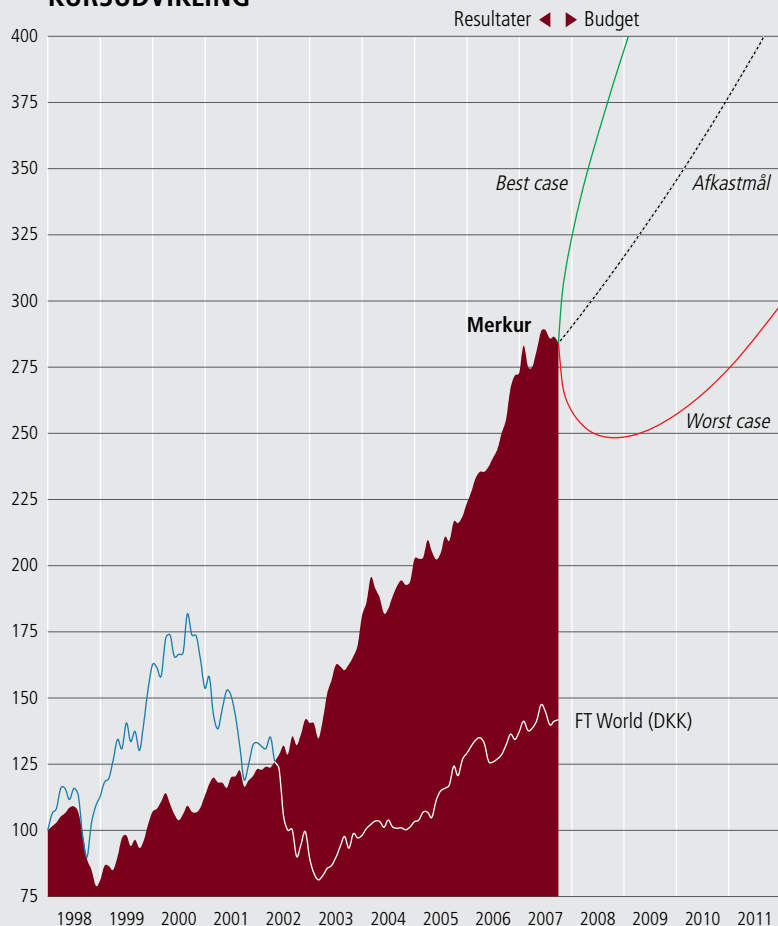
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutamån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 284,2
Børskurs: 284,0

5 års afkastmål: 55%
Nettoaafkast efter skat og omkostninger

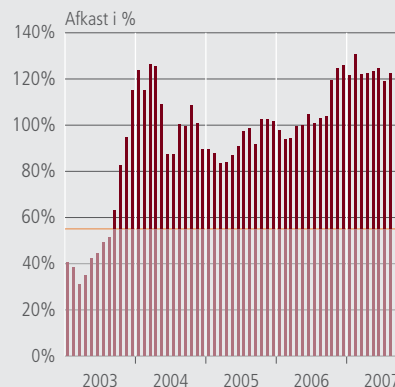
Maks. tab: -12,5%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



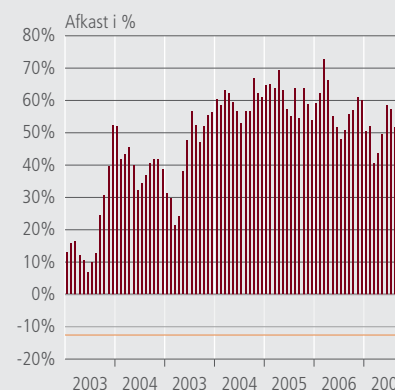
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1998-2007

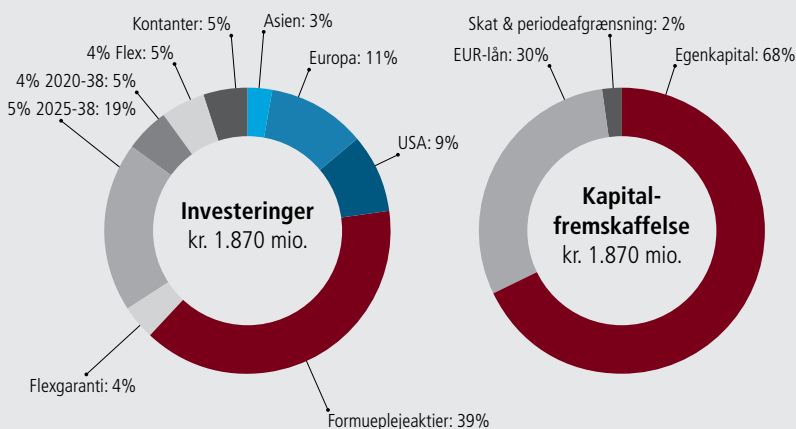


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1998-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 68 selskaber. Her er listet de 10 største.

	% af aktiebeholdning
1 Formuepleje Penta A/S	31,6%
2 Formuepleje Safe A/S	23,1%
3 Formuepleje Epikur A/S	2,9%
4 Formuepleje Optimum A/S	2,4%
5 Formuepleje Merkur A/S	1,5%
6 Formuepleje Pareto A/S	1,4%
7 Metro AG	1,3%
8 Constellation Brands	1,1%
9 Vodafone	1,1%
10 Praktiker Bau	1,1%

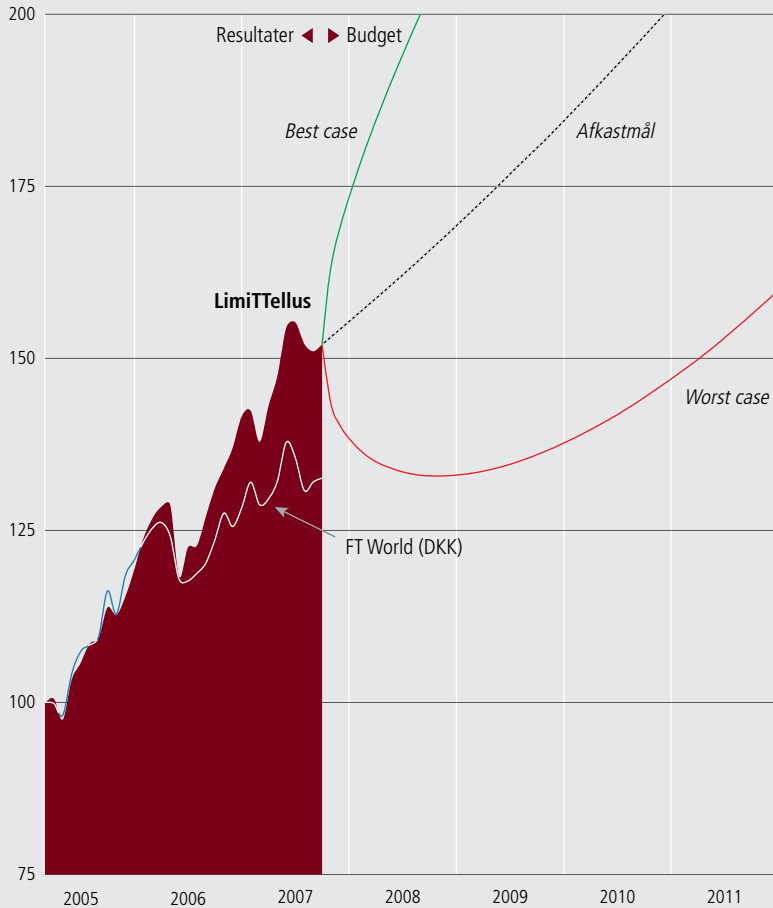
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutalån via valutatermsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 153,8
Børskurs: 152,0

5 års afkastmål:
Bedre end FT World

Maks. tab: -15%
Maks. formuetab over 3-årsperiode med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING

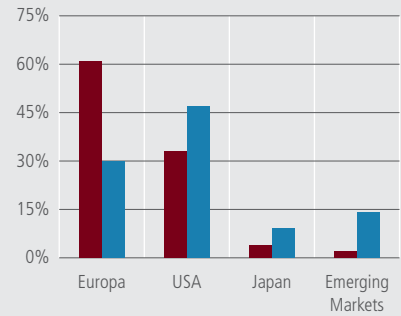


AKTIEFORDELING

■ LimiTellus ■ FT World

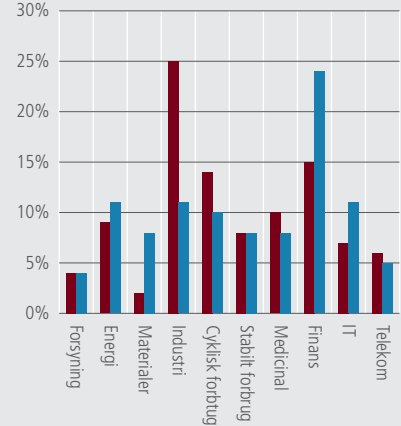
Regionsfordeling

Diff. ift. FT World: 62,0%

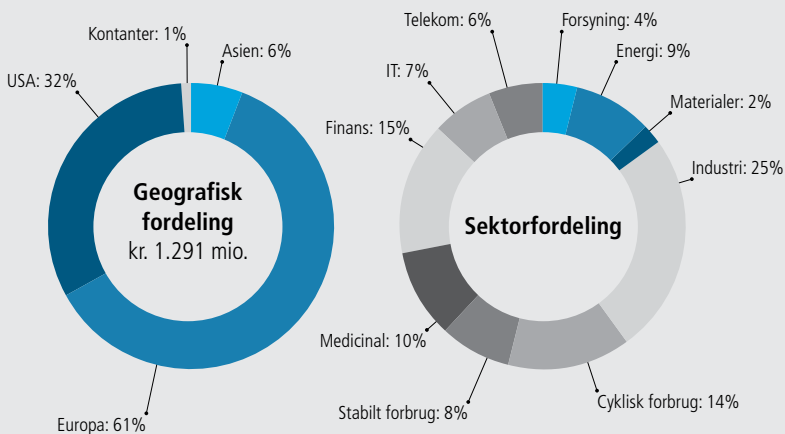


Sektorfordeling

Diff. ift. FT World: 42,4%



STATUS – Aktieportefølje



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 60 selskaber. Her er listet de 10 største.

Rang	Selskab	% af aktiebeholdning
1	Alstom	6,4%
2	Electricite De France	4,3%
3	Volkswagen	4,0%
4	A.P. Møller-Mærsk B	3,4%
5	Vestas Wind Systems	3,2%
6	Merck & Co. Inc.	2,5%
7	Petrochina	2,3%
8	ABB	2,3%
9	Caterpillar	2,2%
10	Metro	2,2%

Maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Selskabernes Mission

MASERATI = M_Ax SharpE Ratio After Tax and Interest

Selskabernes formål er at søge det højeste risikojusterede afkast efter selskabsskat og renter.

Absolutte afkastmål: 25-90% netto på 5 år

25-90% forrentning af egenkapitalen efter renter, omkostninger og selskabsskat inden for en 5-års investeringshorisont.

Risikomål: Max. tab 5-25%

Maksimalt et urealiseret tab af egenkapital på 5-25% på en 3-års investeringshorisont.

Formueplejeselskaberne består af syv børsnoterede porteføljeselskaber og unoteret med hjemsted i Århus. Selskaberne har mellem 250 og 5.000 aktionærer pr. selskab. Alle selskaber investerer udelukkende i værdipapirer. Selskabernes investeringsfilosofi bygger på Nobelpristageren James Tobins tangenteporteføljeteori, hvor man kombinerer en optimal portefølje af obligationer og aktier med relativt lav risiko, som derefter skaleres ved brug af lånekapital. Teoretisk giver denne type porteføljer det bedste afkast/risikoforhold. Det er denne teori, som selskaberne har omsat til et afkast på 1.600% siden 1988.

Formueplejeselskaberne har indgået managementaftale med Formuepleje A/S, som også rådgiver om investering i Formueplejeaktier.

Udgiver:



Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C

Telefon 8746 4900, telefax 8746 4901
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk

Rådgivning og formidling:



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

Telefon 8746 4900, telefax 8746 4901
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk