

FORMUEMAGASIN

AKTIONÆRORIENTERING FRA FORMUEPLEJESELSKABERNE

3. KVARTAL 2007 · 22. ÅRGANG



Mød Svend Askær fra Lederne

Formuepleje Safe VSO
– nu med højere procenter

Dovne investorer
slår daytraderne

FORMUE PLEJE

22. årgang, 3. kvartal 2007

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 30. juni 2007

Artikler

Ikke syv fede, men syv magre år	3
Husk risikoen	4
Formuepleje Safe VSO A/S	6
Set & Sket	10
Pension uden grænser	11
Dovne investorer slår daytraderne	14
Den nye arvelov klarer paragrafferne... eller gør den? . . .	16
Spørgsmål & Svar	19
Kvartalsregnskaber	24
Lederen. Mød Svend Askær	26
Nyt fra Formuepleje	31
Brug de billigste penge først	32
Nyt fra Formuepleje	35
Marshallhjælpen fra Kina	36
Alle siger formuepleje	40
Vi holdt – hvad vi lovede	42

Markeder

Aktiemarkedet	20
Obligationsmarkedet	22
Valutamarkedet	23

Faktasider

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



06 **Nyt Formueplejeselskab**
Formuepleje Safe VSO A/S
– designet til investeringer i virksomhedsordningen.



14 **Dovne investorer slår daytraderne**
Investorer kan ikke ramme toppe og bunde på aktiemarkedet. Ny undersøgelse viser, at vi opnår højere afkast ved ikke at forsøge.



26 **Lederen**
Han sidder på en af landets tungeste ledelsesposter. Han mener, god ledelse er forskellen på succes og konkurs. Mød bestyrelsesformanden for Ledernes Hovedorganisation og PFA, Svend Askær.

FORMUE PLEJE SELSKABERNE

Formuemagasinet udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

Udkommer fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

Oplag 14.000 eksemplarer.

Magasinets formål er:

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

Redaktion Direktør Erik Møller (ansvarshavende) · Kommunikationschef Kristian R. Hansen · Kommunikationsmedarbejder Gitte Wenneberg. **Grafisk design** DeForm, Tilst. **Offsettryk** Prinforparitas, Århus C. **Fotografer** Christoffer Håkansson, Søren Wesseltoft og Thomas Tolstrup. **Forside:** Svend Askær, fotograf Søren Wesseltoft.

Bidragydere Direktør Erik Møller · Direktør Brian Leander · Investeringschef Søren Astrup · Formuerådgiver Jakob Madsen · Formuerådgiver Hanne Kring · Formuerådgiver René Juul · Formuerådgiver Anders Kristiansen · Seniorkapitalforvalter Nicolai Borcher Hansen · Analytiker René Rømer · Analytiker Anders Lund Larsen · Kommunikationschef Kristian R. Hansen · Kommunikationsmedarbejder Gitte Wenneberg.

Ikke syv fede, men syv magre år

Perioden fra år 2000 til 2007 har givet de fleste aktieinvestorer underskud. De seneste 3 år har sløret hukommelsen.



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

”Danske aktier op i sand aktierus” (Berlingske Tidende, 24. maj 2007)

Med overskrifter som denne har man netop fejret, at det danske C20-aktieindeks var oppe at runde indeks 500. De fleste læsere vil konkludere – det har da været lidt af en aktiefest! Men intet kunne være mere forkert. Sjældent har aktier generelt givet så dårligt et afkast som de seneste syv år. Det danske aktieindeks har været et af de bedste i verden over en årrække, men siden C20 startede i 1989 svarer det til et årligt afkast på 9%. Så meget om aktierus. Set fra lille Danmark har mange oplevelsen af, at aktier er gået godt de seneste syv år, men det er et næsten isoleret dansk fænomen.

Det har ikke været de syv fede år, men de syv magre år for aktieinvestorerne. Skulle nogen være i tvivl, kan et kig på listen over investeringsforeninger hjælpe lidt på hukommelsen.

1	Afkast seneste syv år (31/5 2000-31/5 2007)	Danske inv. foreninger (median) før skat	Aktieindeks
	Globale aktier	-19%	-6%
	Europa aktier	-1%	+20%
	USA aktier	-28%	-21%
	Japan aktier	-30%	-23%

► Kilde: IFR og Bloomberg.

Ingen eufori her

Tager vi det europæiske aktiemarked, som er gået bedst de seneste syv år, er indekset oppe med 20% – målt efter inflation dog stadig et negativt realafkast på minus 10%. Indtjeningen er siden

toppen i 2000 steget yderligere med 60% og egenkapitalforrentningen er næsten fordoblet. Men da aktierne ikke er steget, er P/E-niveauet faldet fra 22 til 13,2 for 2008.

Fra P/E på 200 til 21 på syv år

Ser vi udenfor Danmarks grænser, så var det bl.a. en hær af amatørinvestorer, der på bare 4 måneder i år 2000 – inden Nasdaq sprang – købte amerikanske aktier for næsten 1.000 mia. kr. Efter at have brændt fingrene så eftertrykkeligt, har de amerikanske private investorer været nettosælgere af amerikanske aktier lige siden. Alene det seneste år har de solgt aktier for 2.700 mia. kr.

Sidst det amerikanske aktieindeks S&P 500 toppede i år 2000 var Cisco den største aktie målt i kapitalværdi og den handlede til en P/E på 200! I dag er den største aktie i indekset også den aktie, der tjener mest, nemlig Exxon; og Cisco handler til en P/E på 21. Man behøver ikke en lup for at se forskel.

Det er svært at spå...

Og det vil jeg så undlade. Men sandsynligheden taler for et godt afkast på aktier de næste 3-5 år – ikke primært i Danmark – som er løbet foran de fleste markeder, men både i Europa og USA.

Nu har jeg den grundlæggende holdning, at man ikke bliver meget klogere af at høre folks mening, men derimod ofte af at høre argumenterne. Jeg har derfor samlet en række af de argumenter, der er baggrunden for, at jeg ser positivt på verdens aktiemarkeder og vurderingen af dem i artiklen: ”Marshall-hjælpen” fra Kina side 36.



Husk risikoen



Både aktie- og obligationsmarkederne reagerede rationelt på de økonomiske realiteter, som viser, at den globale vækst kører fornuftigt. Aktørerne på valutamarkederne adskilte sig derimod ved helt at se bort fra risiko...



Søren Astrup
Investeringsschef, partner
Formuepleje AIS

Tvivlen og usikkerheden vedrørende styrken i den amerikanske økonomi blev sat i skammekrogen af en række positive væksthøje. Med ligeledes fornuftige udmeldinger om væksten i Europa og Asien, bød årets andet kvartal derfor på stor selvtillid på aktiemarkederne.

Derimod var det særdeles udfordrende at være obligationsinvestor, fordi den fornyede optimisme omkring væksten forplantede sig til kraftigt stigende renter. Således steg den toneangivende danske 10-årige rente med mere end 0,5%-point. Formueplejeselskabernes obligationsstrategi, som indebærer en meget lav rentefølsomhed, viste dermed sit værd.

Valutamarkederne var også i andet kvartal præget af de såkaldte "carry-trades", hvor der optages lån i lavrentevalutaer som JPY og CHF og placeres i højrentevalutaer som AUD, NZD, TRY, etc. Således faldt CHF med 2% i kvartalet, mens JPY blev svækket med mere end 5% overfor DKK.

I lyset af den positive udvikling i schweizisk økonomi samt det faktum, at den schweiziske centralbank som minimum vil hæve renten i takt med den europæiske centralbank, var svækkelsen af CHF meget kraftig. Vores vurdering er, at CHF

kan styrkes betragteligt hen over sommeren, og derfor valgte vi midlertidigt at lukke CHF-finansieringen ned på de nye lave niveauer og erstatte CHF med EUR. Det er planen igen at optage lån i CHF og andre lavrentevalutaer, når tilstandene på valutamarkederne har normaliseret sig. (Se også valutakommentaren side 21).

1

Valutabevægelser

Valuta	Seneste kvrt.	Seneste 12 mdr.
CHF	-2,0%	-5,7%
USD	-1,5%	-5,8%
JPY	-5,8%	-12,5%

...Og afkastet

Alle Formueplejeselskaberne har nydt godt af de stigende aktiemarkeder de seneste 12 måneder. Således er vores mest aktiefølsomme selskab, Formuepleje Penta, steget med over 36%. Formuepleje Optimum, der har en risiko på niveau med en gennemsnitlig obligationsinvestering, har givet 8,8% i afkast.

Vores målsætning er, at Formueplejeselskaberne altid skal være blandt de bedste investeringsprodukter i Danmark, når 5-års afkastet efter skat betragtes. Ved indgangen til 3. kvartal 2007, kan vi konstatere, at det gennemsnitlige 5-års afkast efter skat fortsat ligger betydeligt over konkurrenternes.

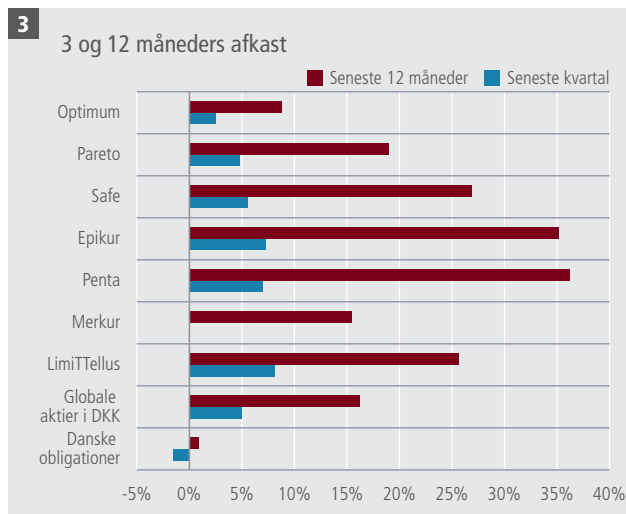
Afkastmæssigt vil der typisk være snævre investeringsprodukter som kan give et højere afkast end selv det mest risikobetonede Formueplejeselskab. Disse produkter vil dog som hovedregel have en risiko, der er tilsvarende højere. Samtidig viser historien, at de snævre produkter har svært ved systematisk gennem en længere årrække at give et højt merafkast.

Stil skarpt på Sharpe

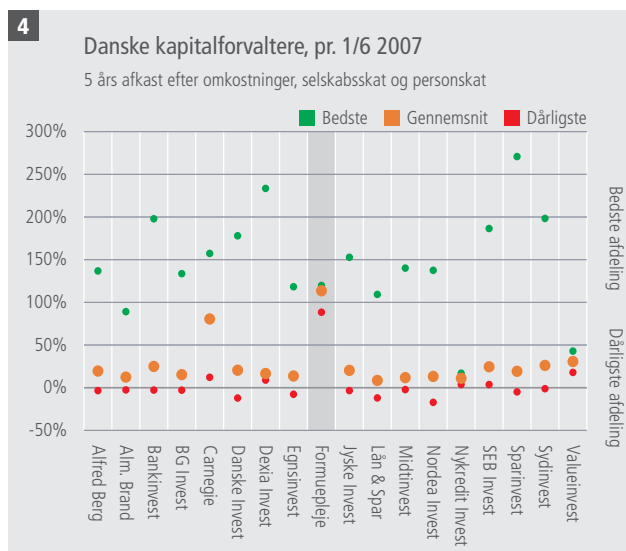
Den såkaldte Sharpe-ratio giver et ganske præcist billede af, hvor meget afkast man som investor har fået, i forhold til den risiko man har påtaget sig. Her vil det altid være i investors interesse at få det højst mulige risikojusterede afkast, hvilket svarer til den højeste Sharpe-ratio. Når vi måler Sharpe-ratioen på tværs af udbydere af investeringsforeningsprodukter på det danske detailmarked, finder vi det overraskende, at kun ca. 50% af udbyderne har en positiv Sharpe-ratio¹. Dvs. at ca. 50% af udbyderne har "skabt" et negativt risikojusteret afkast i flertallet af deres produkter, målt på 5-års afkast efter skat. For investor understreger det endnu engang vigtigheden af at sammensætte investeringerne med omhu – både når det gælder enkeltprodukter og valg af udbyder.

1) Sharpe-ratioen pr. udbyder er opgjort som medianen af Sharpe-ratios for udbyderens enkeltprodukter 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 efter-skat opgørelse af standardafvigelse ville gennemgående betyde højere Sharpe-ratios, men ville ikke ændre ved rangordningen i figur 5. Bemærk, at ved negative merafkast vil en højere standardafvigelse resultere i en højere Sharpe-ratio, hvorfor Sharpe isoleret ikke kan rangordne negative merafkast.

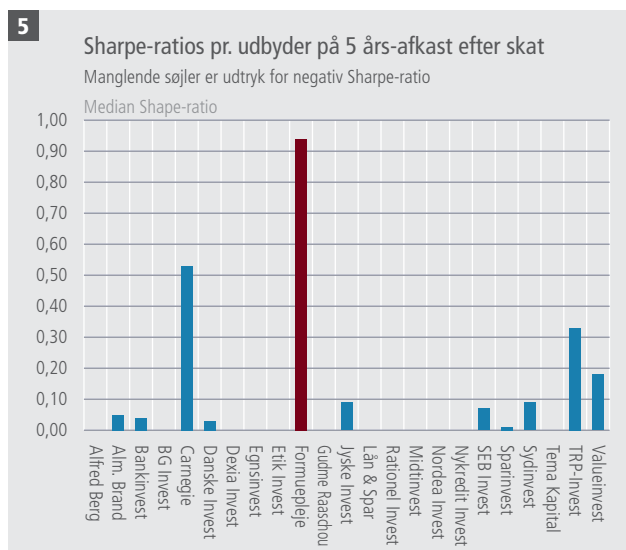
2 Budgetforventninger 3. kvartal 2007	
Pro anno-afkast	
Aktier	9%
Obligationer	4,75%
Valuta: kursbevægelser og lånerenter	-0,5%
Strategi	
Aktier:	Maksimal udnyttelse af risikorammer
Obligationer:	Lav varighed
Valutafinansieringen:	Taktisk EUR



Kilde: Formuepleje og Bloomberg



Kilde: Formuepleje og IFR



Kilde: Formuepleje og IFR

Formuepleje Safe VSO A/S

- nu med højere procenter



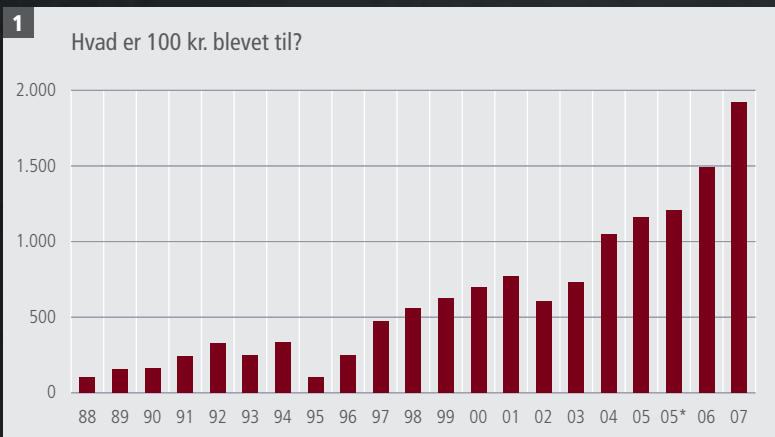
Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

Danmarks måske bedste investering – specielt designet til virksomhedsskatteordning (VSO). Formuepleje Safe VSO A/S er et nyt selskab, som er en ren kopi af det snart tyve år gamle Formuepleje Safe A/S, der har givet sine aktionærer 1600% i afkast.

Formuepleje Safe VSO adskiller sig kun fra Formuepleje Safe på ét punkt. Formuepleje Safe VSO er et såkaldt §19-selskab, der ikke betaler selskabsskat, hvorfor afkastet i dette regi ville nærme sig 2000% (se figur 1).

Selskabet er særligt velegnet til virksomheder, der beskattes under virksomhedsskatteordninger – heraf navnet VSO.

► Kilde: Årsrapporter for Formuepleje Safe A/S før skat.
*) Regnskabsmægningsår.



Uændret koncept – men skatteoptimalt

Hele investeringskonceptet er en kopi af Formuepleje Safes koncept. Den eneste årsag til at lave et nyt selskab er, at Formuepleje Safe VSO af rent skattemæssige årsager er en bedre investering til bestemte investortyper.

En tunet kopi af Danmarks måske bedste investering

På nær det skattemæssige aspekt, som behandles nedenfor og som har stor betydning for en række investorer, kan der generelt henvises til informationsmateriale for Formuepleje Safe A/S, såvel børsprospekter, årsrapporter, Formuemagasiner og brochuren "Formue fortjener pleje", da Formuepleje Safe VSO vil anlægge samme investeringsstrategi som Formuepleje Safe – med den ene tilføjelse, at Formuepleje Safe VSO ikke er bundet af en tre-årsregel for aktier, som andre "normale" aktieselskaber.

Kendetegn ved et §19-selskab som Formuepleje Safe VSO A/S

Et §19-selskab er kendetegnet ved tre ting.

- 1) Selskabet er skattefrit (dog 15% af udbytte fra danske aktier). Skatten betales hos den enkelte investor.
- 2) Skatten opgøres via lagerprincip pr. 31/12 hvert år, men bliver først betalbar året efter. Resultatet for 2007 bliver således skattepligtig i kalenderåret 2008, med sidste betalingsfrist 31/12 2008. §19-selskaber er den eneste type aktier, der kan bruges i virksomhedsskatteordninger.
- 3) Aktionærerne er sikret en god likviditet, fordi selskabet er forpligtet til at købe sine egne aktier tilbage tæt på indre værdi. >>

Selskabet kun velegnet til følgende type investorer

1) Virksomhedsskatteordning (VSO)

Hvis man ønsker at investere i aktier for midler i VSO er det kun tilladt at gøre det i såkaldte §19-selskaber. I VSO betales der en skat på 25% af stigningen i den indre værdi i Formuepleje Safe VSO A/S med ét års forsinkelse. Der er ingen skattemæssigt begrundede begrænsninger på det investerede beløb.

2) Personer med negativ nettokapitalindkomst

Resultatet fra Formuepleje Safe VSO A/S medregnes – som stigningen i den indre værdi – på den personlige selvangivelse som kapitalindkomst. Det betyder, at personer, der har negativ nettokapitalindkomst – typisk via renter af realkredit- eller banklån, skal sammenlægge renteudgifter og den årlige indtægt fra Formuepleje Safe VSO A/S inden beregning af skatten.

Har man eksempelvis årlige renteudgifter på 250.000 kr. og stigningen i den indre værdi for Formuepleje Safe VSO A/S er 10% p.a. vil en investering på 2,5 mio. kr. netop matche renteudgifterne. Da skatteværdien af private renteudgifter i Danmark er ca. 32% – betyder det, at man i alt er sluppet med at betale 32% i skat af sine aktiegevinster.

En investering i et "normalt" aktieselskab vil betyde, at dette selskab først har betalt 25% i skat, hvorefter gevinsten hos den private investor derudover vil blive beskattet som aktieindkomst med 28% til 45%. Besparelsen ved at investere i Formuepleje Safe VSO A/S for personer med negativ nettokapitalindkomst er således til at få øje på.

3) Personer, der kan skabe negativ nettokapitalindkomst

For personer, der har mulighed for at skabe negativ nettokapitalindkomst, f.eks. ved at optage lån

i fast ejendom, giver Formuepleje Safe VSO A/S en enestående mulighed for at investere i aktier og realisere gevinsten til kun 32% i skat, fordi renteudgifter og stigninger i den indre værdi i Formuepleje Safe VSO A/S skal lægges sammen inden skatteberegningen.

4) Personer, der ønsker skattepligtig indkomst til brug for pensionsopsparing

Hvis man ønsker at etablere større pensionsindbetalinger, end der kan indeholdes i topskatten kan man skabe yderligere indkomst via investering i Formuepleje Safe VSO A/S, fordi den årlige indkomst herfra (stigningen i den indre værdi) skal tillægges anden kapitalindkomst som igen tillægges den personlige indkomst inden skatteberegningen. Grænsen for betaling af topskat er 327.200 kr. i 2007.

5) Personer (børn) med lav eller ingen indkomst

Personer – herunder børn under 18 år – som er selvstændige skattesubjekter i Danmark fra fødslen, kan have aktiekursgevinster fra Formuepleje Safe VSO A/S helt skattefrit op til personfradraget, som i dag er på 29.300 kr. Tilsvarende gælder for personer over 18 år, hvor personfradraget er 39.500. Man skal være opmærksom på, at kun renter og udbytter af midler, som forældrene har givet til egne børn, beskattes hos forældrene indtil barnet er 18 år, men ikke om (urealiserede) kursgevinster.

6) Selskaber med skattemæssigt underskud

For selskaber, der har skattemæssigt underskud og/eller underskud, der kan fremføres, betyder en investering i Formuepleje Safe VSO A/S, at den årlige indkomst herfra (stigningen i den indre værdi) kan modregnes i underskuddet, og derfor tilfalder selskabet skattefrit.

7) Personer, der ikke er skattepligtige i Danmark

Personer, der er bosiddende i udlandet og ikke er skattepligtige til Danmark bliver ikke dobbeltbeskattede, da Formuepleje Safe VSO A/S ikke betaler skat, hvorfor den eneste beskatning, der kan blive tale om, er personbeskatningen i investors hjemland, hvilket normalt er markant lavere end danske skattesatser.

8) Pensionsordninger generelt

Formuepleje Safe VSO A/S er marginalt bedre til pensionsordninger end "normale" selskaber, fordi selskabet ikke har betalt skat og pensionsopspareren derfor kan nøjes med at betale de 15% i pensionsafgiftsskat.

9) Fonde

Mange almennyttige fonde er reelt skattefrie, hvorfor en investering i Formuepleje Safe VSO A/S vil sikre, at der ikke er betalt skat af et positivt obligationsresultat i et normalt selskab som Formuepleje Safe, inden resultatet ender i fondens egen selvangivelse.

Selskabet ikke velegnet til følgende type investorer

1) Personer med topskat

For private personer, der har personlig indkomst og nettokapitalindkomst over 327.200 kr., er Formuepleje Safe VSO A/S ikke velegnet, fordi aktiegevinster bliver beskattet (via stigningen i indre værdi) med op til 59%, hvor man ved investering i et "normalt" aktieselskab kunne nøjes med 28% til 45%.

Det gælder også alle såkaldte akkumulerende investeringsforeninger, der følger de samme skateregler.

2

Advarsel !!!

§19-selskaber, herunder Formuepleje Safe VSO A/S og akkumulerende investeringsforeninger, hvor der indgår aktier er ikke velegnede til de fleste formuende danskere eller til investering i eget selskab (der ikke har skattemæssigt underskud), fordi det øger beskatningen af aktiegevinster til 59%.

2) Selskaber med positiv indkomst

Aktie- og anpartsselskaber, der har skattemæssigt overskud, bør ikke investere i Formuepleje Safe VSO A/S, fordi aktiegevinsterne i Safe VSO A/S bliver indirekte beskattet i disse selskaber med 25% (via stigningen i indre værdi i Formuepleje Safe VSO A/S) og senere igen med udbytteskatteprocenter mellem 28% til 45% – i alt effektivt op til 59%. Ved investering i et "normalt" aktieselskab – som Formuepleje Safe – er skatten kun 28% til 45% i alt.

Tilbagekøbspligt

Selskabet bliver ikke børsnoteret, fordi likviditeten er sikret ved en tilbagekøbsforpligtelse, som man kender den fra investeringsforeninger.

Danmarks laveste tegningsomkostninger

For at holde omkostningerne nede er minimumstegningen sat til 500.000 kr. og tegningskursen er sat til præcis kurs 100.000 bl.a. fordi der ikke betales tegnings- eller garantiprovisioner af nogen art.

"Prepare to want one"

Formuepleje Safe VSO A/S bliver udbudt til september 2007, som Danmarks måske bedste investering specielt designet til virksomhedsskatteordningen, men som nævnt mindst lige så velegnet til en række øvrige investortyper. Læs mere på formuepleje.dk eller bestil materiale på telefon 87 46 49 00.

Set & Sket

ABN AMRO ny bankforbindelse

Formuepleje Epikur A/S skifter bankforbindelse og vil fremover samarbejde med den nederlandske baserede ABN AMRO bank, som er blandt verdens største finanshuse med samlede aktiver på 987 milliarder euro og 105.000 medarbejdere over hele verden. Skiftet sker for at muliggøre en fortsat vækst samt for at opnå de bedst mulige vilkår ved at benytte flere bankforbindelser. Formueplejeselskaberne samarbejder i forvejen med de tre største banker i Danmark: Danske Bank, Nordea Bank Danmark og Jyske Bank. Formuepleje Epikur har en egenkapital på ca. 4,5 mia. kr. og en lånekapital på 10 mia. kr.

► ABN AMROs hovedsæde i Amsterdam.



Nationalbanken advarer mod garantiprodukter



Danskerne investeringer i de såkaldte indekserede obligationer er vokset betydeligt i løbet af de seneste år. Obligationernes afkast afhænger af udviklingen i forskellige aktiver så som aktier, valutaer og råvarer. Nationalbanken har analyseret 67 indekserede obligationer og konkluderer: "Produktens nøjagtige egenskaber og omkostninger er svære at gennemskue for den enkelte investor. Historiske data viser, at det gennemsnitlige afkast på de indekserede obligationer ikke har oversteget afkastet på statsobligationer af tilsvarende varighed". (Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 2. kvartal 2007).

Fælles risiko giver størst afkast

Vælg kun investeringsprodukter som porteføljemanagere selv vil placere sine sparepenge i. De er billigst og klarer sig bedst, viser to nye undersøgelser: Når porteføljemanagere investerer i deres egne investeringsforeninger/fonde giver det:

- Højere afkast
- Lavere kurtage
- Mindre skat
- Lavere emissionsomkostninger

I finans kredse i London og New York har man vidst det i generationer: Man skal kun placere sin formue i noget, som udbyderne selv investerer i. Eller som det gamle engelske mundheld siger: "Put your money where your mouth is". Logikken er helt ligetil. Læs FormueFokus på formuepleje.dk/formuefokus.

Pension uden grænser



Jakob Madsen
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Et §19-selskab som det nye Formuepleje Safe VSO giver større fleksibilitet i pensionsindbetalingerne og potentielt også mulighed for at spare ubegrænset op til den tredje alder.

De sidste par år har der været en del tale om balanceoptimering i den finansielle branche og dermed en "aktivering" af den friværdis, som mange danskere har i deres bolig. Nogle investorer mener, det er alt for farligt på grund af udsving i værdien af det investerede. Andre belåner gerne huset og øvrige aktiver og investerer det i aktier, fordi de ser helt åbenlyse fordele ved det.

I det efterfølgende skal vi se på nogle modelfamilier, der skal illustrere hvordan man – uden

meget besvær – kan aktivere sin friværdis og optimere pensionsopsparingen.

Fælles for alle efterfølgende eksempler er, at personerne er 50 år, har en privat og en arbejdsgiveradministreret¹ pensionsordning (AGPO). De har lønindtægt på 1 mio. kroner om året og betaler derfor topskat – dvs. omkring 60% skat af ca. 650.000 kroner årligt. Ydermere har personerne ikke umiddelbart brug for afkast før om 10 år.



Modelfamilie 1:

Stor friværdi i huset, ejer af et selskab (ApS eller A/S).

1	
Eksempel 1: Friværdi, selskab og pension	
Nyt lån i huset – privat regi	kr. 5.000.000
Rente på lån til selskab	8%
Rente på realkreditlån	6%
Rentemarginal (forskel mellem lånerenterne)	2%
“Ekstraindtægt til pensionsopsparing”	kr. 100.000

Investor optager et lån i sit hus på 5 mio. kroner. Lånet er et 30-årigt obligationslån, hvor de første 10 års løbetid er uden afdrag. Disse midler udbetales privat og efterfølgende lånes midlerne ud til eget selskab. Derved skal selskabet betale rente for lånet på 5 mio. kroner. Disse renteindtægter anvendes primært til at betale renter på realkreditlånet, men ved at anvende ovenstående eksempel på en rentemarginal, frigøres yderligere 100.000 kroner, som kan indbetales på en privat pensionsordning eller AGPO.

Det nemmeste er at benytte arbejdsgiverordningen, da de private ordninger ikke er helt så fleksible². Arbejdsgiveren indbetaler fx 2 gange 50.000 kroner af månedslønnen på pensionsopsparingen. De likvider, som mangler til forbrug pga. den højere indbetaling via lønnen, kommer via rentebetalinger fra eget selskab.

Uanset hvilken af ovenstående modeller, der anvendes, har man indbetalt ekstra på pension og fået aktiveret friværdien i huset. Hvilket jo var målet.



Modelfamilie 2:

Stor friværdi i huset. Ejer ikke et selskab (ApS eller A/S).

2	
Eksempel 2: Friværdi og pension	
Nyt lån i huset – privat regi	kr. 5.000.000
Afkast på placering i §19 selskab	8%
Rente på realkreditlån	6%
Nettokapitalindkomst som skal beskattes med topskat	2%
Ekstraindtægt som kan udskydes via pensionsopsparing	kr. 100.000

I familie 2 optager investor samme lån som i eksempel 1. Denne gang investeres midlerne direkte fra privat regi. De placeres i et akkumulerende selskab som hører ind under §19 i aktieavancebeskatningsloven. Det betyder nemlig, at hele kursstigningen uanset om det er realiserede eller urealiserede gevinster skal medtages som en kapitalindkomst i skatteopgørelsen³.

Ved at optage lånet privat og placere midlerne i et §19-selskab, er der modregning mellem de udgifter man har på lånet og indtægterne på placeringen.

I praksis betyder det, at man med fordel skal udnytte grænsen op til den negative kapitalindkomst slutter, dvs., indtil man har positiv kapitalindkomst. Gevinsterne bliver her effektivt beskattet med ca. 32% pga. den negative kapitalindkomst.

Den del som overstiger "nul", og dermed vil blive beskattet med ca. 60%, bør man indskyde på en pensionsopsparing. Fremgangsmåden er identisk med eksempel 1 i forhold til indbetalingerne via arbejdsgiver.

Såfremt indtægterne på placeringen bliver betydelige og over de her forudsatte 8%, skal man huske på at man via arbejdsgiverordningen kan indskyde "uendeligt" dog i praksis ikke mere end man realiserer en totalindtægt på ca. 350.000 kroner eller grænsen for topskattens start.

Det skal siges, at hvis investeringen resulterer i et negativt afkast i en periode f.eks. præcis et kalenderår, får investor en negativ kapitalindkomst på placeringen i et §19-selskab. I dette tilfælde vil man kun have fradrag for 32% af tabet, da man jo allerede har negativ kapitalindkomst pga. renteudgifterne på realkreditlånet.



Modelfamilie 3:

Familien har en stor privat opsparing. De private midler kan være opsparet gennem flere år eller f.eks. arvet.

3

Eksempel 3: Privat opsparing og pension

Formue der skal placeres i værdipapirer	kr. 3.750.000
Afkast på placering i §19-selskab	8%
Afkast i kroner på placeringen af formuen	kr. 300.000

Denne familie har andre muligheder end de to foregående. Ønsket er at øge pensionsopsparingen med 300.000 kroner årligt.

Familien investerer deres private midler i et §19-selskab. Det indebærer, at afkastet heraf bliver beskattet som kapitalindkomst og dermed lagt oven i deres allerede høje indtægt på 1 mio. kroner årligt. Det skulle man umiddelbart synes er uhenigtsmæssigt.

Men eftersom investor kan regulere sine indbetalinger på pensionen afhængigt af afkastet på investeringen via den AGPO, er det ikke ufornuftigt. Såfremt afkastet er 8% skal der netop indbetales 300.000 kroner (8% af 3.750.000 kroner) yderligere i pension. Hvis afkastet i nogle år er højere, skal der indbetales noget mere og vice versa. Selv med afkast på f.eks. 15% et år vil man kunne indbetale ca. 650.000 kroner af lønindkomsten på pensionen og stadig kun indbetale den del, som er over topskattegrænsen. Et negativt afkast på investeringen vil indebære, at man ikke indbetaler på pensionen, men i stedet bruger den negative kapitalindkomst som modregning i lønindtægten på 1 mio. kroner.

Indbetal kun den del, der udløser topskat

Ovenstående eksempler giver med tydelighed en meget stor fleksibilitet i indbetalingerne og potentielt en pensionsindbetaling uden grænser, så længe familien altid sørger for kun at indbetale den del, som ellers ville have udløst topskat. Når familien indbetaler en stor del af lønnen på pension, så bruges afkastet på formuen i stedet til at leve for. Derved kommer familien ikke til at få en mindre disponibel indkomst.

Endelig kunne en kombination af ovenstående modelfamilier være yderst interessant, da man derved kan udnytte det bedste fra alle verdener.

At investere via et §19-selskab kan således i mange henseender være attraktivt, da det udløser kapitalindkomstbeskatning. Det er dog ikke altid det bedste for den enkelte investor, men måske vi som formuerådgivere i Formuepleje, kan hjælpe med at finde den bedste løsning til hver af vores aktionærer.

- 1) Når en pensionsordning er arbejdsgiveradministreret indebærer det, at pensionsindbetalingerne foretages via bruttolønnen og dermed via egen arbejdsgiver. Arbejdsgiveren forestår alene den administrative indbetaling af pengene på en pensionskonto, der er intet tilskud. Man kan indbetale mellem nul og 100% af sin løn via en arbejdsgiveradministreret pensionsordning.
- 2) Hvis man skyder mere end 43.100 kroner ind på sin private ratepensionsordning i 2007, så skal man faktisk skyde samme beløb f.eks. 100.000 kroner ind i en periode på minimum 10 år. Det er derfor private ratepensionsordninger ikke er så fleksible. I dette eksempel kunne det dog relativt nemt benyttes, da man på forhånd alt andet lige kender rentebetalingerne i fremtiden. Derfor kunne man skyde de 100.000 kroner ind på den private ratepension og fortsætte dette de næste 10 år.
- 3) Urealiserede gevinster skal dog først medregnes i det efterfølgende indkomstår.



Dovne investorer slår daytraderne



Kristian R. Hansen
Kommunikationschef
Formuepleje AIS

Investorer kan ikke ramme toppe og bunde på aktiemarkedet. Ny undersøgelse viser tilmed, at vi opnår højere afkast ved ikke at forsøge.

Vi ved det jo egentlig godt. At det er svært at *time* sine aktieinvesteringer. Svært at finde ud af hvornår det er tid til hoppe ind og ud af aktiemarkedet, svært at vælge næste måneds børsraketter. En ny, omfattende analyse af det amerikanske aktiemarked fra 1926 til 2002 viser tilmed, at investorerne opnår et højere afkast ved ikke at gøre forsøget.

Ved blot at være i markedet hele tiden, under både op- og nedture, kan den gennemsnitlige investor opnå et væsentligt højere afkast end ved at forsøge at ramme toppe og bunde. Og som sidegevinst: Frigive kostbar tid til andre af livets glæder.

Dovenskab belønnes

Professor Ilia D. Dichev fra University of Michigan, USA, har analyseret det amerikanske aktiemarked tilbage til 1926 og kommer frem til, at den typiske investor, som flytter formuen ud og ind af aktiemarkedet opnår et markant dårligere afkast end den investor, som er med hele tiden¹.

En investor, som investerede i aktierne på New York Stock Exchange i 1926 og beholdt dem til 2002 ville have opnået et gennemsnitligt årligt afkast på 9,9%. Men en investor, som investerede i 1926 og fulgte det gennemsnitlige handelsmønster og flyttede sine penge ind og ud af markedet frem til 2002 – ville kun have opnået et årligt

afkast på 8,6% Den dovne investor ville således have opnået et årligt afkast, der var 1,3% højere end gennemsnitsinvestoren. Det lyder måske ikke af meget, men det er 15% mere hvert år og målt på den 76 år lange periode, giver det et afkast, der er 2,5 gange større.

1	1 million investeret på New York Stock Exchange (1926-2002)	
	Køb-og-behold investor	Gennemsnits-investor
Årligt afkast	9,9%	8,6%
1 million vokser til	1,3 mia.	0,5 mia.

På teknologibørsen Nasdaq, hvor daytraderne har floreret i stor stil, er forskellen endnu mere udtalt: Investorer, der købte aktierne i Nasdaq-indekset i 1973 og solgte i 2002 opnåede et gennemsnitligt årligt afkast på 9,6%, mens den typiske Nasdaq-investor måtte nøjes med 4,3% Altså mere end dobbelt så højt afkast til den dovne investor.

2	1 million investeret på Nasdaq (1973-2002)	
	Køb-og-behold investor	Gennemsnits-investor
Årligt afkast	9,6%	4,3%
1 million vokser til	14,2 mio.	3,4 mio.

Dichev har også analyseret 19 internationale markeder, og her er forskellen 1,5 procentpoint. 18 ud af 19 markeder viser samme tendens: *Dovne investorer slår daytraderne*. På Københavns Fondsbørs har det gennemsnitlige årlige afkast været 12,7%, mens gennemsnitsinvestoren kun har opnået 11,7% årligt i perioden 1973-2004. En forskel på 1% om året syner ikke af meget, men regnes rente-rente effekten med, viser det sig, at den langsigtede pensionsinvestor på en 31-års periode kan opnå et afkast, der er en tredjedel større ved at gøre – *ingenting*.

3	1 million investeret på Københavns Fondsbørs (1973-2004)	
	Køb-og-behold investor	Gennemsnits-investor
Årligt afkast	12,7%	11,7%
1 million vokser til	40,7 mio.	30,9 mio.

Tiden i markedet

Finansieringslitteraturen er rig på lignende eksempler:

- ▶ Svenske Anders Anderson nåede frem til lignende konklusioner i sin flittigt citerede "All Guts, No Glory" artikel fra 2005². Han analyserede 300.000 private aktiehandler og fandt, at hyppige handler og høje omkostninger gav årlige afkast, der var 8,5% dårligere end aktiemarkedet generelt.
- ▶ I den måske største undersøgelse, der nogensinde er lavet af private investorers adfærd, undersøgte 78.000 investorers handel med aktier gennem 6 år³. Her kom man frem til, at investorer, der omsatte deres aktier mere end 1 gang om året kun fik det halve i afkast af investorer, der bare beholdt deres aktier.

Briterne har et ordsprog "*It's time in the market, not timing the market*" – eller på dansk, det handler om at være lang tid på markedet, ikke om at hoppe ind og ud hele tiden.

- 1) Ilya D. Dichev: "What Are Stock Investors' Actual Historical Returns? Evidence From Dollar-Weighted Returns." The American Economic Review, 2007.
- 2) Anders Anderson: "All Guts, No Glory", Swedish Institute for Financial Research, Stockholm, 2005.
- 3) Brad M. Barber & Terrance Odean: "Trading is hazardous to your wealth", University of California, 2000.

4	Årlige afkast på 19 aktiemarkeder 1973-2004*		
	Køb-og-behold investor	Gennemsnits-investor	Årlig forskel
USA	11,5%	10,5%	1,0%
Japan	5,2%	2,7%	2,6%
Storbritannien	13,8%	12,7%	1,2%
Frankrig	13,4%	10,5%	2,9%
Tyskland	8,2%	7,5%	0,7%
Canada	11,0%	11,6%	-0,6%
Schweiz	8,7%	8,0%	0,7%
Hong Kong	13,5%	12,1%	1,4%
Italien	13,1%	8,2%	4,9%
Nederlandene	11,9%	10,9%	1,0%
Australien	12,3%	11,7%	0,6%
Sverige	16,6%	14,3%	2,3%
Belgien	10,5%	9,2%	1,4%
Sydafrika	19,8%	18,8%	1,0%
Singapore	5,7%	4,0%	1,8%
Danmark	12,7%	11,7%	1,0%
Norge	12,6%	11,3%	1,3%
Irland	15,6%	13,2%	2,5%
Østrig	8,5%	8,4%	0,0%
Gennemsnit	-	-	1,5%

▶ * Alle data er opgjort fra februar 1973 til februar 2004, dog Norge fra februar 1980 og Sverige februar 1982.

Den nye arvelov klarer paragrafferne... eller gør den?



Anders Kristiansen
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Testamentet er en overset mulighed, når formuen eller livsværket ønskes videreført ved dødsfald. Med den nye arvelov får De større selvbestemmelse over, hvordan arven skal fordeles. Men det kræver en indsats.

Folketinget har netop vedtaget den nye arvelov, der træder i kraft 1. januar 2008. Hovedformålet har været at sikre en efterladt ægtefælle bedre økonomisk end hidtil, hvis afdøde efterlader sig børn.

Hovedregel

Med ændringerne arver en efterladt ægtefælle *automatisk* halvdelen af boet. Tidligere var det kun en tredjedel. Resten af boet arves af afdødes børn til lige deling. Det er dermed blevet økonomisk lettere for en efterladt ægtefælle at "komme videre", idet behovet for kontanter til udredning af tvangsarv til børn er blevet væsentligt reduceret.

Men hvad nu hvis det er virksomheden, gården eller formuen generelt, som ønskes sikret bedst muligt ved dødsfald?

Her kommer arvelovens bestemmelser om "automatik" desværre til kort. Man kan ikke bare læne sig tilbage og overlade det til arvelovens paragraffer, hvis man *selv vil bestemme*, hvem der eksempelvis skal drive familiedynastiet videre. Der kræves en *aktiv* handling, nemlig oprettelse af et testamente.

Testamente

Via et testamente kan man fremover råde over $\frac{3}{4}$ af sin formue. Tidligere var det kun halvdelen. Samtidig kan arven til hvert enkelt barn fremover maksimeres til ikke at overstige 1 mio. kr. (indeksreguleres).

Så vil man eksempelvis sikre et generationsskifte eller

anden fordeling af formuen til én bestemt person, er der via testamente åbnet op for store forbedringer, så kravet til likviditet ikke bliver udslagsgivende for ønskets gennemførelse.

Et eksempel illustrerer de nye forbedringer:

- ▶ Afdøde efterlader sig tre børn, hvoraf én skal overtage gården
- ▶ Afdødes samlede formue udgør 45 mio. kr. Heraf udgør gården 35 mio. kr.

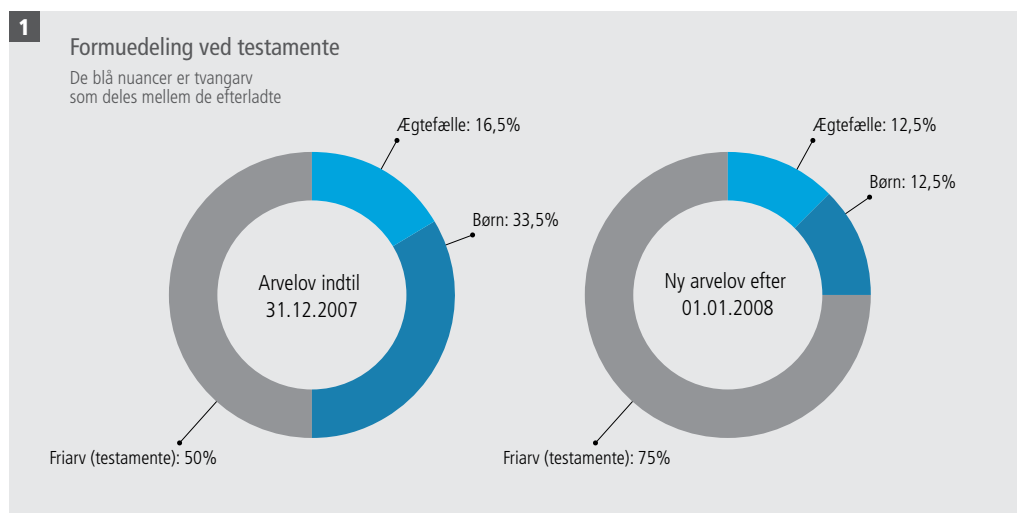
Med nugældende regler, hvor der kan rådes over $\frac{1}{2}$ af formuen via testamente, bliver resultatet:

- ▶ De to øvrige børns tvangsarv udgør i alt 15 mio. kr.
- ▶ Værdier ud over gården udgør kun 10 mio. kr.
- ▶ Ønsket om ét barns overtagelse af gården kan derfor *ikke* realiseres.

Med de nye regler pr. 1/1-2008, hvor der kan rådes over $\frac{3}{4}$ af formuen via testamente, bliver resultatet:

- ▶ De to øvrige børns tvangsarv udgør i alt 7,5 mio. kr. Beløbet kan yderligere reduceres til i alt 2 mio. kr. (1 mio. kr. pr. barn).
- ▶ Ønsket om generationsskifte til ét barn *kan* realiseres uden økonomiske problemer.

Før man kaster sig ud i at lave testamentet, bør man dog kraftigt overveje de afledte konsekvenser og interessekonflikter af at stille ét barn bedre end andre.



▶ Kilde: Bloomberg

>>

2

De nye regler – kort fortalt

	Legal- og tvangsarv	Muligheder med friarv via testamente
Ægtepar uden børn	Længstlevende arver hele boet.	Der kan rådes over ¾ af formuen.
Ægtepar med børn	Længstlevende arver ½ af boet, børn af afdøde arver den anden ½.	Der kan rådes over ¾ af formuen.
Samlevende uden børn	Ingen automatisk arveret.	Der kan rådes over hele formuen.
Samlevende med børn	Ingen automatisk arveret til længstlevende samlever. Børn af afdøde arver som udgangspunkt det hele.	Der kan rådes over ¾ af formuen. Mulighed for oprettelse af et "udvidet samlevertestamente" ¹ .

► Note: Reglerne gælder for dødsfald efter 1. januar 2008.

Særeje

Ønsker man at sikre, formuen forbliver i familien for næste generation, kan man i sit testamente tilføje, at arven skal være arvingernes særeje.

Alternativt kan man risikere, at ½ af arven til et barn overgår til et "tidligere" svigerbarn, hvis ens eget barn senere bliver skilt.

Igen skal man overveje konsekvenserne af en forskelsbehandling. Et nuværende svigerbarn synes næppe om signalværdien af, at en fremtidig arv skal holdes uden for bodelingen, hvis der bliver

tale om skilsmisse. Men vi lever i et land med et af Europas højeste antal skilsmisser, så risikoen er absolut til stede.

Opretter man testamente, har ens arvinger (ægtefælle og børn) som udgangspunkt ikke krav på at se, hvilke bestemmelser testamentet indeholder. Så interne familiestridigheder kan forebygges ved ikke at have testamentet liggende fremme.

De forskellige juridiske aspekter i brugen af testamente og alle arvelovens nye regler er ikke udtømmende beskrevet her, og der kan være mange individuelle hensyn og forhold at tage i betragtning.

Jeg vil derfor anbefale, at man kontakter en advokat med speciale i familieret for mere udførlig rådgivning, inden man tager testamentets fortræffeligheder i brug.

3

De mest almindelige former for særeje

Skilsmisse-særeje	Ægtefællen med særeje beholder sin egen formue ved skilsmisse. I tilfælde af dødsfald ændres særejet til fællesje.
Fuldstændigt særeje	Særejet består; både i tilfælde af skilsmisse og dødsfald.
Kombinations-særeje	En kombination af ovenstående former. Fx at først-afdødes skilsmissesæreje omdannes til fællesformue ved dødsfald, mens længstlevendes skilsmissesæreje omdannes til fuldstændigt særeje.

► Note: Reglerne gælder for dødsfald efter 1. januar 2008.

1) Hvis samlevende har levet sammen i min. to år, eller har/har haft fælles barn, kan de sammen bestemme, at de skal arve hinanden, som om de var ægtefæller. Dermed får længstlevende fortrinsret til at udtage enkelt ejendele samt ret til at få suppleret arven op til 600.000 kr. inkl. forsikringssummer.

Spørgsmål & Svar



Hanne Kring
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Vest for Storebælt
Tlf: 87 46 49 17



René Juul
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Øst for Storebælt
Tlf: 87 46 49 42

? Hvad koster det at være aktionær i Formueplejeselskaberne?

De betaler ikke direkte for at være aktionær i Formueplejeselskaberne. Selskaberne afholder alle omkostninger i forbindelse med investeringer og drift og har indgået management-aftale med Formuepleje AIS, hvor omkostninger udgør 0,25-0,5% p.a. af porteføljen. Herudover betaler Formueplejeselskaberne et resultathonorar på 10% af investeringsresultatet. Denne forretningsmodel sikrer, at vi har samme langsigtede interesse – at skabe det højst mulige risikostyret afkast. Dét mener vi er den sundeste forretningsmodel i branchen.

? Et resultathonorar på 10% af overskuddet. Hvornår betales det?

Resultathonoraret er fratrukket den dagligt opgjorte indre værdi og skal derfor ikke på noget tidspunkt indbetales. De modtager ingen fakturaer. Resultathonoraret er fratrukket i den daglige opgørelse af indre værdi. Ved underskud betales intet resultathonorar, ligesom underskuddet først genindtjenes, før der igen betales resultatafhængigt honorar.

? Er det nødvendigt at skifte bank for at blive aktionær i Formueplejeselskaberne?

Nej, De skal ikke skifte bank. Deres midler forbliver i Deres depot i banken, som hvis De investerer i en hvilken som helst anden børsnoteret aktie.

? Kan man tro på jeres meget høje afkast?

Målt pro anno er Formueplejeselskabernes afkast ikke unikt højt. Men hvis vi ser på afkastet over tid, er der ikke mange, der har gjort det bedre. Siden vi startede Formueplejekonceptet i 1988 har det årlige afkast efter alle omkostninger og selskabsskat været godt 16% p.a. i vores ældste selskab, Formuepleje Safe, men det bliver med rentes-rente effekt alligevel til 1600% i alt.

? Formuepleje investerer for lånte midler – hæfter jeg også for dem i tilfælde af konkurs?

Nej. Formueplejeselskaberne er aktieselskaber med begrænset hæftelse. De risikerer alene at tabe de penge, De har investeret – i modsætning til investering af midler fra private banklån. Her hæfter investor for hele beløbet og påtager sig dermed selv en større tabsrisiko ved at foretage gearingen privat. Formueplejeselskaberne optager lån i Danske Bank, Nordea Bank Danmark, Jyske Bank og ABN AMRO på almindelige markedsvilkår.

? Hvor meget handles Formueplejeselskaberne på Fondsbørsen?

Alle syv Formueplejeselskaber er i løbet af 2006 blevet børsnoteret på Københavns Fondsbørs. Indtil ultimo juni 2007 har den totale omsætning på fondsbørsen udgjort 4.858 mio. kroner. Ser vi på den daglige omsætning, har den for de syv selskaber tilsammen udgjort over kr. 19,5 mio. i kursværdi.



Gennemsnittet fortæller sjældent alt



Anders Lund Larsen
Analytiker
Formuepleje AIS

Ud fra en gennemsnitsbetragtning ser aktiemarkedet stadig billigt ud. Men et nærmere eftersyn viser, at der er store interne forskelle i værdiansættelsen. De billige aktier findes især indenfor finans. Derfor drejes porteføljen i denne retning.

Først bader man i skoldhedt vand, derefter i iskoldt vand, og så har man det i gennemsnit meget godt. Nej vel? Gennemsnittet er et udmærket mål i mange sammenhænge, men det fortæller sjældent hele historien. Heller ikke på aktiemarkedet.

Gennemsnittet snyder

Trods solide kursstigninger i det seneste kvartal ser aktiemarkederne fortsat relativt billige ud vurderet ud fra en gennemsnitsbetragtning. Som figur

1 viser, er det imidlertid en forhastet konklusion at drage. Den gennemsnitlige P/E ligger godt nok stadig et stykke under det historiske gennemsnit i Europa, men det er i høj grad enkelte billige sektorer, som vægter tungt i indekset, der trækker den gennemsnitlige P/E nedad. Dette afsløres i figur 1, som viser henholdsvis gennemsnitlig P/E og median P/E for både Europa og USA. Som det fremgår, er median P/E'en væsentlig højere end den gennemsnitlige P/E. Med andre ord er der



væsentlig flere dyre selskaber, end der er billige selskaber. Men da de billige selskaber har en større markedsværdi fylder de mere i indekset, hvilket sænker den gennemsnitlige P/E. Set over en bred kam, er "small cap"-selskaberne således dyre, mens "large cap"-selskaber generelt er billigere.

Finans og energi er billigt

Som det fremgår, kan det være farligt blot at anskue aktiemarkedet som en helhed. De store interne forskelle på værdiansættelsen selskaberne imellem er naturligvis et faresignal for de dyre aktier, men omvendt skaber de billige aktier muligheder for den selektive investor. En nærmere gennemgang viser, at de billige aktier i høj grad domineres af to sektorer, nemlig finans og energi. Specielt finansaktier ser pt. attraktive ud i både absolut og relativt perspektiv.

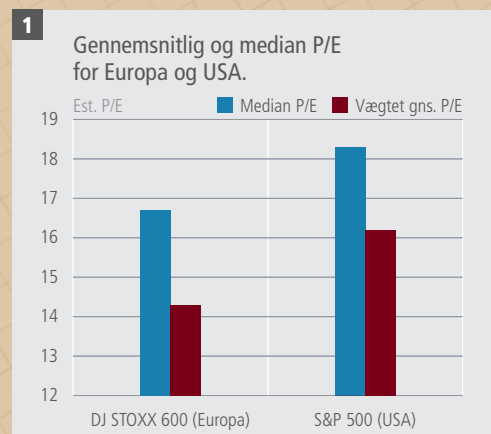
Fokus på strukturel vækst

Udover finansaktier består Formueplejeselskabernes aktiebeholdning i dag i høj grad af selskaber eksponeret mod strukturel vækst blandt andet i form af industriselskaber indenfor infrastruktur

og energi. Vi ser fortsat en stærk strukturel vækst indenfor disse områder i de kommende år, hvilket vil understøtte kursudviklingen. Efterhånden er vi dog ikke de eneste, som har fået øje på disse tendenser, hvilket afspejles af, at flere af selskaberne er blevet "re-priset" af investorerne med markante kursstigninger som resultat.

Drejning mod finans

Som en naturlig konsekvens heraf drejes nye penge i porteføljerne nu i endnu højere grad mod de billige finansaktier, hvor der som nævnt ovenfor pt. er størst værdi. Til trods for, at pæne kursstigninger har gjort det brede aktiemarked knap så attraktivt, illustreret ved median P/E'en, kan vi stadig sammensætte en billig portefølje af solide selskaber, der er i stand til at tjene penge.



► Kilde: Bloomberg.

Note: Den gennemsnitlige P/E er en sammenvægtet P/E for hele markedet, hvor hvert enkelt selskab vægter med sin markedsværdi. Median P/E er derimod den midterste P/E blandt alle selskaberne, dvs. der er præcis lige så mange selskaber med en større P/E som selskaber med en mindre P/E.

Når huset fylder for meget

Mediebilledet flyder over med historier om boligprisernes nedtur i USA, og om hvilke konsekvenser det vil have for væksten i verdens største økonomi. Et totalt kollaps vil naturligvis have store konsekvenser – men spørgsmålet er, om boligens markante plads i vores verdensopfattelse er berettiget.

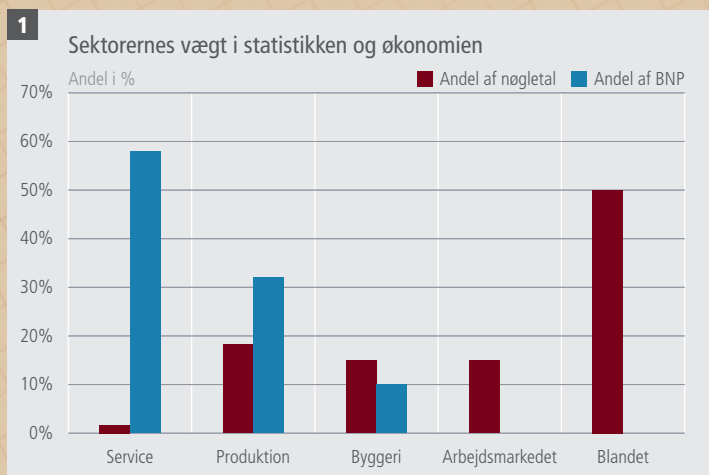


René Rømer
Analytiker
Formuepleje AIS

Andet kvartal bød på fortsat stigende renter i både USA og Europa, hvor den 10-årige rente steg hele 0,55 procentpoint. Et hårdt kvartal for obligations-ejerne, men heldigvis knapt så hårdt for Formueplejeselskaberne, der ligger i læ bag vores strategi med lav rentefølsomhed. Rentestigningerne i USA tog for alvor fart i begyndelsen af juni i en periode, hvor der var pæne nøgletal, men ikke nogen begivenheder, der burde sende markedet af sted i raket fart. En lokkende – men nok ikke udtømmende – konklusion kunne være, at rentestigningerne skyldes, at der *ikke* blev offentliggjort vigtige bolignøgletal i netop den periode. Men det vender jeg tilbage til.

Hos Formuepleje er vi enige i, at der er problemer på boligmarkedet. Samtidig har vi fortsat positive forventninger til den amerikanske økonomi fremadrettet. En del af forklaringen på forskellen mellem vores holdning og medieindtrykket skal findes i figur 1.

Figuren viser henholdsvis hvor stor en andel af de producerede nøgletal, der hidrører en specifik sektor, og hvor stor en andel af BNP der produceres i den enkelte sektor. Det ses, at servicesektoren udgør 58% af økonomien, men at kun 1,7% af nøgletallene koncentrerer sig om udelukkende denne sektor. Samtidig får boligmarkedet en større andel af opmærksomheden end BNP-andelen berettiger til. Der er altså klart en mulighed for, at nyhedsbilledet kan skævvride det korrekte billede af økonomien; også fordi journalister generelt finder boligmarkedshistorier interessante, hvilket vi i Danmark også kan nikke genkendende til. Pointen med alt dette er, at ting ikke bliver mere rigtige eller vigtige af at blive gentaget.



► Kilde: Lehman Brothers.

Det ubemærkede flertal

Avisoverskrifterne har længe berettet om, at den amerikanske økonomi kører en del langsommere end for bare ét år siden og er på vej i den helt gale retning. Dette skyldes et boligmarked, der – i hvert fald i udvalgte, meget synlige områder – stagnerer.

Service og produktion er fortsat sunde

Hos Formuepleje ser vi som nævnt endnu ikke tegn på, at problemerne fra boligmarkedet spredt sig til resten af økonomien, og forventer derfor en pæn amerikansk vækst i resten af året. Samme positive syn har vi på den europæiske økonomi, hvorfor vi i Formueplejeselskaberne fastholder den lave rentefølsomhed. Samtidig vil vi i den kommende tid holde skarpt øje med udviklingen på det danske realkreditobligationsmarked, hvor indførslen af den nye lånetype, SD(R)O, kan have store konsekvenser. For en kommentar omkring den nye lånetype henvises til artiklen "SDO – fra stangvare til skræddersyet" på formuepleje.dk/formuefokus.

Rekordernes tid

I øjeblikket bevæger valutakurserne sig i niveauer, der ikke er set meget længe. Der er dog tegn på, at denne "unormale" situation hører op, hvorfor lånefinansiering fortsat bør foretages, hvor risikoen er lav.



René Rømer
Analytiker
Formuepleje A/S

I denne periode, hvor Formueplejeselskabernes finansiering foretages i den risikofrie EURO, er det begrænset, hvor stor indvirkning valutamarke-derne kan have på udviklingen i selskabernes afkast. Dette betyder selvsagt ikke, at vi ikke nøje holder øje med udviklingen. Vi betragter denne periode, som noget midlertidigt, hvor vi "bare" venter på en normalisering af forholdet mellem afkast og risiko ved at optage finansiering i lavrentevalutaer, hvilket traditionelt har været den japanske yen (JPY) og den schweiziske franc (CHF).

19 år er lang tid!

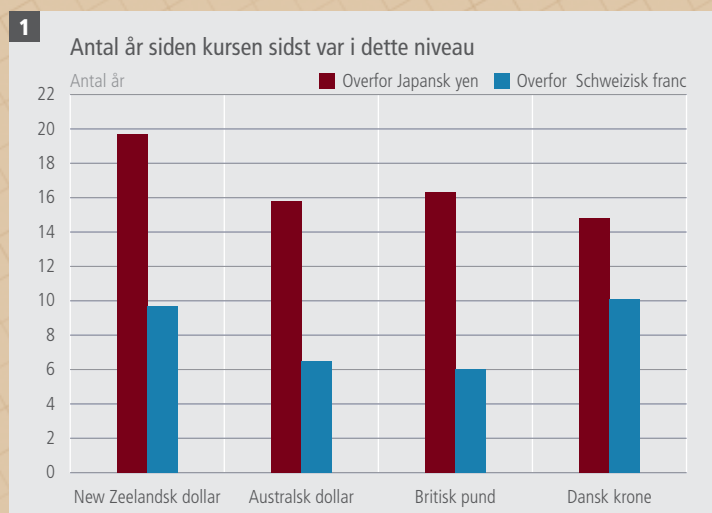
At der intet normalt er ved den nuværende situation illustreres tydeligt i figur 1. Figuren viser, hvor længe det er siden, at udvalgte valutakryds senest var i de nuværende (lave) niveauer. Eksempelvis er det nu mere end 19 år siden JPY senest var så lavt prissat over for den new zealandske dollar (NZD).

Valutakrydsene er valgt fordi NZD, australske dollar (AUD), britiske pund (GBP) alle har relativt høje renter, og at den nuværende "unormale" situation er fremkaldt af netop renteforskellene mellem høj-rente- og lavrentevalutaer. Renteforskellene udnyttes nemlig til at foretage de såkaldte "carry-trades", hvor der lånes, dvs. valutaen sælges, i lavrentelande og placeres i højrentelande, dvs. valutaen købes.

Der rasles med sablen

Det er dog ikke kun hos Formuepleje, vi er bekymrede over de nuværende valutakurser. Flere regerings- og centralbankchefer har i den seneste tid udtrykt bekymring omkring valutakursernes betydning. Enkelte har dog ikke ladet det blive ved snakken. I New Zealand intervererede centralbanken i valutamarkedet i midten af juni, og lidt senere på måneden hævede den schweiziske centralbank 1-uges repo-renten to gange med i alt 0,08 procentpoint. Små skridt med stor signalværdi. Dog nødvendige skridt, da valutakurserne tydeligvis ikke afspejler de fundamentale økonomiske forhold, der ellers burde være retningsbestemmende.

Formueplejeselskaberne fastholder derfor midlertidig EURO som den foretrukne finansieringsvaluta, men forventer samtidig at gå tilbage til CHF, når afkast/risikoforholdene tilsiger dette.



Kvartalsregnskaber

– værdiskabelse eller blot beskæftigelsesterapi?

Vi befinder os atter i en hæsblæsende regnskabssæson. Kvartalsregnskaber verden over fremlægges og analyseres nøje. Som økonomer og investorer er vi nyhedsjunkies, og alt der kan give en pejling modtages med kyshånd.



Nicolai Borcher Hansen
Senior kapitalforvalter
Formuepleje AIS

Kvartalsregnskaberne tikker ind i en lind strøm i denne tid. Spørgsmålet, som få stiller, er imidlertid, hvorvidt denne kvartalsøvelse med regnskabs-tal og udmeldinger vitterlig er værdiskabende eller blot beskæftigelsesterapi. Faktum er nemlig, at der dedikeres enorme ressourcer til denne kvartalsvise aflæggelse. Både blandt virksomhederne, analytikerne og investorerne.

Problematikken er dog ikke kun de dedikerede ressourcer. Værst er det måske, at markedet tenderer mod en ukritisk behandling af det oplyste indtjeningstal – uagtet de kvartalsvise regnskabs-tal er notorisk ustabile som retningsgivende pejlemærke for det enkelte selskab.

Når tallene lyver...

Dette understreges af en analyse baseret på 401 amerikanske finansdirektører¹. Her var et af udsagnene, at virksomhedens indtjening i virkelighed var mere volatil end, hvad der umiddelbart fremgik af det oplyste kvartalsresultat.

Konsekvensen for investor kan være betydelig, idet virksomhedens faktiske risiko camoufleres ved hjælp af regnskabstekniske udligninger perioder imellem. Og dermed bliver analytikernes og investorernes "modelberegninger" behæftet med fejl.

... og værdierne destrueres for at redde kvartalet

Endnu mere foruroligende er det, når virksomheder vælger at udsætte potentielt attraktive

investeringer, da det på kort sigt risikerer at falde skævt af markedets kortsigtede kvartalsforventninger. Ifølge ovennævnte analyse ville 55,3% af de interviewede finansdirektører udsætte et værdiskabende projekt, hvis det betød, at det indeværende kvartal ville skuffe forventningerne.

For den værdiskabende virksomhed og langsigtede investor er resultaterne dybt bekymrende. Interessant var det derfor, da konsulentvirksomheden McKinsey undersøgte hvem der var den største efterspørger efter kvartalsvise resultater og udmeldinger.

Ifølge McKinsey er det overvejende såkaldte "Sell-side"-analytikere, der stiller krav om kortsigtede regnskabsrapportering og indtjeningsforventninger. Mens under halvdelen af virksomhederne selv og investorerne stiller krav om disse oplysninger², se figur 1.

Formålet med denne efterspørgsel må dermed bero på en forbedret evne til at estimere virksomhedens fremtidige indtjening, hvilket dermed må skabe forbedrede afkast i selskaber, der netop giver kvartalsudmeldinger.

Ifølge McKinsey, har dette dog ikke været tilfældet. Med afsæt i en analyse af virksomheder, der begyndte at afgive kvartalsudmeldinger, var konklusionen, at merafkastet ikke blev forbedret³, se figur 2.

Dermed synes meget at indikere, at denne kvartalsvise øvelse mere har bidraget til en øget handelsaktivitet, end et forbedret investeringsgrundlag.

... med kortsigtede handelsmønstre

En vurdering af aktionærernes handelsmønstre understreger, at investeringshorisonten gennem årene har undergået en markant forandring. Frem til midten af 1960'erne var den typiske investeringshorisont for den amerikanske investor 7 år. I dag er investeringshorisonten for professionelle investorer under 1 år⁴.

I figur 3 ses handelsaktiviteten blandt investorer, og resultatet er ganske tankevækkende i lyset af, at der eksisterer tydelige empiriske beviser for, at hyppig handelsaktivitet er ødelæggende for det langsigtede afkast⁵.

Det lange træk

Det forhold, at hyppige informationer ikke har bidraget til forbedrede afkast, rejser spørgsmålet, hvorvidt denne kvartalsvise rapporteringsøvelse tenderer mere mod beskæftigelsesterapi end værdiskabelse.

Noget tyder i hvert fald på, at den værdiskabende effekt er begrænset, og til tider endda er destruerende, da attraktive investeringer risikerer at blive forbigået, hvis det skuffer markedet på kort sigt.

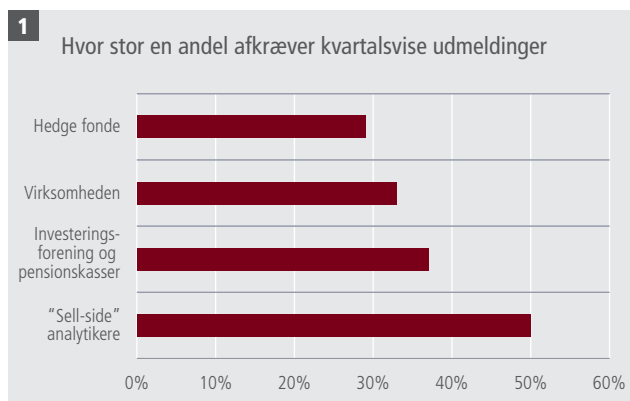
Resultatet kan blive, at virksomhedens fremmeste ambitioner rettes mod at komme tættest muligt på markedets kommende indtjeningsforventninger, udbetale høje udbytter og ellers holde sig væk fra værdiskabende opkøb. Alternativt kan virksomheden vælge at overgive sig til kapitalfondenes regi, hvor fokus ikke er på det kommende kvartal, men maksimering af virksomhedens værdi med henblik på et salg om 5-7 år.

I vores optik er tiden inde til at vurdere, hvorvidt virksomhederne ikke snarere burde dedikere deres ressourcer til at generere værdiskabende forretninger og centrere kommunikationen med markedet om de lidt længere linjer og branchedynamikker.

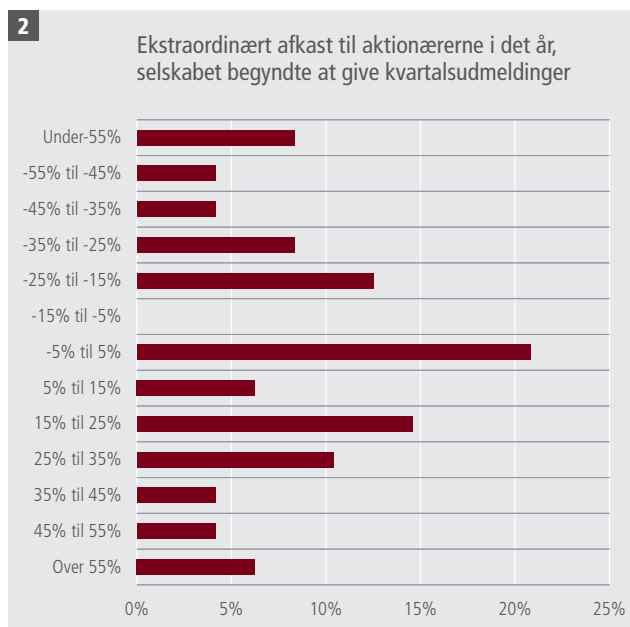
Resultatet ville være et øget fokus på virksomhedernes langsigtede potentiale frem for et såkaldt kursmål for de kommende 6-12 måneder. Det længerevarende fokus virker besnærende i lyset af, at kursdannelsen på kort sigt alligevel er præget af en høj grad af tilfældighed – eller random walk.

Det er trods alt det, som adskiller en investor fra en spekulant.

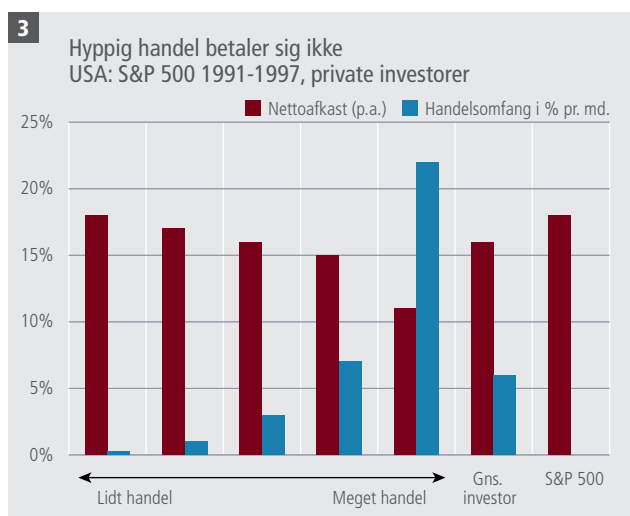
- 1) Graham, Harvey & Rajgopal: "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting" Working paper jan. 2005
- 2) The McKinsey Quarterly: "Weighing pros and cons of earnings guidance : A McKinsey Survey", marts 2006
- 3) The McKinsey Quarterly: "The misguided practice of earnings guidance", marts 2006
- 4) Rappaport, Alfred: "The Economics of Short-Term Performance obsession", Financial Analyst Journal, Vol 51, nr. 3 2005
- 5) Barber, Brad M. & Odean Terrace: "Trading Is Hazardous to Your Wealth", The Journal Of Finance, Vol. LV, nr. 2, april 2000



► Kilde: The McKinsey Quarterly: Weighing the pros and cons of earnings guidance.



► Kilde: The McKinsey Quarterly: The misguided practice of earnings guidance.



► Kilde: Barber & Odean, Trading Is Hazardous to Your Wealth.



Gitte Wenneberg
Kommunikationsmedarbejder
Formuepleje AIS

Lederen

Han sidder på en af landets tungeste ledelsesposter. Han mener, god ledelse er forskellen på succes og konkurs. Mød bestyrelsesformanden for Ledernes Hovedorganisation og PFA, Svend Askær.

Det er ikke en Hr. Hvem-som-helst jeg har sat stævne i hovedstaden. Jeg skal møde en mand med ledelse både på hjernen og i hjertet. Navnet er Svend Askær. På hans visitkort står blandt andet formand i Ledernes Hovedorganisation og bestyrelsesformand i PFA. Til dagligt har han fingrene i ledelsesmæssige udfordringer og i investering af en større institutionel formue. Hans holdninger er ikke til at tage fejl af:

God ledelse er forskellen på succes og konkurs

”God ledelse kan aflæses direkte på bundlinjen. Den giver nemlig medarbejderne plads til at udvikle sig.

Ledelse må aldrig blive en begrænsning, som vi kender det fra industrisamfundet, hvor lederens vigtigste opgave var at holde medarbejderne indenfor en meget afgrænset ramme. Ledelse er ikke kontrol”.

”Vi taler i dag om *ledelsespligt*. Virksomhederne har *pligt* til at lede. De færreste vil arbejde i en organisation, hvor der er dårlig ledelse eller mangel på ledelse.

Og bedre ledere står højt på ønskelisten i mange danske virksomheder”.

Ordene flyder let fra Svend Askærs mund og engagementet lyser ud af hans øjne. Han ved, hvad han taler om. 25 år i Ledernes Hovedorganisation har givet ham dyb indsigt i ledelse og den virkelighed, som danske ledere agerer i.

”Som leder skal du ikke være den dygtigste eller klogeste i organisationen. Den dygtigste svejser på Lindøværftet blev ikke direktør. Du skal være dygtig til at lede, være fanebærer af virksomhedens strategi og mission, besidde en enorm empati, udstikke mål og få medarbejderne til at nå dem. Alt imens du skaber frihed for den enkelte.

Det er ikke nogen let opgave”.

Investering i god ledelse

Svend Askær er ikke i tvivl om, at han hellere vil investere i en ledelsesmæssig veldrevet virksomhed. Også selv om den er dyrere prisfastsat end i en billigere aktie i en virksomhed, der har ansat en ny ledelse og potentielt er på vej op af den ledelsesmæssige rangstige.

”God ledelse er utrolig værdifuld for en virksomhed. Og selv om man kan betegne ledelse som noget flygtigt, der kan finde nye græsgange eller gå på pension, er det, at en virksomhed ledelsesmæssigt er på sporet, vigtigt. Hvis vi ser på A. P. Møller-Mærsk, er det ikke særligt sandsynligt, at der kommer en dårlig leder, den dag Jess Søderberg forlader posten” (red: interviewet er gennemført få dage før lederskiftet i A. P. Møller-Mærsk).

” Som leder skal du ikke være den dygtigste eller klogeste i organisationen. Den dygtigste svejser på Lindøværftet blev ikke direktør.

En kommunikerende "kransekagefigur"

I dansk erhvervsliv er der mange gode eksempler på ledere, der forstår at synliggøre den værdi, de tilfører virksomheden. Men er der forskel på ledere i børsnoterede selskaber og andre? Svend Askær er ikke i tvivl.

"Mange ledere i børsnoterede selskaber er kransekagefigurer. Og det ser jeg ikke som noget problem, når bare de samtidig er dygtige kommunikatører. Poster som topchefer er kun for folk, der kan kommunikere – ganske enkelt".

Kapitalfondenes ø-kultur

Sjældent har nogen været mere udsældte over en bred kam end de kapitalfonde, der har vist deres ansigter i Danmark. Medierne har hovedsagligt berettet om kyniske udregninger med den store lommeregner. Men danske ledere kan måske lære af kapitalfondene.

"Kapitalfondene har været gode til at spotte virksomheder med ledelsesmæssigt potentiale, fokusere og skære til. Og det er helt klart nemmere at gøre på afstand og uden kendskab til medarbejderne".

"Men det kapitalfondene skal lære, er, at de virksomheder, de opkøber, er en del af et samfund. De er ikke en isoleret ø. De har en forpligtelse til at tage et socialt ansvar i forhold til det omgivne samfund – også kaldet corporate social responsibility (CSR). Og her har de efter min mening ikke taget kommunikation højtideligt nok. Det er min opfattelse, at de for sent har opdaget, hvor meget offentligheden betyder for deres virke, og at de pga. deres "ikke-børsnoterede" baggrund ikke har en udviklet kultur i forhold til kommunikation og åbenhed, som de fleste børsnoterede selskaber har. Men de skal nok komme efter det," mener Svend Askær.



Den offentlige sektor skal med

Ledernes Hovedorganisation er i dag EUs største interesseorganisation for ledere med 85.000 medlemmer, fordi den har formået at samle flere mindre organisationer i én. Men der er stadig mål, der skal nås.

"For mig er det en ledelsesmæssig skuffelse, at det endnu ikke er lykkedes at organisere de offentlige ledere. Men det skal nok komme. Nu venter vi spændt på den nye kvalitetsreform, som forhåbentlig bliver et stort skridt i den rigtige retning".

Gode ledere afgørende for trivsel og velfærd

Svend Askærs livlige armbevægelser synes at favne al tilgængelig viden om danske ledere. Visioner og engagement er ifølge Svends egne medarbejdere et par af hans særkender. Og når man spørger ham, hvordan han gerne vil præge samfundet, er der da heller ingen tøven:

"God ledelse i praksis. Jeg vil gerne sætte et fingeraftryk i arbejdet for at skabe bedre ledere. Det er helt afgørende for trivsel og velfærd", slutter Svend Askær.

6 skarpe til Svend Askær om investering og ledelse

► **Hvilke parametre lægger Lederne Hovedorganisation vægt på, når I vælger investeringer?**

Vi har outsourcet vores investeringsbeslutninger til professionelle kapitalforvaltere. Og den beslutning er vi tro imod. Jeg synes, det er spild af tid at følge de forskellige investeringer. Det er der andre, der kan gøre meget bedre end os. Vores kræfter er bedre brugt på ledelse og på at udvikle vores organisation og vores ledere. Så faktisk lægger

vi mest vægt på at finde nogle gode rådgivere, der har en viden, vi ikke selv har og som har en investeringsstrategi, der matcher vores overordnede ønsker.

► **Hvordan er jeres risikoappetit?**

Vores risikoappetit er meget begrænset og det er vigtigt for os, at vores investeringer ikke overskrider den aftalte risiko. Det er jo medlemmernes penge, vi investerer. Med mine private investeringer løber jeg en større risiko. Men her er det jo også kun mig selv, det går ud over, hvis markerne falder.

► **Når man sidder på så store pengetanke, som du og dine bestyrelsesmedlemmer gør, må der være mange, der gerne vil samarbejde med jer. Hvordan vælger I?**

Det er korrekt, at vi får mange tilbud om investeringsmuligheder. Og det bliver stadig sværere at gennemskue,

hvad produkterne egentlig indeholder. Så jeg vælger samarbejdspartner ud fra, hvem jeg føler, jeg kan have tillid til, og ud fra de resultater de har skabt.

► **Hvilken er din bedste investering?**

Engang var jeg heldig at købe en aktie, da den ramte "bunden". Jeg solgte den langt før toppen. Ellers er jeg glad for mine Formueplejeaktier, dem behøver jeg ikke bekymre mig så meget om.

► **Hvilken er din dårligste investering?**

Da jeg forlod direktørposten i Lederne til fordel for formandsposten, havde vi nogle 6/26-obligationer i vores portefølje. Alle troede de var risikofrie – det var de ikke!

Privat blev jeg engang lokket ud i en garanti-investering. Jeg blev snydt, fordi jeg ikke kunne gennemskue produktet. I nogle år investerede jeg gennem min bank. Men en dag, jeg satte mig ned og regnede på tallene, fandt jeg ud af, at jeg havde betalt 250.000 kroner i kurtagte og kursskæringer. Jeg havde tjent – eller tabt, det kan jeg ikke huske – 50.000 kroner. Det er jo håbløst, at tjene penge på, og når det bliver rødt på hvidt, så er det altså svært.

► **Ligger du søvnløs, når kurserne svinger?**

Ikke i forhold til mine aktier i Formueplejeselskaberne. Det har jeg overladt til folk, der er klogere end mig. Da jeg selv investerede syntes jeg, der var for lidt glæde ved gevinsterne og for stor skuffelse over tabene.

>>

► Ledernes hovedkontor i København.



1

Blå bog:

Navn: Svend Askær

Karriere:

- 2001 - Formand for Ledernes Hovedorganisation
- 1992 - Medlem af bestyrelsen i PFA. Fra 1999 bestyrelsesformand
- 1991 - Vicepræsident for den europæiske lederorganisation CEC
- 1991 - 2001 Administrerende direktør i Ledernes Hovedorganisation
- 1986 - 1991 Afdelingschef i Ledernes Hovedorganisation
- 1984 - 1986 Kontorchef i Ledernes Hovedorganisation
- 1982 - 1984 Fuldmægtig i Ledernes Hovedorganisation
- 1982 - 1982 Fuldmægtig i Københavns Kommune
- 1980 - 1982 Kandidatstipendiat ved Aarhus Universitet
- 1977 - 1980 Adjunkt på Aalborg universitet

Svend Askær er desuden bestyrelsesmedlem i Lønmodtagernes Garantifond samt medlem af repræsentantskabet for ATP. Siden 2005 formand for Virk.dk

Svend Askær er forfatter til en lang række artikler og bøger om jura, uddannelse og ledelse. Han er censor ved jurastudiet på København og Århus Universiteter.

Uddannelse: Cand.jur. fra Århus Universitet i 1977

Hos Lederne: Siden 1982

Født: 12. september 1952

Familie: Hustru og to døtre

2

Ledernes Hovedorganisation

Ledernes Hovedorganisation er en interesseorganisation for alle danske ledere. Medlemmerne er ledere på tværs af brancher, typer og størrelser – både i privat og offentlig regi.

Fakta om Ledernes Hovedorganisation – også kaldet Lederne:

- Danmarks førende ledelsesorganisation, der arbejder for bedre ledelse i Danmark
- Interesseorganisation med A-kasse for ledere og særligt betroede medarbejdere
- 85.000 medlemmer på alle ledelsesniveauer i såvel den private som offentlige sektor
- Tilbyder blandt andet: Rådgivning ved kontraktforhandlinger, juridisk hjælp, lederuddannelse
- Tilbyder også: Arbejdsløshedsforsikring, lederudvikling og magasinet Lederne
- Sikrer en effektiv organisation ved at arbejde efter LEAN-filosofien
- Uafhængig af politiske interesser
- Lederne er udelukkende bemandet med professionelt personale. Der er ingen politisk ansatte tillidsfolk.
- www.lederne.dk

Nyt fra Formuepleje

Formuepleje styrker rådgivningen

Da vi oplever en stadig stigende interesse for at blive aktionær i Formueplejeselskaberne, styrker vi nu rådgivningen overfor såvel mindre som større aktionærer over hele landet. Derfor har vi ansat fire nye formuerådgivere i Århus og København.

Anders Kristiansen er ansat som formuerådgiver i Århus. Anders er 34 år, bankuddannet og eksamineret assurandør. Anders har 12 års erfaring fra finanssektoren, heraf de seneste 3 år som formuerådgiver hos Nordea i Århus med fokus på rådgivning om skatte- og formueforhold.



Marianne Boe er ansat som formuerådgiver i Århus. Marianne er 42 år, bankuddannet og merkonom i finansiering. Marianne kommer fra en stilling som koordinator hos Stibo Graphic og har ligeledes 10 års erfaring med finansiell rådgivning af erhvervs kunder fra en stilling som bankfuldmægtig i Sydbank.



Helle Snedker er ansat som formuerådgiver i København. Helle er 37 år, uddannet cand.merc.jur. fra Handelshøjskolen i Århus samt uddannet ejendomsmægler og valuar. Helle kommer fra en stilling som rådgiver og distriktschef hos Realkredit Danmark. Tidligere har Helle i beskæftiget sig med jura og rådgivning i DanCenter A/S.



Anders de la Cour er ansat som formuerådgiver i København. Anders er 32 år, uddannet cand.jur. fra Københavns Universitet, ejendomsmægler og valuar. Anders kommer fra en stilling som jurist i staten.



1000 mødte Formuepleje

I juni afholdt Formuepleje otte selskabspræsentationer i Århus, Kolding og København, hvor op mod 1.000 aktionærer og andre interesserede fik en introduktion til selskabernes investeringskoncept samt bud på udviklingen den kommende tid. De mange fremmødte fik endvidere mulighed for at stille spørgsmål til oplægsholdere og formuerådgivere over en bid brød. Se kommende arrangementer på www.formuepleje.dk/arrangementer.



► 200 aktionærer deltog ved selskabspræsentationen på Hotel Koldingfjord.

Seminarrække om ny arvelov

Advokatfirmaet Gorrissen Federspiel Kierkegaard og Formuepleje har i 2. kvartal gennemført en seminarrække med fokus på den nye arvelov og de mange spørgsmål, som naturligt melder sig i forbindelse med forberedelse af et optimalt generationsskifte. Deltagerne fik endvidere en introduktion til Formueplejes forretningsmodel og svaret på hvorfor det er de kedelige aktier og ikke den gode historie, der har ligget til grund for investeringsstrategien de sidste 20 år.

Brug de billigste penge først



Hanne Kring
Formuerådgiver
Formuepleje AIS

Når fokus flytter fra opsparing til nedsparing er det vigtigt at bruge pengene i den rigtige rækkefølge.

Gennem et langt arbejdsliv fokuserer vi på opsparing: Der er investeret i bolig, sommerhus, værdipapirer og pensionsopsparingen er optimeret. Vi har været opmærksomme på værdipapirernes afkast og sammensætning ud fra vores risikoprofil og investeringshorisont. Men efter opsparing kommer nedsparing.

Når vi står overfor pensionsalderen, ønsker vi vel alle at opretholde den nuværende levestandard og er derfor nødt til at forbruge af formuen, når den faste lønindtægt falder bort. Men der er bestemt ikke ligegyldigt i hvilken rækkefølge opsparingerne anvendes. Den optimale rækkefølge vil give flere penge til forbrug efter skat.

Rækkefølgen

Vi skal nedspare i den rigtige rækkefølge, altså bruge de 'billigste' penge først. Men hvordan? Rækkefølgen bestemmes som udgangspunkt af skattemiljøet, afkastet på investeringen, beskatningen heraf samt om der er tale om allerede beskattede midler.

Formuen vil typisk være placeret i pensionsmidler, kontant indestående, friværdi i boligen og værdipapirer i form af aktier og obligationer. Herudover kan der være opsparrede midler i selskabsform.

Hvad koster det at hæve 100 kr.?

For at beregne hvilke penge, der er billigst at bruge først, tager vi udgangspunkt i en række eksempler i forskellige skattemiljøer.

Tabellen på næste side angiver fra hvilken opsparing, det koster mest at hæve 100 kr. til forbrug. For hver opsparingsform udregnes, hvad 100 kr. vil blive til om 10 år efter skat, hvis ikke de hæves nu. Vi kan således for hver opsparingsform angive 'offeromkostningen' for 100 kr. under de givne forudsætninger.

Som det fremgår, vil 100 skattefrie kroner i privat regi efter 10 år være blevet til hhv. 191 og 120 kr. investeret i aktier eller obligationer, mens værdipapirerne i pensionsdepotet ville have en værdi af 287 og 185 kr. De 'billigste penge' i scenariet er således de skattefrie kroner, som derfor bør anvendes først.

Sælges der ud af en aktieportefølje hvor halvdelen af værdien er fremkommet som aktiegevinster (der beskattes ved salg) vil offeromkostningen være på 215 kr. mod 202 kr. på porteføljer med kun en fjerdedel aktiegevinster. Vi kan derfor også konkludere, at værdipapirer med lav gevinst til beskatning bør sælges før værdipapirer med højere gevinst.

Der kan ikke opstilles modeller, der passer til alle, men vi kan angive følgende grundregler:

- ▶ Anvend de allerede beskattede midler først. Altså frie midler, hvor skatten er betalt – fx. kontant indestående.

- ▶ Anvend derefter den del af formuen, der giver det laveste forventede afkast og som har den laveste gevinst til beskatning.
- ▶ Aktieinvesteringer foretaget i selskabsregi skal som udgangspunkt anvendes før pensionsmidler, med mindre hele ratepensionsformuen beskattes med 59%.
- ▶ Gem pensionsformuen til sidst. Husk også på, at ratepensionen kan "gå i arv" til kommende generationer med blot 40% skattebetaling ved død.
- ▶ Nedsparingslån i boligen kan være ide, hvis man har afkast på investeringer, der er bedre end omkostningen ved lånet, dvs. aktier.

Ratepensionen skal udbetales over minimum 10 år og maksimum 25 år. Udbetalingerne indgår i den personlige indkomst og kan derfor ved store rateudbetalinger betyde en højere skatteprocent end ved mindre rateudbetalinger. Raternes størrelse har også betydning for eventuelle modregninger i offentlige ydelser. Alt efter pensionens størrelse og formueforhold i øvrigt, kan man derfor overveje at få ratepensionen udbetalt over en længere periode. Men vær sikker i valget – beslutningen kan ikke gøres om, når først udbetalingerne er startet.

Selvom mange anbefaler, at aktiebeholdninger nedtrappes og erstattes af obligationsinvesteringer, når vi nærmer os pensionsalderen, er det værd at huske på, at levealderen fortsat er stigende og vi har en lang pensionisttilværelse foran os.

En stor del af formuen skal derfor først bruges om mange år, hvorfor det fortsat er en fordel at have en stor aktieandel, da aktier på sigt giver et bedre afkast end obligationer.

Ved tilrettelæggelsen af den tredje alder, er der dog én ubekendt – levetiden. Men tag stilling til behov og ønsker til pensionsalderen og til, hvordan formuen skal fordeles over hele pensionisttilværelsen og til hvordan formuen fortsat er investeret ud fra risikoprofil.

2

Sådan har vi gjort

Investor ønsker at forbruge 100 kr. og vil gerne vide fra hvilken opsparingsform det er optimalt at hæve pengene. Nogle opsparingsformer udløser skat, mens andre er skattefrie. Derfor er det vigtigt at iagttage hvor meget, der skal hæves for at kunne stå med 100 kr. i hånden til forbrug. Private, beskattede midler udløser ikke skat, mens pensionsordninger udløser op til 59% skat. Derfor skal der hæves op til 244 kr. i et pensionsdepot for at kunne få 100 kr. ud til forbrug. Hvis beløbet IKKE hæves nu, kan det i stedet vokse indenfor den valgte opsparingsform og derfor er det vigtigt at beholde midlerne i de mest gunstige opsparingsmiljøer længst muligt. De 100 skattefrie private midler kan således vokse til 259 kr. på 10 år mens

tilsvarende de 244 kr. i pensionsordningen kan vokse til 552 kr. hvis de placeres i aktier. Efter 10 år beskattes begge beløb med hhv. anslået 43% og 48%. Slutresultatet bliver, at de private beskattede midler kan blive til 191 kr. mens pensionsordningen kan vokse til 287 kr. Konklusion: Brug de private beskattede midler først, det er billigst. Tabellen viser i hvilken rækkefølge De som hovedregel skal hæve midlerne i de forskellige opsparingsmiljøer, alt afhængigt af om de er placeret i aktier eller obligationer. Bemærk, at tabellen ikke er udtømmende, og at komplekse indkomst- og formueforhold kan ændre hæverækkefølgen. Ændringer i de samlede indkomstforhold og dermed de forudsatte skatteprocenter, kan i konkrete tilfælde betyde, at aktieinvesteringer i selskabet skal bruges sidst.

3

Brug pengene i denne rækkefølge

	Privat Skattefrie midler		Pension ²		Privat – skattepligtige midler		Selskab ¹	
					Halvdelen af depotets værdi er gevinst til beskatning	En fjerdedel af depotets værdi er gevinst til beskatning		
	Aktier	Obl.	Aktier	Obl.	Aktier	Aktier	Aktier	Obl.
Ønsket kontant til forbrug	100	100	100	100	100	100	100	100
Skatteprocent nu	0%	0%	59%	59%	43%	43%	43%	43%
Så meget skal der hæves nu	100	100	244	244	127	112	175	175
Hvis beløbet IKKE hæves nu kan det på 10 år vokse til	259	120	552	355	329	291	455	241
Skatteprocent ved udbetaling om 10 år	43%	0%	48%	48%	43%	43%	43%	43%
Skat i kroner om 10 år	68	-	265	170	114	89	196	104
Så meget koster det i mistet forrentning at bruge 100 kr. nu	191	120	287	185	215	202	259	139
Hæverækkefølge obligationer		1		3				2
Hæverækkefølge aktier	1		5		3	2	4	

► **Afkastforudsætninger:** Aktier 10% p.a. (akkumulerende, realisationsbeskattede i åbne depoter). Obligationer 4,5% p.a.
Skatteforudsætninger: Pensionsmidler: 15%, renteindtægter 59%, selskabsskat 25%, aktieudbytte 43%. Fra 2008 indføres tre skattesatser for aktieudbytte på 28%, 43% og 45%, men her er for overskuelighedens skyld anvendt een sats på 43%.

1 Aktierne i selskabet forudsættes at være ældre end 3 år gamle på salgstidspunktet
 2 Der er anvendt en skatteprocent på 59% ved hævning af beløb i år 0, da der er forudsættes andre indtægter. I år 10 er skatteprocenten sat til 48%, da der kun forudsættes indkomst i form af rateudbetalingen.

Nyt fra Formuepleje

Endnu 2 milliarder i Formueplejeselskaberne

I 2. kvartal gennemførte Formuepleje Safe, Epikur og Penta endnu en række aktieudvidelser på i alt 1,8 milliarder kroner. Med de nye midler har Formueplejeselskaberne en samlet egenkapital på 20 mia. kr., en samlet værdipapirportefølje på 60 mia. kr. og tilsammen 18.000 aktionærer.

Formueplejeselskaberne opjusterer

Formueplejeselskaberne opjusterer forventningerne til årets resultat fra 1,2 mia. kr. til 3,6 mia. kr. Børsnoteringerne har skærpet investorernes interesse for Formueplejeselskaberne, som har tredoblet antallet af aktionærer fra under 6.000 før børsnoteringerne til 18.000 i dag. Hele 18 gange i indeværende regnskabsår har Formueplejeselskaberne kunnet ansøge fondsbørsen om optagelse af nye aktier for i alt 6 mia. kr. Samtidig har kursudviklingen i selskabernes værdipapirporteføljer været særdeles gunstige med afkast fra 8,8% til 36,2%. Regnskabsåret er afsluttet den 30. juni mens årsrapporter forventes offentliggjort den 27. september 2007.

Aktionærmøder i efteråret

Vi er i fuld gang med at planlægge efterårets aktiviteter, der blandt meget andet byder på de to traditionelle Formueplejedage i Århus og København i slutningen af september og begyndelsen af oktober. Alle navnenoterede aktionærer modtager en skriftlig invitation. Herudover følger generalforsamlingerne i begyndelsen af oktober og endelig planlægges præsentationer af det nye Formuepleje Safe VSO selskab. Arrangementlisten kan ses på hjemmesiden, hvor det er også muligt at tilmelde sig email-nyhedsbrevet og automatisk få besked om kommende arrangementer. Læs mere på formuepleje.dk/arrangementer.

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 ugerne 30, 37, 44 og 51 på P1 eller dr.dk/p1morgen.



Aktiekolumne på epn.dk

Erhverv på nettet – epn.dk – er Danmarks største erhvervsportal, som tilbyder den bedste og bredeste nyhedsdækning af dansk erhvervsliv. Sitet er gratis tilgængelig for alle og drives af Morgenavisen Jyllands-Posten. Formuepleje skriver jævnligt analyser og kommentarer på epn.dk.

FormueFokus – nyheder pr. email

Hold Dem opdateret om udviklingen i Formueplejeselskaberne og på investeringsmarkederne, når vi 2-4 gange om måneden udsender FormueFokus, Formueplejes elektroniske nyhedsbrev. Tilmelding kan ske på formuepleje.dk.

Formuepleje Pareto og Merkur i MidCap

Fondsbørsen har netop optaget Formueplejeselskaberne Pareto og Merkur i gruppen af mellemstore selskaber, det såkaldte MidCap segment. Adgangsbilletten hertil er en markedsværdi på 150 mio. euro, hvilket seks af de syv Formueplejeselskaber nu opfylder. Det yngste selskab, Optimum, er med en markedsværdi på ca. 145 mio. euro tæt på at kunne optages. Endelig har Penta med den seneste aktieudvidelse passeret 1 mia. euro, hvilket fra 1. januar berettiger til en plads i LargeCap, gruppen som tæller de 40 største selskaber på det, der nu hedder "OMX Den Nordiske Børs København".



Marshallhjælpen fra Kina



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

Sidst i maj blev Kina medejer af en af verdens største kapitalfonde, Blackstone. Med den nette sum af 16 mia. dollars gør Kina sin entré som international investor – det bliver starten på en ny dagsorden i finansverdenen.

Den sidste kommunist fik vist dødsstødet, da Kina meddelte, at de havde investeret 16 mia. dollars i en af verdens største kapitalfonde, Blackstone, der opfattes som arketyper af storkapitalister.

Samtidig har Kina meddelt, at man vil placere 1/3 af sine enorme valutareserver i udenlandske aktieinvesteringer. Det drejer sig om den nette sum af 1600 mia. kr. som bliver en megaindsprøjtning i aktier i den "kapitalistiske" verden.

Det er det største beløb, nogen stat nogensinde har afsat til et bestemt formål. Marshall-hjælpen (13 mia. US\$) efter 2. Verdenskrig er i dagens priser "kun" 600 mia. kr.

Det er klart, at en sådan efterspørgsel mod aktier – som indtil dato udelukkende har været placeret i obligationer – primært amerikanske statsobligationer – vil skabe øget efterspørgsel efter aktier og ditto mindre efter obligationer. Den internationale valutafond, IMF, har vurderet, at de asiatiske nationalbankers efterspørgsel efter US-obligationer har resulteret i stigende kurser og dermed en faldende rente, der er 0,3% til 1,0% lavere end ved normal efterspørgsel.

Den nye magtfaktor: De nye nationale aktiefonde

Udover Kinas forventede rekordindsprøjtning i aktiemarkedet er der gennem de seneste år oprettet en række nationale opsparingsfonde med lang investeringshorisont. Den amerikanske investeringsbank, Morgan Stanley, anslår at der ligger et beløb på 14.000 mia. kr. i øjeblikket – et beløb større end hele hedge fund-industrien – og en stadig større andel af dette beløb vil blive placeret i aktier, fordi man har erkendt, at aktier giver den bedste fremtidssikring af værdierne.

Den norske Statens Pensjonsfond (tidl. Petroleumsfondet), som også sidder på 1600 mia. kr., har besluttet, at man vil øge fondens aktieandel fra 40% til 60%. Rusland har også etableret en oliefond – Stabilitetsfonden, hvoraf hovedparten skal gå i aktier.

En mere aktiv placering i aktier af de kolossale pengetanke i Asien er en tendens, der først lige er begyndt. Ifølge The Asian Development Bank "vil asiatiske lande anlægge en mere innovativ vej at investere deres enorme valutareserver på".

OECD: Perfekt rebalancering i verdensøkonomien

OECD vurderer i deres seneste rapport, at der sker en perfekt rebalancering af verdensøkonomien med større vækst i EU og Japan og afdæmpning i USA, men samlet set uændret vækst for 2007 og 2008 med 2,7% BNP-vækst – "on trend". Og så er der endog mulighed for en positiv overraskelse, da privatforbruget i både Tyskland, Frankrig, Japan og Kina endnu ikke er fulgt med stigningen i lønningerne.

IMF: Vi er på sporet

Den internationale Valutafond (IMF) har i deres seneste vurdering af verdensøkonomien udtrykt det så krystalklart, som det nu er muligt for de altid professionelt bekymrede økonomer: "Verdensøkonomien er fortsat på sporet af solid vækst både i 2007 og 2008" – og downside risikoen for verdensøkonomien vurderes at være mindre end i 2006. Mere euforisk kan man ikke få nationaløkonomer til at udtale sig.

Over de seneste 35 år er realvæksten i verden steget fra 3% p.a. til godt 4% p.a., primært pga. globaliseringen. Verden er blevet rigere og i et stadig hastigere tempo – og afhængigheden af udviklingen i de "gamle" OECD-lande er blevet mindre.

Rygterne om USAs økonomiske død er vildt overdrevne

Fokusering på "hurtige, foreløbige" tal har resulteret i en koncensusopfattelse af, at USA er på vej mod et kraftigt slowdown eller endog recession, der bl.a. bygger på foreløbige tal for den amerikanske jobskabelse.

Hvor useriøse og hvor springende disse tal er, ses af, at tallene for januar i år allerede er opjusteret med 50%. For hele 2006 er antallet af nye job – efter årets udløb – opjusteret med 36%.

Der er altså ikke tale om recession i USA – nærmere et boom i beskæftigelse og den udbetalte lønsum er bare i 2007 steget med 7%, så der er ikke meget, der tyder på, at den amerikanske forbruger burde gå i baglås.

Risikoen i år 2007-08: Kreditmarkederne

Der har været en boble på obligationsmarkedet så længe, at mange markedsdeltagere har vænnet sig til det. Siden obligationsmarkedet blev stormet af nye investorer i 2002/2003 har den lange rente groft taget været 1-1½ procent-point for lav.

Stormen ind på obligationsmarkederne har været begrundet i to ting:

- 1) De seneste 10 år er de globale valutareserver steget til det 10-dobbelte. Valutaeserver som pr. tradition er blevet kanaliseret over i statsobligationer.
- 2) Dernæst har pensionskasserne flyttet 1800 mia. kr. fra aktier over i obligationer – primært tvunget af tilsynsmyndighederne. Effekten er ikke udeblevet.

Analytikerne har i den mellemliggende periode "tunet" deres modeller, så man stadig kan begrunde køb af enhver form for kredit. Og specielt obligationer udenfor det traditionelle statsobligationsmarked har oplevet så lave renteniveauer, at det aldrig er set tidligere i verdenshistorien.

Risikoen på de finansielle markeder ligger ikke i aktievurderingen, men på kreditmarkederne, hvor alskens ompakninger af kredit gør, at køberne ikke kan gennemskue, hvad de har købt og derfor heller ikke kan vurdere risikoen.

Demonstrationer i gaderne mod strukturerede produkter

Senest har der været demonstrationer i gaderne i Grækenland, fordi fire græske pensionskasser var blevet "lokket" til at købe strukturerede obligationer, pakket af den amerikanske investeringsbank, J.P. Morgan. Pensionskasserne kunne ikke gennemskue hvad de havde købt og er nu blevet lovet en erstatning på 1,5 mia. kr. Produkterne er præcis samme type, som den danske nationalbank netop har advaret imod.

Det er blot starten på udtogsmarchen fra obligationsmarkederne. Det bliver ikke den sidste skandale fra kreditmarkederne; det er blot starten. Men hvor går pengene så hen?

Hvorfor aktier bør stige

► Aktieanalytikerne er blevet sobre

Efter storvasken, der fulgte efter Nasdaq-boblens brist i 2000, vendte de professionelle aktørers holdning til aktier sig 180 grader.

Op gennem 90'erne var det nærmest kutume, at aktieanalytikerne hvert eneste år skød langt over i deres forventninger til selskabernes indtjening. Da vi nåede frem til år 2000, var de langsigtede forventninger, at indtjeningen kunne stige med 20% om året – til evig tid. Mest malende beskrevet af en af den tids strateger: "The sky is the limit". Så vendte bøtten.

Siden 2003 har analytikerne hvert eneste år *undervurderet* virksomhedernes indtjening. Så dagens aktievurdering bygger ikke på euforiske fremskrivninger – snarere tværtimod.

► Inflation – en mindre risiko end tidligere

Inflationen er – efter alle solemærker at dømme – kommet under kontrol siden de vilde oliekriseår i 1970'erne. Fra 1970 til 1995 var inflationen i OECD-landene mellem 3% og 14% p.a., men fra 1995 har den været konstant mellem 1% og 3%

p.a. Den meget mere stabile inflationsforventning, der ligger i disse observationer, har betydet, at realrentekravet til obligationer har været konstant faldende de seneste 25 år. Men det er *ikke* slået igennem på vurderingen af aktier. Det har betydet, at merafkastet ved at investere i aktier ligger klart over, hvad man normalt har forlangt i risikopræmie for at investere i aktier frem for obligationer.

► **Væksten – mere stabil end tidligere**

Siden 2. Verdenskrig er den globale vækst blevet mere og mere stabil. Man har begrundet det med bedre lagerstyring, bedre og koordineret centralbankstyring samt økonomier, der er stadig mere baseret på serviceøkonomi – mod tidligere tiders råvarefølsomhed. Tænk bare på oliepriserens effekt på verdensøkonomien i 70'erne contra i dag. IMF har beregnet, at den globale vækst i 1970'erne svingede mellem 2% og 7% p.a. mod de seneste 10 år mellem 2,5% og 4,5%.

► **Historiens laveste transaktionsomkostninger**

Den globale kurtagekrig og de mindre spreads på aktiekurser har gjort det en del billigere at etablere globale aktieporteføljer, med den bedst mulige risikospredning.

De syv fede år?

Er det så argument for, at de syv fede år kommer nu? Virksomhedernes indtjening som en del af samfundslagkagen ligger historisk højt, så det bliver ikke primært herfra, vi skal hente ekstraordinære kursstigninger udover indtjeningen. Men omvendt er den globale udvikling inde i den stærkeste opgangscyklus siden 1870'erne. Det, kombineret med en verdensøkonomi, der sjældent er set mere stabil – gør det sandsynligt, at aktier vil blive rated højere i årene fremover.

“Marshall-hjælpen” fra Kina og oliefondene vil også trække stærkt i den retning. Og hvis nogen er i tvivl om, hvorfor kapitalfondene kan opsluge



nogle af verdens største virksomheder, så er svaret så simpelt: Aktiekurserne i de børsnoterede selskaber er lave – både ift. indtjeningen og ift. til renteniveauet. Kapitalfondene fører i disse år det ultimative bevis for, at aktier er blevet for billige ift. indtjeningen.

En win-win-situation

Alt i alt en række argumenter for, at risikobehæftede aktiver – som aktier – bør prisfastsættes til mindre risikopræmier end det er sket historisk. Risikopræmien på aktier har de seneste 100 år været ca. 4% p.a. ift. obligationsafkastet. Med P/E-niveauer i EU og USA mellem 13 og 15 for 2008 giver det en risikopræmie omkring 6% p.a. Skal denne risikopræmie normaliseres omkring 4%-point eller måske endog lavere, som det er sket med realrenten på obligationer – så er et fair P/E-niveau nærmere 20 end de 15, som altid fremhæves som gns. for de seneste 200 år i USA.

Det ligner en win-win-situation for aktier. Enten får vi et noget højere årligt afkast end set historisk eller også ser vi en éngangsgevinst over de næste 3-5 år.

Formuepleje

Formuepleje

Formuepleje er på alles læber og vinder som begreb indpas i sproget.

Der er mange ord for dét at pleje velhavende personers formuer: Kapitalforvaltning, private banking, wealth management og mange flere. Kær malkeko har som bekendt mange navne; mest populær er det bløde og mundrette *formuepleje*, som vinder indpas i sproget i disse år.

Et opslag i ordbogen...

Men hvad betyder egentlig ordet formuepleje, hvordan er det opstået og hvilken udbredelse har det? Vi forsøger at finde nogle svar.

Formuepleje er endnu ikke optaget i Retskrivningsordbogen, men ordbogen Nye Ord definerer begrebet som det "at arbejde med en formue, så den vokser". Nye Ord definerer også "-pleje" som et produktivt andetled i udvidet brug og som andet end personlig pleje i sundhedsmæssig sammenhæng. Der er masser af eksempler: Natur-, kunde-, vildt- og imagepleje.

Formuepleje og kapitalforvaltning bruges ofte i flæng, men der er i hvert fald i sproglig sammenhæng afgørende forskelle:

- ▶ Formuepleje er dejligt blødt, rundt og giver associationer til kærlig omsorg.
- ▶ Kapitalforvaltning derimod er hårdt, kantet og giver mindelser om både Karl Marx og lagerforvaltere i støvede grå kitter.

Rådgivning på højt niveau

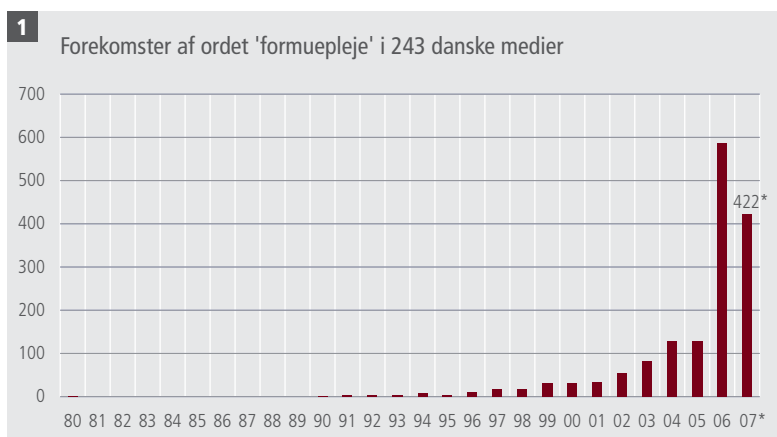
Begrebet formuepleje som produktbetegnelse for dét at yde en omfattende privatøkonomisk rådgivning er formentlig opstået og har vundet udbredelse i takt med liberaliseringen af den finansielle sektor og virkeliggørelsen af det finansielle supermarked – samlingen af en lang række økonomiske serviceydelser som bank, realkredit, forsikring, pension og ejendomshandel under ét tag, i store finanskoncer-

ner. Denne udvikling blev i Danmark skudt i gang med de store bankfusioner i 1989 og er vokset med opsvinget op gennem halvfemserne og ind i enerne. Det nærmeste vi kommer en definition af bankernes formueplejekoncept er ved at gå til udlandet, hvor den brugerdrevne encyclopædi Wikipedia i sin engelske udgave definerer det parallelle begreb *wealth management* som en "avanceret type af finan-



Kristian R. Hansen
Kommunikationschef
Formuepleje AIS

▶ Kilde: Infomedia.dk
* 2007 1. halvår



siel planlægning, som inkluderer private banking, boligrådgivning, juridisk rådgivning, investeringsrådgivning, skatterådgivning og porteføljestyring". På jævnt dansk vil vi karakterisere begrebet som investeringsrådgivning på et højere niveau. Og så er de fleste vist med på betydningen.

Børsen, nettet og medierne spreder budskabet

En Google-søgning på "formuepleje" giver i øjeblikket mere end 60.000 hits – en enorm, men dog ikke dokumenterbar forøgelse i forhold til for bare et par år siden. En væsentlig årsag til væksten skal findes i børsnoteringen af de syv Formueplejeselskaber i 2006, der har ført til optagelsen på en lang række aktieportaler verden over. Læg dertil, at Formueplejeselskaberne hver dag offentliggør fondsårsmeddelelser med opgørelser af indre værdi – meddelelser, som også spredes på alverdens aktiesider.

En opgørelse fra Infomedia, som er en fælles database for hundredvis af danske trykte og elektroniske medier, viser, at ordet formuepleje første gang optrådte i en dansk avis i 1980. Det var i øvrigt Politiken, som første gang satte ordet på tryk. Og der skulle gå ti år før ordet igen optrådte i 1990. Op gennem halvfemserne bredte begrebet sig langsomt i takt med velstandsstigningen, globaliseringen og internettets udbredelse for i 2005 at nå op på 129 forekomster. Med børsnoteringerne i 2006 eksploderede tallet nærmest med 586 forekomster. I første halvår af 2007 optræder formuepleje 422 i medierne – eller næsten lige så mange gange som i hele 2006. Tallene omfatter såvel formuepleje som sprog- og investeringsbegreb samt omtaler af de syv Formueplejeselskaber og Formuepleje A/S.

"Vi hedder det, vi laver"

Hvor kommer da Formueplejenavnet fra? Adspurgt forklarer ophavsmanden til det for nye tunger og ører særprægede navn, direktør Erik Møller, at navnet er inspireret af reklamebureauet Propaganda, som for snart mange år siden erklærede at ville hedde det, de laver. Herefter lå det i 1999 lige for at udskifte det tunge og slet ikke mundrette "Plan Management" ud med det mere sigende, nuværende navn. Et navn, som ikke sjældent giver anledning til smil på nye læber, ligesom mange mennesker lige skal have firmanavnet én gang til, når de hører det første gang. Og så kan kommunikationsmanden blot glæde sig over, at kendskabet til begrebet formuepleje kommer helt af sig selv – samt, at vi ikke hedder Kapitalforvaltning.

Kilder:

Wikipedia.org, Infomedia.dk, Google.dk samt ordbogen Nye Ord.

"Vi akkumulerer..."

Atomprotesternes slagsang har fået englevinger.

Der var en gang en sang, alle raske piger og drenge kunne synge med på omkvædet af. Den lød noget i retning af: "Vi akkumulerer, vi akkumulerer ..." – og så ét eller andet jeg heller ikke forstod. Sangen, som fremførtes af Jomfru Ane Band, handlede om atomkraft og dét, der blev akkumuleret var plutonium. De var vist ikke videre stemte for indførelsen af atomkraft i Danmark. Om sangen havde effekt skal ikke afgøres her, men der er i hvert fald ikke opført nogen akraftværker her i nærheden.

Jeg satte mig i en ung alder for at undersøge hvad dette fremmedartede ord akkumulere betød – jeg var nok klar over, at det ikke var videre positivt. Nudansk Ordbog forklarede mig, at det betød at ophobe noget over en vis tid. Og nævnte ét eksempel: Kapitalakkumulation. Kapital, akkumulation, profit. I 1970'erne. Det kunne næsten ikke blive værre!

Men i dag, hvor markedskræfterne endegyldigt har besejret kommunismen og de grimme ord er blevet erstattet af management- og designerpolitikerord som overskudsmaximering, bæredygtighed og sammenhængskraft, kan kapitalakkumulation måske få sig en renæssance – selv om jeg personligt foretrækker det blødere formuepleje. For det betyder i bund og grund det samme. Kapitalakkumulation og formuepleje. I opsparingsammenhæng kan man oversætte kapitalakkumulation til at lægge afkast på afkast og beregne rentes rente af de årlige afkast. Og det er jo præcist hvad vi gør i Formuepleje. Formuepleje Safe har eksisteret i 19 år, og akkumulerer (der var det igen!) vi det gennemsnitlige årlige afkast på 16% – får vi et regnestykke, som nok er langt, men ikke svært med en god lommeregner:

$$100 \text{ kr.} \times 1,16 = 1.700 \text{ kr.}$$

Sværere er det ikke. Vi akkumulerer videre ...

Vi holdt – hvad vi lovede

De seneste fem år har alle Formueplejeselskaberne givet afkast, der ligger pænt over selskabernes afkastmål. Endog har de selskaber, der har eksisteret mere end fem år givet afkast på over 100%.



Erik Møller
Direktør
Formueplejeselskaberne

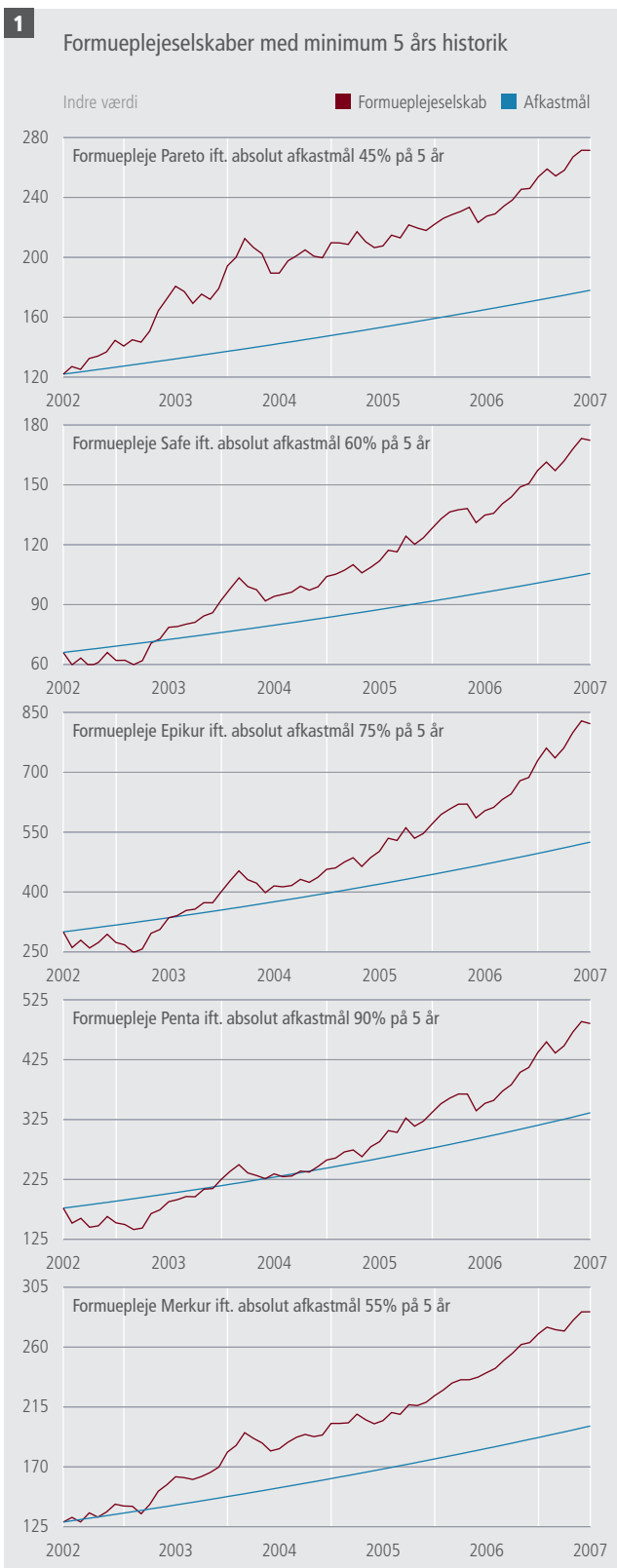
Man skal holde, hvad man lover – det lærte min mor mig. Men nu kan man jo kun give løfter, hvor man selv bestemmer udfaldet eller handlingen. Det er derfor udfordrende at afgive forventninger eller løfter på de finansielle markeder, hvor kursudviklingen bestemmes af millioner af mennesker. Ikke desto mindre har vi opstillet en række præcise mål for både afkast og risiko for Formueplejeselskaberne, som vi mener meget alvorligt.

Som bekendt skal man måles på det, man opnår, ikke det man siger. Har vi holdt, hvad vi lovede?

AFKAST – Absolut afkastprocent på 5 år, efter omk. og selskabskat

Når vi siger, at Formuepleje Safe har et afkastmål på 60% over 5 år efter omkostninger og selskabskat, så betyder det, at vi i mindst 50% af tiden bør give et afkast, der er 60% eller højere.

Afkastene de seneste 5 år har for alle selskaberne givet afkast pænt over afkastmålene, som det ses af graferne. Endog har alle Formueplejeselskaberne, der har eksisteret i 5 år, givet afkast på over 100%.



► Kilde: Formuepleje

Optimum, der kun har eksisteret godt et år, ligger også over trendlinjen, ligesom LimiTellus, der har som mål at give et bedre afkast end FT World også ligger bedre end dette indeks.

Med andre ord opfylder 100% af Formueplejeselskaberne (7 ud af 7 selskaber) de opstillede mål.

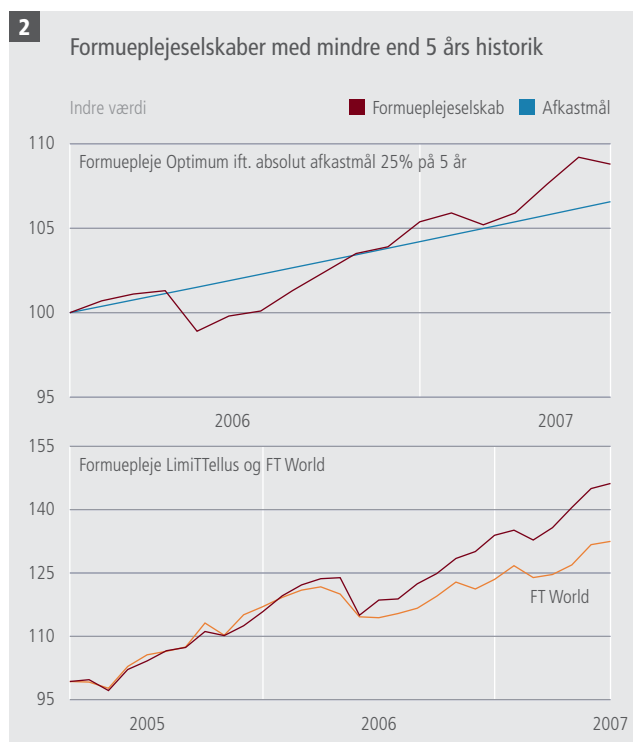
RISIKO – Maksimalt tab af egenkapital på 3 år

Den anden side af afkast er risikoen. Her er der opstillet risikorammer for det maksimale tab af egenkapital på tre års investeringshorisont målt med 90% sandsynlighed. De tre år er valgt, fordi man ikke bør investere i aktier med mindre end tre års investeringshorisont og hvis man vælger længere tidshorisonter (f.eks. 7 år) kan det skjule den reelle tabsrisiko på kortere horisonter, fordi der er meget lille sandsynlighed for at opleve tab på 7 års horisont.

De seneste tre år har været gode aktieår, så det er ikke overraskende, at alle selskaber pt. ligger langt fra risikomålene.

Med andre ord: Vi holdt, hvad vi lovede

At det ikke er reglen, men undtagelsen i investeringsverdenen, vil jeg vende tilbage til i næste nummer af Formuemagasinet.



► Kilde: Formuepleje

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.

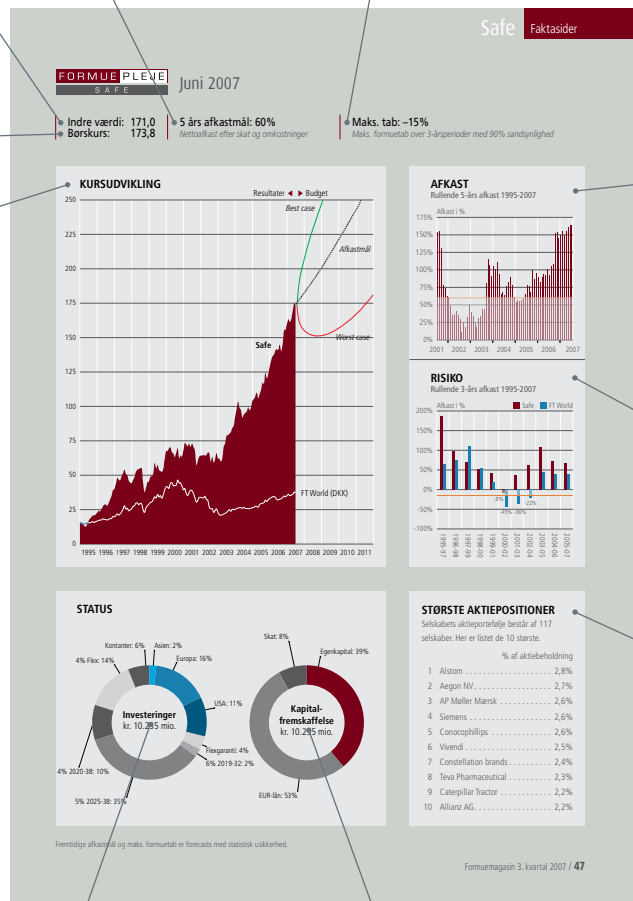
Indre værdi er værdien af alle aktiver og passiver i selskabet omregnet til en kurs pr. aktie. Den indre værdi opgøres og offentliggøres hver dag.

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.

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.



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.

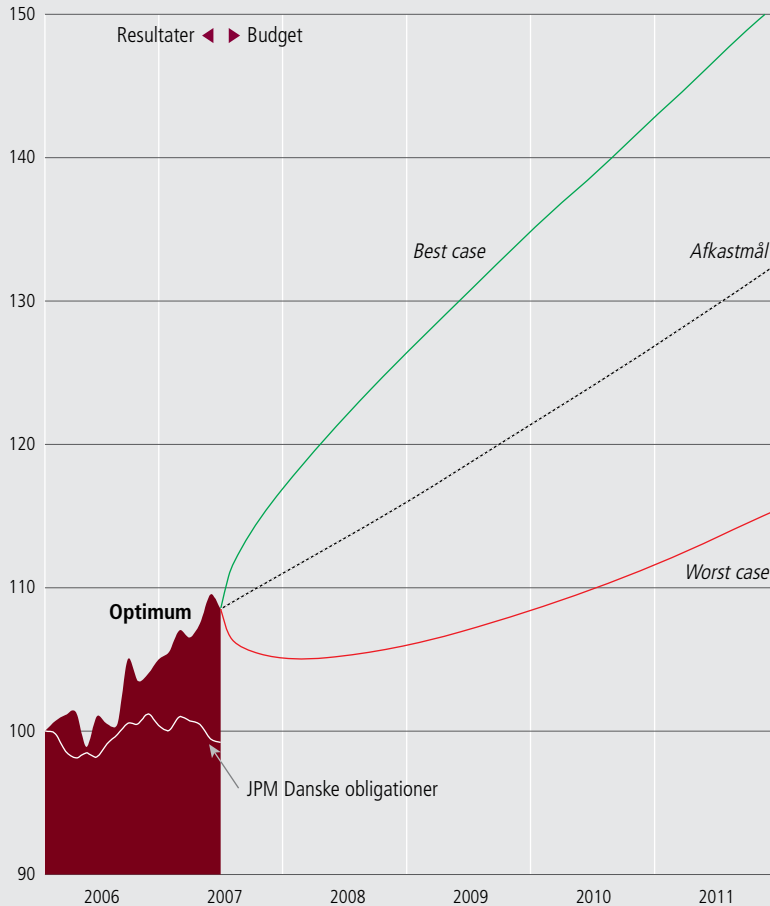
Kapitalfremskaffelsen viser egenkapitalens andel af balancen samt lånekapitalens fordeling på valutaer. Omlægning af valutalån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 108,6
Børskurs: 108,5

5 års afkastmål: 25%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

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

KURSUDVIKLING

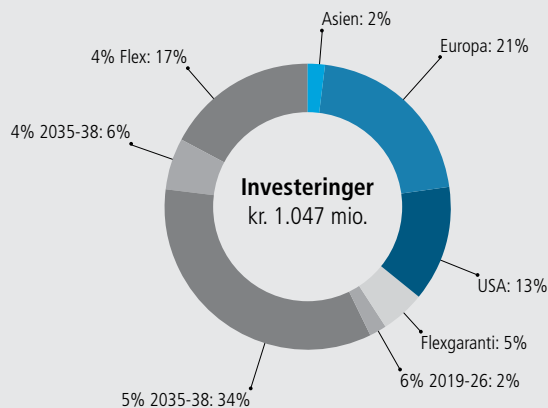


RISIKO

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 9%. Til sammenligning har obligationsindekset givet et tab på 0,8% 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 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	4,5%
2 Alstom	3,7%
3 A.P. Møller-Mærsk B	3,2%
4 Ahold	3,1%
5 Merck & Co. Inc.	2,9%
6 Cigna Corp	2,7%
7 Siemens AG	2,7%
8 Praktiker Bau-Heimwerkermärkte	2,7%
9 Allianz AG	2,6%
10 Vivendi Universal	2,5%

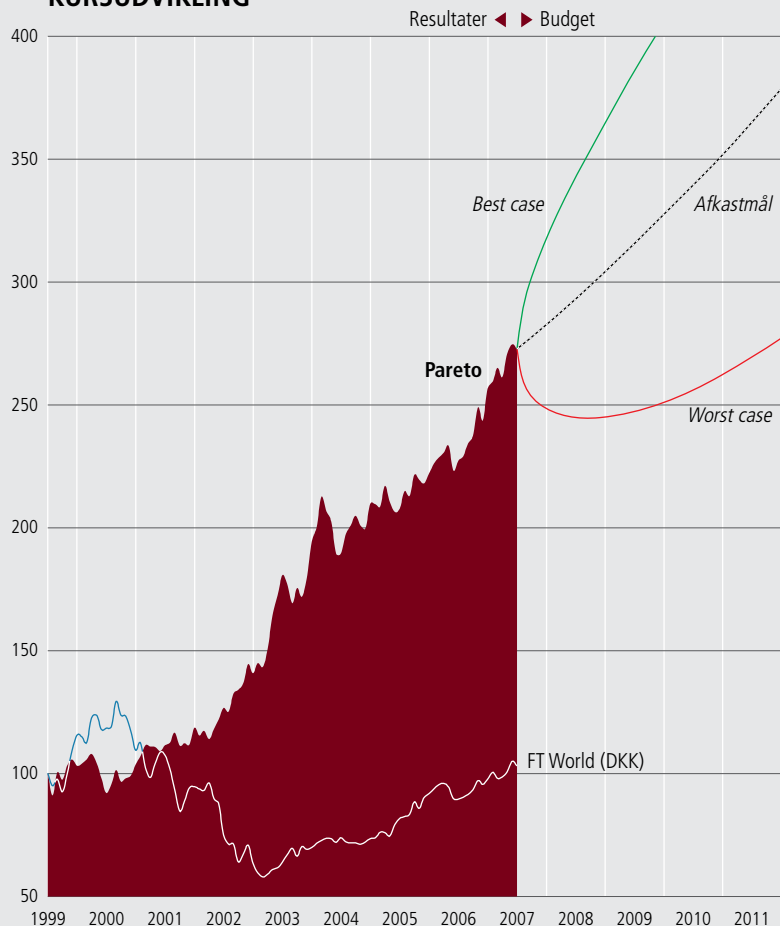
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Indre værdi: 270,6
Børskurs: 272,7

5 års afkastmål: 45%
Nettoaftast efter skat og omkostninger

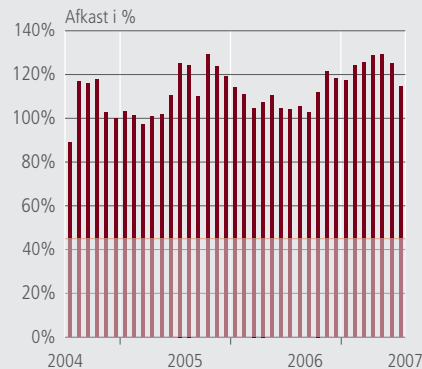
Maks. tab: -10%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



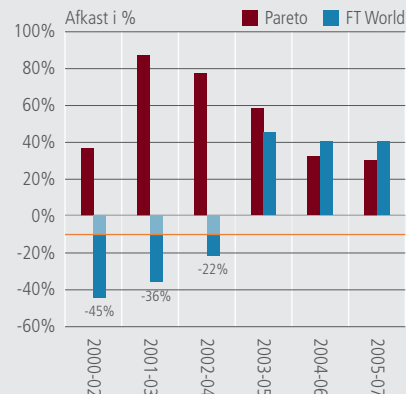
AFKAST

Rullende 5-års aftast 1999-2007

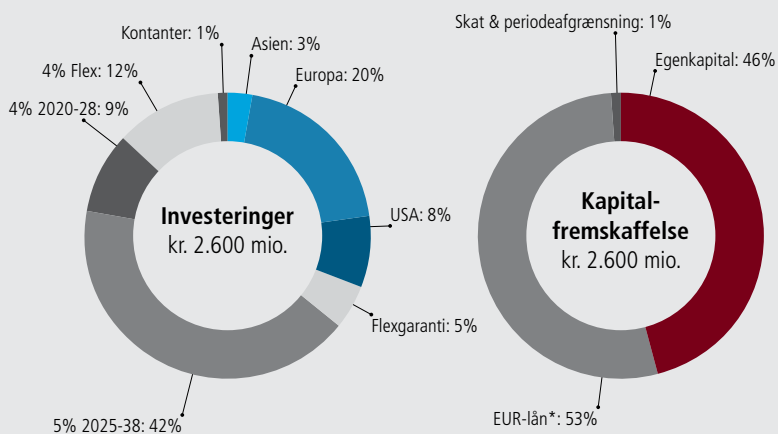


RISIKO

Rullende 3-års aftast 2000-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

	% af aktiebeholdning
1 Alstom	4,2%
2 Volkswagen	4,1%
3 Siemens AG	3,8%
4 Electricite De France	3,6%
5 KPN (Koninklijke)	2,9%
6 A.P. Møller-Mærsk B	2,9%
7 Lloyds TSB Group PLC	2,6%
8 Allianz AG	2,3%
9 Merck & Co. Inc.	2,3%
10 Group 4 Securicor	2,3%

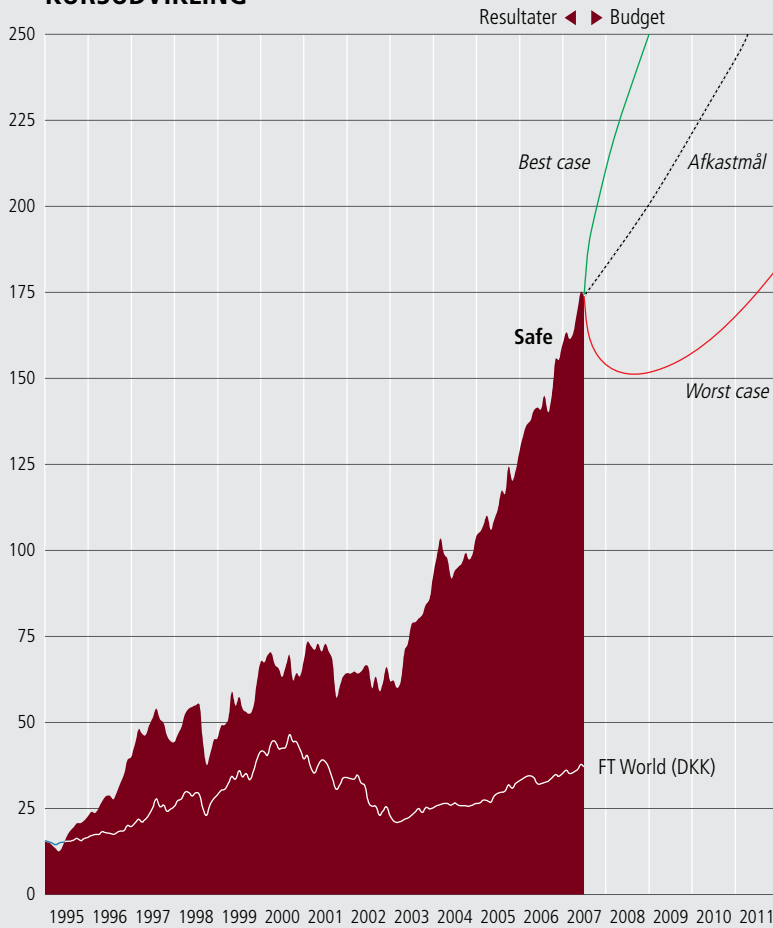
Fremtidige aftastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutalån via valutatermsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 171,0
Børskurs: 173,8

5 års afkastmål: 60%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

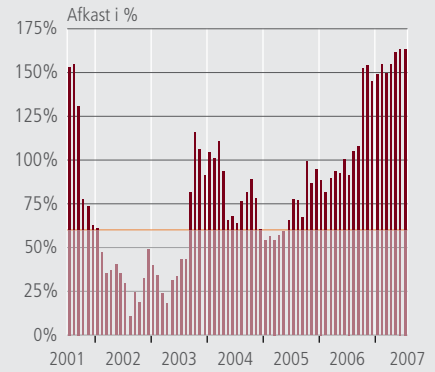
Maks. tab: -15%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



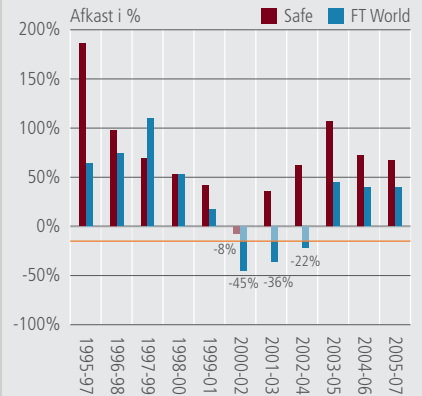
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2007

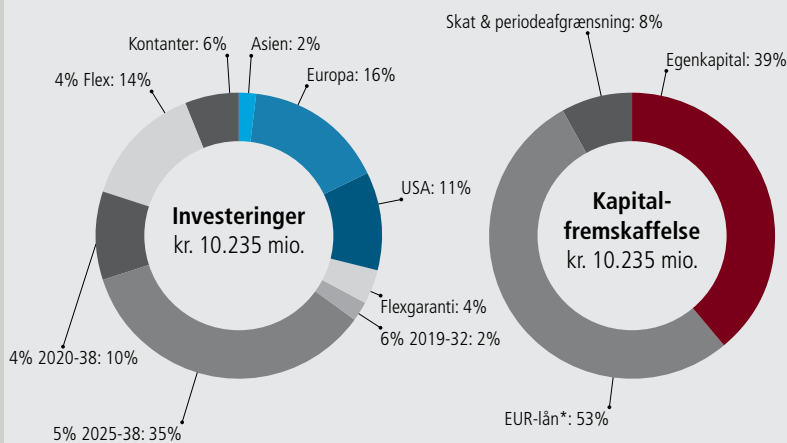


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

	% af aktiebeholdning
1 Alstom	2,8%
2 Aegon NV	2,7%
3 A.P. Møller-Mærsk B	2,6%
4 Siemens	2,6%
5 Conocophillips	2,6%
6 Vivendi Universal	2,5%
7 Constellation Brands	2,4%
8 Teva Pharmaceutical	2,3%
9 Caterpillar Tractor	2,2%
10 Allianz AG	2,2%

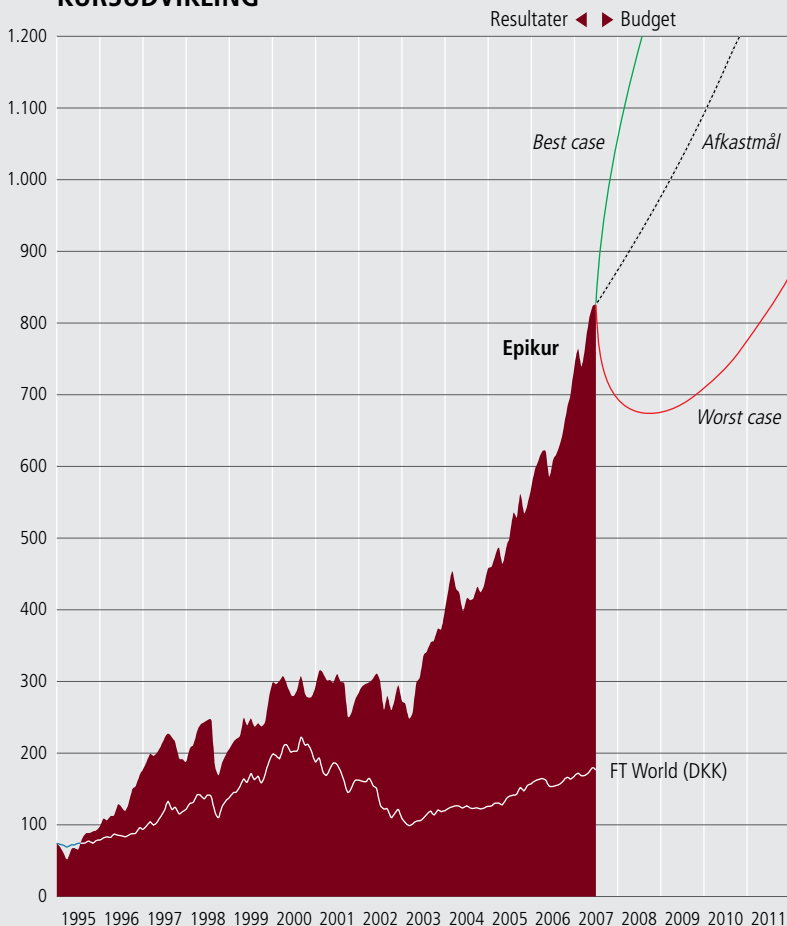
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutamån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 816,8
Børskurs: 825,3

5 års afkastmål: 75%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

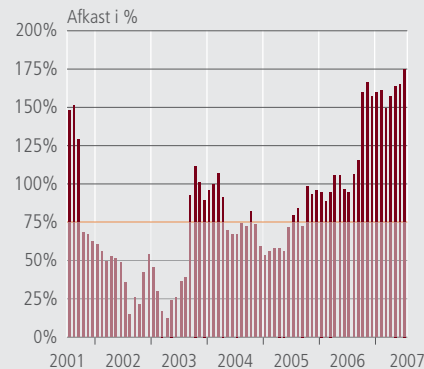
Maks. tab: -20%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



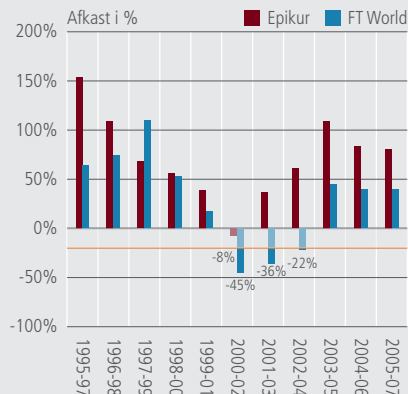
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2007

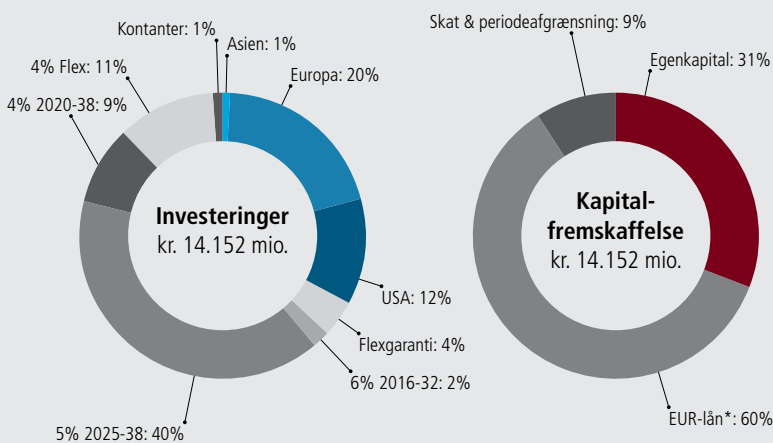


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Selskabets aktieportefølje består af 130 selskaber. Her er listet de 10 største.

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

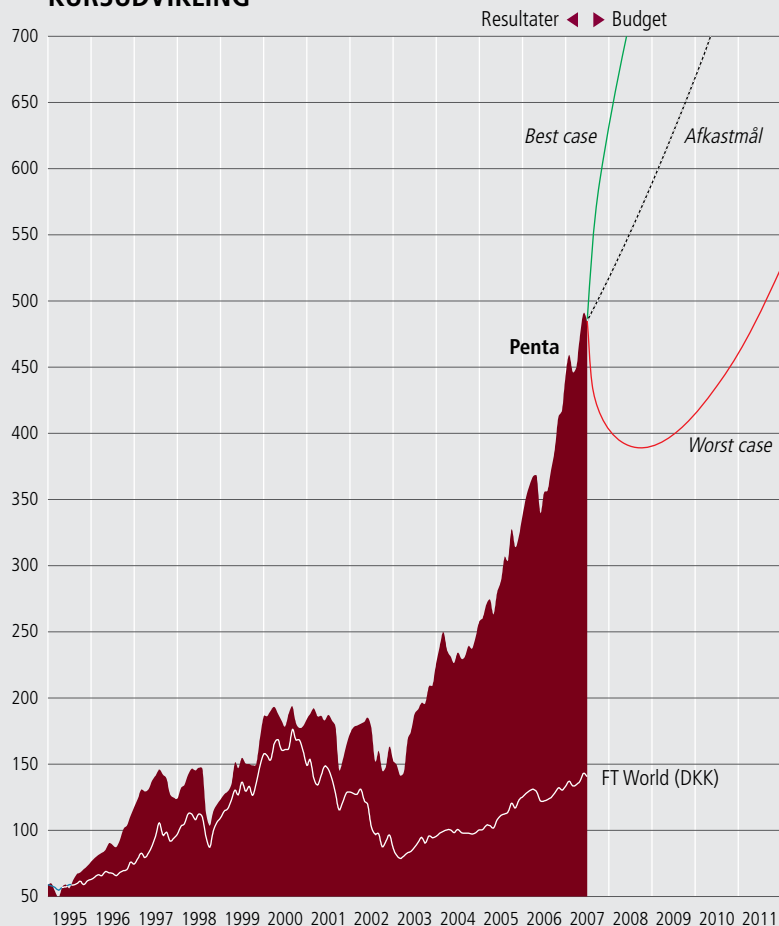
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutalån via valutaterminsfremrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 479,5
Børskurs: 484,8

5 års afkastmål: 90%
Nettoafkast efter skat og omkostninger

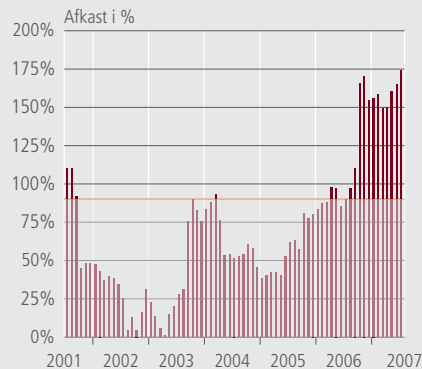
Maks. tab: -25%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



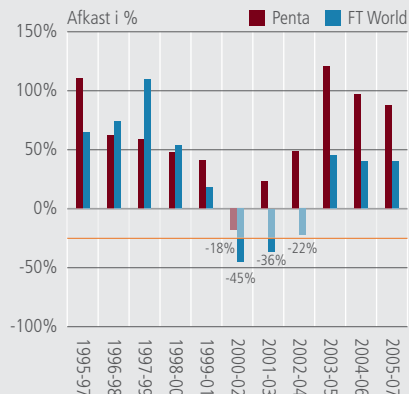
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1995-2007

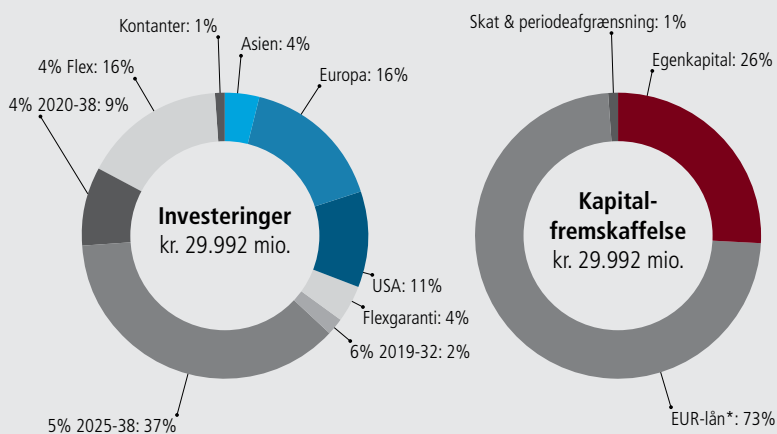


RISIKO

Rullende 3-års afkast 1995-2007



STATUS



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

	% af aktiebeholdning
1 Mitsui Sumitomo Insurance	4,1%
2 Siemens	3,2%
3 IBM	3,0%
4 Vivendi Universal	3,0%
5 Aegon	2,7%
6 Conocophillips	2,6%
7 Tidewater Inc.	2,2%
8 Time Warner Inc.	2,1%
9 Vodafone Group	2,0%
10 A.P. Møller-Mærsk B	1,8%

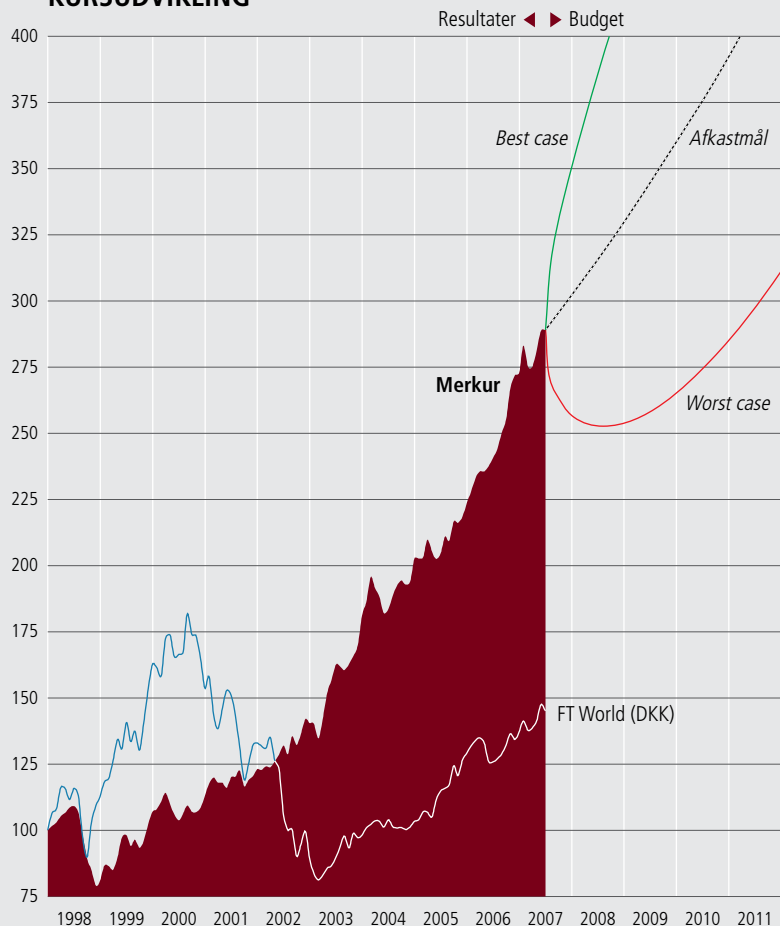
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutilån via valutaterminsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 286,6
Børskurs: 289,0

5 års afkastmål: 55%
Nettoaftast efter skat og omkostninger

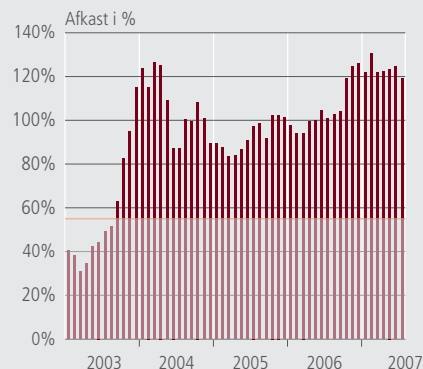
Maks. tab: -12,5%
Maks. formuetab over 3-årsperioder med 90% sandsynlighed

KURSUDVIKLING



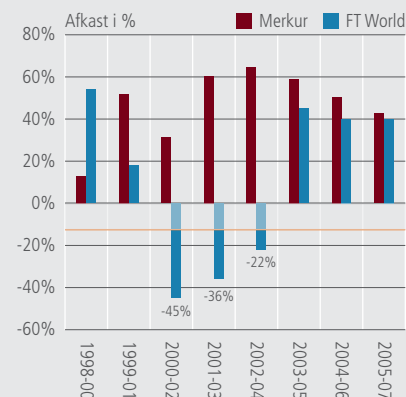
AFKAST

Rullende 5-års afkast 1998-2007

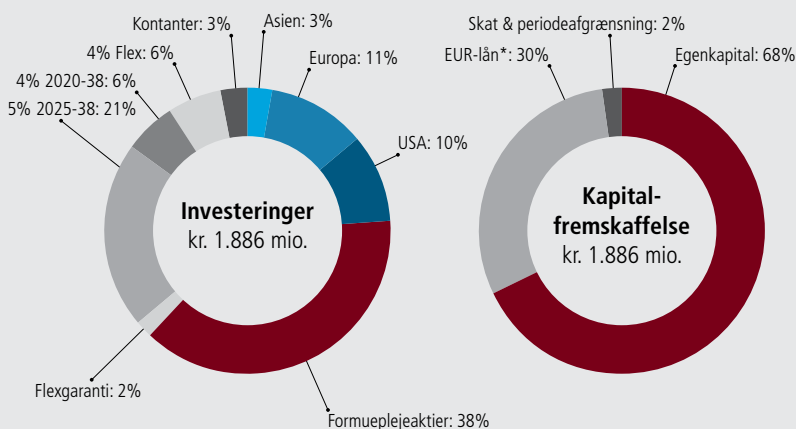


RISIKO

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	30,7%
2 Formuepleje Safe A/S	14,7%
3 Formuepleje Epikur A/S	8,4%
4 Formuepleje Optimum A/S	5,5%
5 Formuepleje Merkur A/S	1,5%
6 Metro AG	1,2%
7 Praktiker Bau	1,2%
8 Constellation Brands	1,2%
9 GFK AG	1,2%
10 Vivendi Universal	1,1%

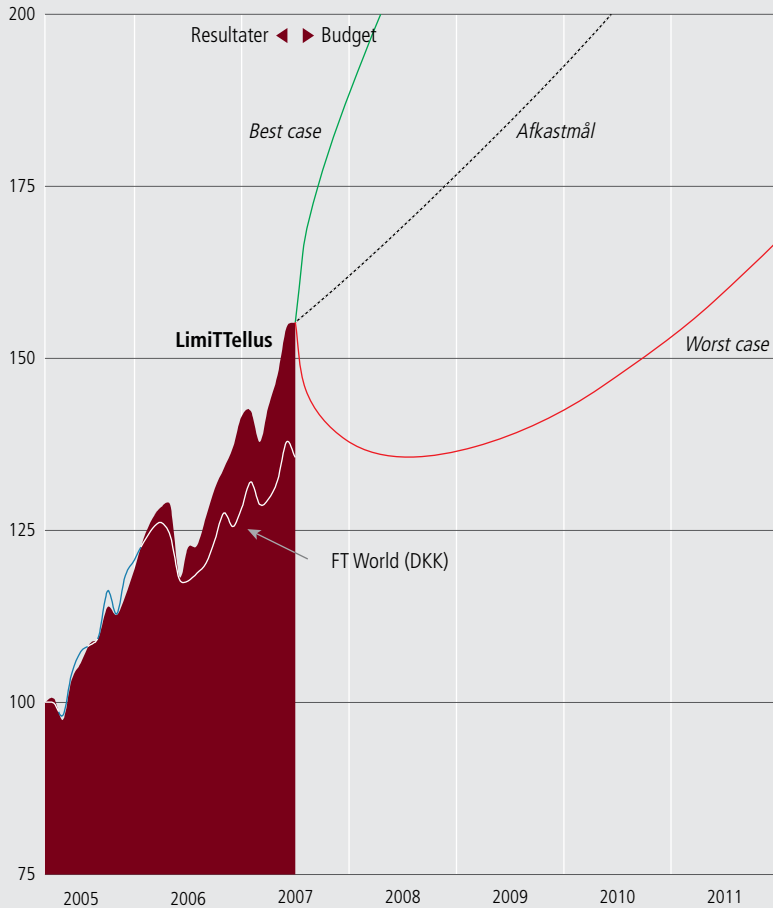
Fremtidige afkastmål og maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.
* Omlægning af valutalån via valutatermsforrentninger er medtaget i opgørelsen.

Indre værdi: 154,0
Børskurs: 155,2

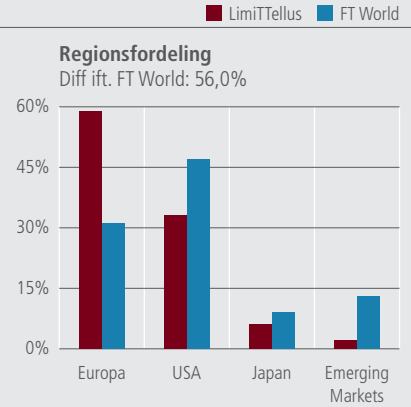
5 års afkastmål:
Bedre end FT World

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

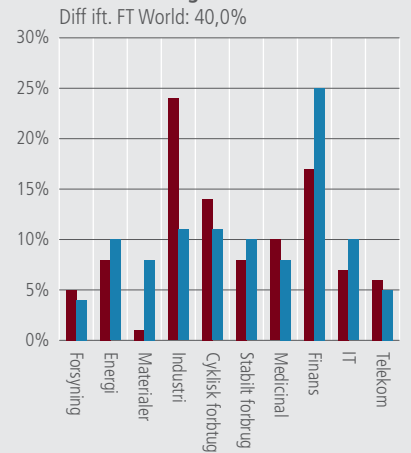
KURSUDVIKLING



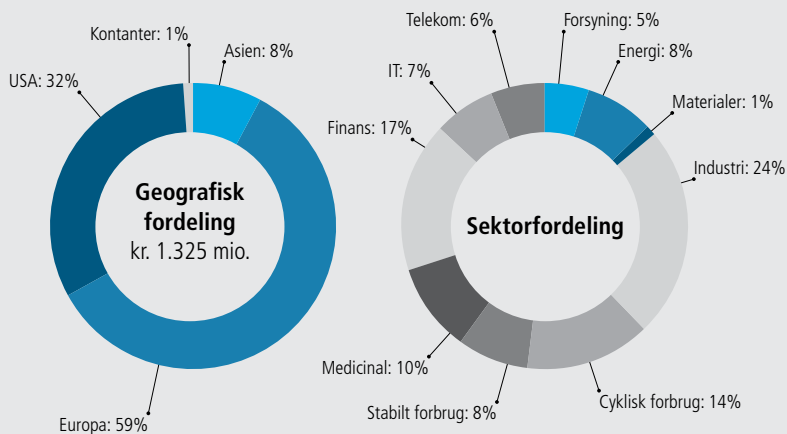
AKTIEFORDELING



Sektorfordeling



STATUS – Aktieportefølje



STØRSTE AKTIEPOSITIONER

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

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

Maks. formuetab er forecasts med statistisk usikkerhed.

Selskabernes Mission

MASERATI = MAx SharpE Ratio After Tax and Interest

Selskabernes formål er at søge det højeste risikostjerede 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 med hjemsted i Århus. Selskaberne har mellem 1.000 og 5.000 aktionærer pr. selskab. Alle syv selskaber investerer udelukkende i værdipapirer. Selskabernes investeringsfilosofi bygger på Nobelpristageren James Tobins tangentporteføljeteori, 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
Tuborg Havn, Tuborg Boulevard 12, 2900 Hellerup

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