

FORMUE MAGASIN

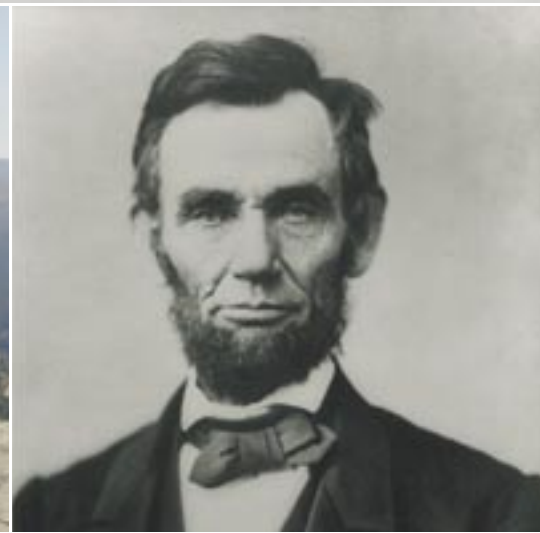
A K T I O N Æ R O R I E N T E R I N G A P R I L 2 0 0 4



Big is beautiful?



Oraklet i Delfi



You can fool some

To alternativer i kapitalforvaltning

– iklædt jakkesæt

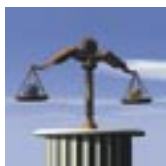
– of the people some of the time. But ...

FORMUE PLEJE

S E L S K A B E R N E

19. ÅRGANG APRIL 2004

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 31. marts 2004

**Leder**

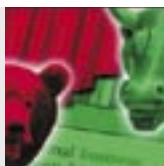
Er Deres kapitalforvalter en indtægt eller en udgift?

Side 3

**Oraklet i Delfi**

– iklædt jakkesæt

Side 4-5

**Aktiemarkedet**

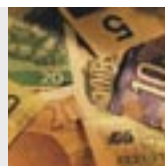
Hellere to kedelige aktier end én spændende

Side 6-7

**Obligationsmarkedet**

Træd varsomt...

Side 8

**Valutamarkedet**

Asien lånekontor for USA

Side 9

**Big is beautiful?**

To alternativer i kapitalforvaltning

Side 10

**You can fool some**

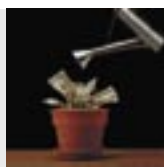
– of the people some of the time. But ...

Side 11

**Jagten på den gode investering**

Private til grin for milliarder

Side 12-13

**Resultat for ...**

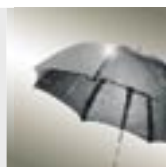
Formueplejeselskaberne. Fra 100 kr. til 1.000 kr.

Side 14

**Pareto**

Bedre end aktier

Side 15

**Safe**

Plus 7% i første kvartal

Side 16

**Epikur**

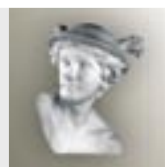
Bedre end benchmark

Side 17

**Penta**

5% på tre måneder ...
... og 64% på 12 måneder.

Side 18

**Merkur**

Afkastet overstiger benchmark

Side 19

Formuemagasinet

Magasinet henvender sig til aktionærer i Formueplejeselskaberne, langsigtede investorer samt revisorer og advokater.

Udkommer fire gange årligt, 2. uge i kvartalet.
Oplag: 2.400 eksemplarer.

Magasinet formål er:

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

Redaktion

Direktør Erik Møller (ansvarshavende)
IR-konsulent Peter Rahbek Elbrønd

Bidragydere

Direktør Erik Møller
Direktør Brian Leander
Investeringschef Søren Astrup
Kapitalforvalter Nicolai Borch Hansen
Formuerådgiver Jakob Madsen
Formuerådgiver Torben Vang-Larsen

Produktion

Grafisk design: DeForm, Tilst
Offsettryk: Delta Grafisk A/S, Århus V

Er Deres kapitalforvalter en indtægt eller en udgift?

"Indekset er den strenge dommer og det simple alternativ."

Lektor Peder Harbjerg, Handelshøjskolen i Århus

Flertallet af kapitalforvaltere kan ikke slå de aktieindeks, de forsøger at følge. Men hvordan skal man som investor forholde sig til det faktum, at flertallet af udbydere af opsparingsprodukter ikke tilføjer værdi ift. indekset?

Femøren frem for daleren

En bekendt spurgte mig forleden: "Hvis jeg vil sætte 200.000 kr. i én investeringsforening på 10 års sigt, hvilken forening vil du så anbefale?" Mit svar faldt prompte: "Carnegie Globale aktier!"

Min bekendt gjorde mig opmærksom på, at han havde læst i en avis, at Carnegie vist var tæt på at være den dyreste investeringsforening i Danmark. Det synspunkt var jeg lodret uenig i. Nøgternt set har det været gratis (!) at være kunde hos Carnegie i lange perioder, hvorimod andre kapitalforvaltere har været et ekstremt dyrt bekendtskab.

Hvad forklarer investors resultat?

Hvorvidt en kapitalforvalter kan levere værdi bestemmes af en række faktorer. Her bruges Carnegie som eksempel. Siden 1995 og til dato har Carnegie Globale aktier givet investorerne mere end 100 % i merafkast ift. det globale aktieindeks.

Carnegie Globale aktier – resultat 1995-2004 p.a.

- 1 + 7,5% Markedsafkast
- 2 + 3,5% Investeringsfilosofi ¹⁾
- 3 + 6,0% Managementevner
- 4 – 1,7% Synlige omkostninger ²⁾
- 5 – 1,8% Svært synlige omkostninger ³⁾
- = 13,5% Nettoresultat ⁴⁾

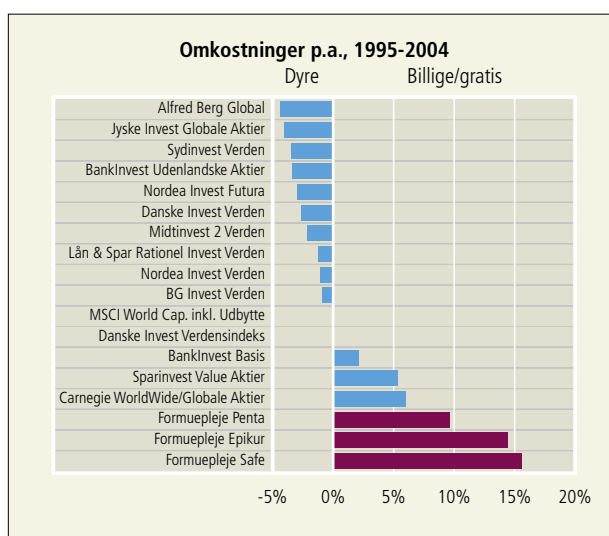
- 1) Nogle har fokus på undervurderede aktier, andre vækstaktier, andre igen fremtidsstema-baserede – eller som Formueplejeselskaberne balancerede porteføljer og tangentporteføljeteori.
- 2) Porteføljegebyr og markedsføringsomkostninger.
- 3) Handelsomkostninger – både kurtage og kursspread.
- 4) Kun markedsafkast og nettoresultat er eksakte, øvrige tal er skønnede.

Markedet kan hverken investor eller kapitalforvalter gøre noget ved, men hvis man *udelukkende* tager udgangspunkt i pkt. 4 ovenfor, så snyder man sig selv.

Som investor kan man vælge at fokusere på de 1,7% i synlige omkostninger, men man kunne – måske lidt mere begavet – vælge at fokusere på nettoresultatet på de 13,5% p.a. Da 13,5% p.a. er mere end markedsafkastet på 7,5% p.a. og mere end de fleste alternativer, er det svært at argumentere for, at det har været en udgift at investere hos Carnegie. Forskellen er blevet til 100% i merafkast i perioden.

Merafkast bør være fokus

Hvis man omregner foreningernes/selskabernes afkast til et procentuelt merafkast p.a., kan man se, hvem der har leveret værdi til deres investorer.



Omk. p.a. er beregnet som: Foreningens/selskabets samlede afkast i perioden 1/1 1995-29/2 2004 minus afkastet fra MSCI (Morgans Stanley) Verdensindeks i samme periode. Forskellen er omregnet til procentuel difference pro anno.

Jeg har ikke fokuseret på de synlige omkostninger, men kan konstatere, at de fleste foreninger har været et dyrt bekendtskab, når man måler op mod indekset.

Daleren frem for femøren

Nu er denne artikel ikke en annonce for Carnegie, men de fleste kapitalforvaltere er altså en udgift og ikke en indtægt.

Men det finder man *ikke* ud af ved at kigge på de *synlige* omkostninger – men kun ved at sammenligne nettoafkastet.

Har Deres kapitalforvalter været en indtægt eller en udgift?

Erik Møller, Direktør
Formueplejeselskaberne





Lad os indledningsvis slå fast, at forskning peger på, at aktieanalytikere bidrager positivt til et mere informativt og effektivt aktiemarked. Men det er nødvendigt altid at forholde sig kritisk til kvaliteten af den vare, man som investor betaler for.

Det moderne menneske anser sig for at stå på toppen af civilisationen. Meget tyder dog på, at vi i høj grad lever på en illusion.

Ligheden mellem den moderne tids analytiker og det knap 3000 år gamle Orakel i Delfi er på mange måder slående:

- Begge hhv. besidder/besad nærmest gurustatus.
- Dagens investorer valfarter til analytikeren for at få råd, som datidens krigsherrer og købmænd valfartede til oraklet.
- Begge hhv. tjener/tjente store summer på at forudse fremtiden.
- Begge hhv. bruger/brugte tilpas vage formuleringer, så de ikke kan/kunne klandres, hvis forudsigelsen ikke indtraf.

Kunne det være dig?

Vi søger en aktieanalytiker til et selvstændigt og udfordrende job. Dine primære arbejdsopgaver består i at:

- udarbejde virksomheds- og brancheanalyser
- udarbejde aktieanbefalinger
- besøge virksomheder og deltage på konferencer.

Dette stillingsopslag er naturligvis et tænkt eksempel. Ikke desto mindre udgør de tre punkter krumtappen i mange analytikers daglige arbejde. Hver dag sidder tusindvis af aktieanalytikere og søger efter "den gode investering". Dommen er kontant og kompromisløs. I al sin enkelthed kan analytikeren kåres som en succes eller fiasko.

Værdiansættelse – en eksakt videnskab?

Redskaberne til at finde den perfekte investering er mangfoldige. Sofistikerede værdiansættelsesmodeller, kraftfulde computere og samtaler med virksomhedernes topledelse, leverandører og kunder indgår alle i en avanceret symbiose. Forudsætningerne for at ramme plet burde derfor være bedre end nogen sinde før. Resultatet af denne disciplinerede indsats er dog mildt sagt nedslående. Tre forhold gør sig især gældende ¹⁾:

- 55% af gangene rammer analytikere skævt med mere end 10%.
- Fejlmarginen er stigende, jo længere tidshorizonten er.
- Analytikere er i gennemsnit for optimistiske.

Resultatet bør få enhver ambitiøs og ærekær analytiker til at foretage en selvransagelse. Hvorfor er evnen til at forudsige så ringe – til trods for de mange redskaber?

Flokdyr med manchetknapper

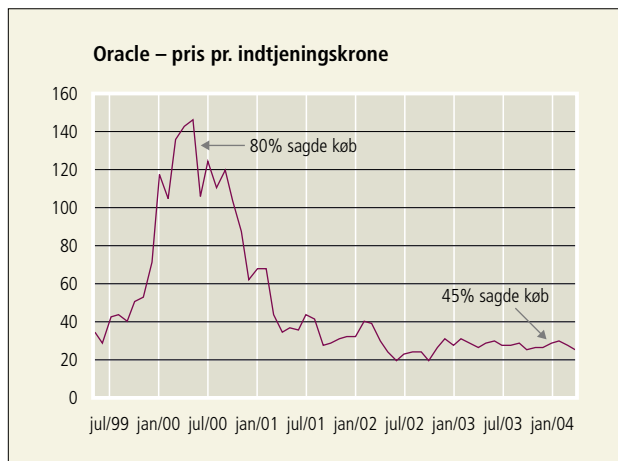
Meget tyder på, at en af grundene til den skuffende forudsigelsesevne skyldes "flokmentalitet" blandt analytikere ²⁾.



Forskning har vist, at analytikere har en tilbøjelighed til at rette ind efter flertallet. Til trods for uenighed med flertallet vil en analytiker ofte lægge sig i nærheden af gennemsnittet. Succes for den enkelte bliver dermed at være tæt på gennemsnittet – frem for at være tæt på det rigtige resultat.

Kærlighed gør blind

Et vigtigt element i en analytikers daglige virke består i at rejse nær og fjernt for at besøge virksomheder. Disse besøg er en effektiv måde at opnå kendskab til virksomheder og deres topledelse. Desværre har det endnu ikke været muligt at dokumentere, at fysisk "nærkontakt" med virksomheden har skabt bedre afkast. Grunden kan være, at analytikere ganske enkelt bliver taget med storm. Som "retoriske genier" – med et stort kendskab til, hvad der ønskes hørt – kan virksomhedsledere være sande folkeforførere. Konsekvensen kan være fatal. Fokus fjernes fra aktien. Virksomheden kan være nok så god, men det er aktien, som giver afkastet.



I 2000 var det amerikanske softwareselskab Oracle på vej mod stjernerne. Som repræsentant for den "nye økonomi" tryllebandt Larry Ellison med sin retorik analytikere og investorer. Til trods for en skyhøj prisfastsættelse skulle der lades længe efter en salgsanbefaling. I dag, fire år og et aktiekrak senere, er Oracle fortsat blandt de førende softwareselskaber. Anbefalingerne er dog i dag blevet væsentlig mere afdæmpede til trods for, at prisen pr. indtjeningskrone er blevet lavere, og aktiekursen på ny er steget betydeligt.

Et kig i spejlet afslører din værste fjende



Daniel Kahneman & Vernon L. Smith

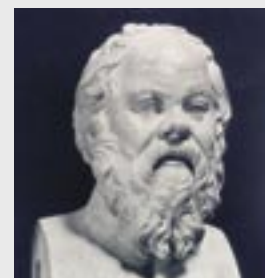
Da psykologen, Daniel Kahneman, sammen med økonomien, Vernon L. Smith, i 2002 fik tildelt nobelprisen i økonomi, blev det endelig accepteret, at den menneskelige psykologi spiller ind på de finansielle markeder. Behavioral Finance blev den nye teori døbt. I al sin enkelthed bygger den på, at de finansielle markeder også styres af følelser. At analytikere styres af emotionel adfærd er kun naturligt. Knap 3000 år skulle der gå, før den finansielle verden ville erkende, at vi trods alt kun er mennesker og dermed ikke besidder absolut indsigt, men ligger under for vores menneskelige natur. Endelig kunne Oraklet i Delfis to uomtvistelige præmisser "Kend dig selv" og "Intet til overmål" officielt blive tilføjet den finansielle litteratur. Ringen synes dermed sluttet.

Da psykologen, Daniel Kahneman, sammen med økonomien, Vernon L. Smith, i 2002 fik tildelt nobelprisen i økonomi, blev det endelig accepteret, at den menneskelige psykologi spiller ind på de finansielle markeder. Behavioral Finance blev

Oraklet i Delfi



Populær oldgræsk institution, hvor guden Apollon gav dunkle svar på spørgsmål fra tilreisende. Filosofien bag oraklet kom til udtryk i templets indridsede mottoer: "Intet til overmål" og "Kend dig selv". Ethvert menneske må erkende, at der er måde med alting, og at den menneskelige visdom er begrænset. Alt andet er overmod (hybris), der før eller siden vil blive straffet. Da filosofen Sokrates fik oraklets ord for, at ingen var visere end han, udlagde han orakelsvarets betydning som en dokumentation for, at den menneskelige visdom målt med guddommelig alen har ringe værdi og konkluderede ydmygt, at han var den viseste, fordi han havde erkendt, at han ingenting vidste.



Sokrates, græsk filosof
469-399 f.Kr.

Investor – kend dig selv

Vores holdning er klar: Fundamental analyse er den mest præcise metode til at fastlægge en akties "sande" værdi. Indtjeningsvnen og kursudviklingen skal hænge sammen. Vi vedkender os dog i høj grad, at menneskets psykologi driver de finansielle markeder på kort sigt. Kilden til succes ligger dermed i evnen til at gennemskue, hvornår markante reaktioner er baseret på fundamentale forhold, og hvornår de er styret af irrationel adfærd.

- 1) Womack, Kent L: The Value Added by Equity Analysts, AIMR 2000.
- 2) Olsen, Robert A.: Implication of Herding Behavior for Earnings Estimation, Risk Assessment and Stock Returns, Financial Analyst Journal 1996.



Resumé

Alverdens aktieanalytikere har det seneste år stået i kø for at opjustere deres indtjeningsestimater. Faktum er da også, at den faktiske indtjening i virksomhederne vil sætte ny rekord i 2004. Det vil give aktieinvestorerne et fornuftigt afkast, mens det bliver sværere at være obligationsinvestor.

I Formueplejeselskaberne holdes den strategiske aktieandel derfor på et højt niveau – vi køber dog hellere to kedelige aktier frem for én spændende.

Markederne tog et pusterum ...

Optimismen på aktiemarkederne fejlede ikke noget i starten af året, og markederne – med det danske i front – lagde stærkt fra start. Eksterne chok fra terroren i Madrid var dog den faktor, som fik markederne til at tage et pusterum.

Truslen fra mulige terroranslag og eksotiske sygdomme som fugleinfluenza og SARS har markedet imidlertid lært at leve med. Som investor skal trusler naturligvis tages seriøst, fordi det giver kursudsving. Men heller ikke denne gang ændrede terroren ved, at markederne igen rettede blikket mod den økonomiske virkelighed. Og her blev vandene delt.

Er du tilhænger eller modstander?

Banen er kridtet op, og på modstanderholdet er holdningen klar:

- Renterne skal længere ned.
- Der kommer ikke flere job.
- Aktiemarkederne skal falde kraftigt.

Modstandernes konklusion er, at de eneste virkelig gode investeringer er guld, kontanter og måske en enkelt statsobligation!

Vi er tilhængere!

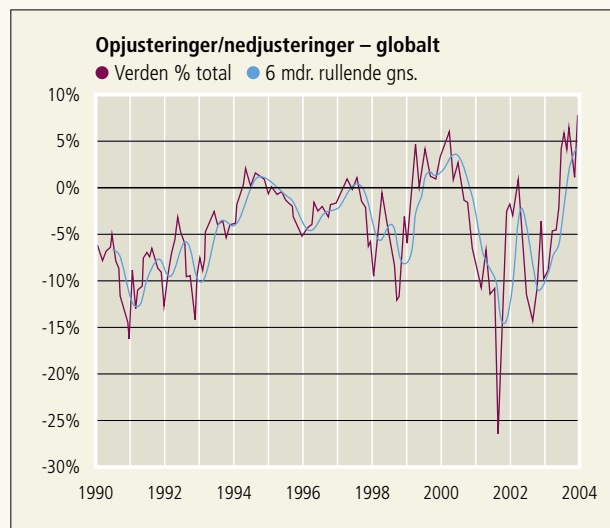
Vores verdensbillede ser noget anderledes ud:

- Opsvinget fortsætter med USA og Fjernøsten i førersædet.
- Europa følger langsomt efter.
- Svagt stigende inflation.
- Moderat stigende renter.
- Arbejdsløsheden falder fra et højt niveau.
- Produktivitetsvæksten vil stadig være høj.

Derfor bliver resten af 2004 et godt år for mange af verdens virksomheder!

Også godt for aktieinvestoren?

Aktieanalytikere er ikke i tvivl. De har haft travlt med at opjustere indtjeningsestimaterne.



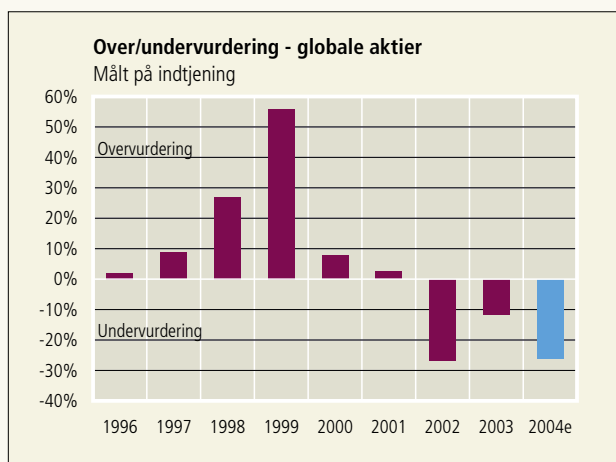
Kilde: IBES og UBS.

Det "normale" billede er, at aktieanalytikere er for optimistiske ved indgangen til et regnskabsår. Senere på året nedrevideres indtjeningsestimaterne normalt. Det seneste år har dog været ganske atypisk, idet analytikerne har været for pessimistiske. Derfor har de været nødt til at opjustere estimaterne kraftigt. Da virksomhederne tilmed har mere end indfriet forventningerne, har dette bidraget til den positive stemning.

Vi forventer klart, at virksomhedernes indtjening vil fortsætte med at vokse fornuftigt. Alene i 2004 med lave tocifrede vækstrater. Samtidig vil analytikerne vende tilbage til det normale mønster – med lidt overoptimistiske forventninger, som det senere bliver nødvendigt at nedjustere. På kort sigt kan det svække optimismen, men det ændrer intet ved virksomhedernes faktiske indtjening.

Dyre eller billige aktier?

Den faktiske indtjeningsfremgang i selskaberne og kursudviklingen på aktiemarkederne bør på lang sigt følge hinanden. Som det ses i figuren øverst på næste side, er det endnu ikke tilfældet. Her ses år for år forskellen mellem afkastudviklingen på de globale aktiemarkeder og udviklingen i virksomhedernes faktiske indtjening. I lange perioder i 1990'erne steg aktiemarkederne betydeligt – mere end indtjeningen blandt virksomhederne voksede. Derfor var aktiemarkederne dengang overvurderede.



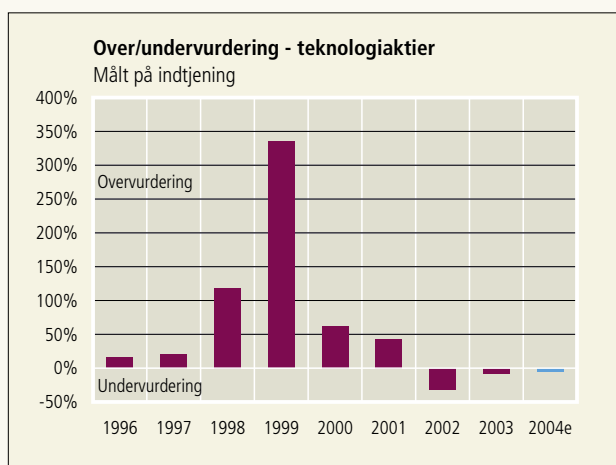
Faktum er, at efter det værste aktiekrak i 80 år, hvor aktiemarkedene stadig i dag har tabt 25% fra toppen – er virksomhedernes indtjening steget med 10%. Korrigeres der for, at markederne i år 2000 var ekstremt overvurderede, og at markederne siden marts 2003 er steget pænt, er konklusionen herfra:

Selv med konservative forventninger til indtjeningsvæksten i 2004 er aktier generelt ikke dyre.

Sagt med andre ord:

De globale aktiemarkeder under ét befinder sig på kursniveauet fra 1998. Altså et afkast på 0%. Fra 1998 til 2003 er indtjeningen vokset med ca. 25%. Med vores vækstforventninger for indværende år, bliver indtjeningsvæksten fra 1998 til 2004 over 35% – globalt!

Køb blot hele markedet – eller?



Svaret giver næsten sig selv. Ikke alt er billigt. Her springer særligt aktieboblens trækheste, teknologi-aktierne, i øjnene. En sammenligning af den faktiske indtjening og kursudviklingen for sektoren tydeliggør igen vores holdning.

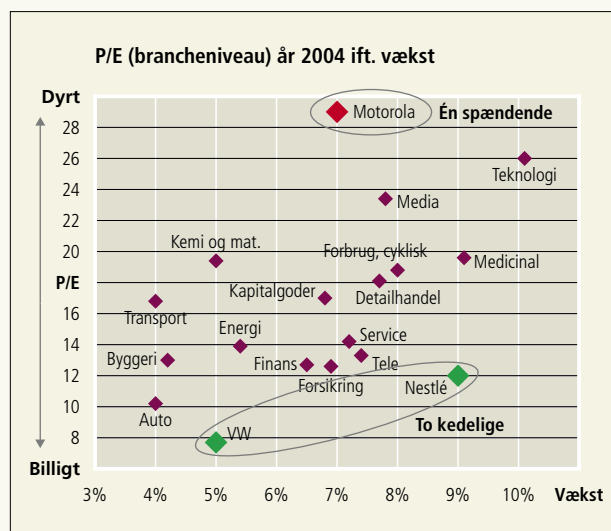
Som det ses i figuren nederst i venstre spalte – og næppe overraskende – var teknologiaktierne under ét voldsomt overvurderede ved udgangen af år 1999. Derimod var sektoren betydeligt undervurderet ved udgangen af 2002, hvilket der med det seneste års kurstigninger er rådet en del bod på.

Som udgangspunkt er det vores vurdering, at sektoren under ét ikke indeholder det store afkastpotentiale, og sammenholder man teknologisektoren med resten af markedet – som i nedenstående figur – er sektoren dyr.

To kedelige fremfor én spændende

Efter at have øget vores andel af vækstselskaber betydeligt i starten af 2003, har vi siden oktober været fortalere for, at mange vækstselskaber igen var blevet for dyre, fordi de realistiske vækstmuligheder og prisfastsættelsen ikke længere hang fornuftigt sammen.

Når dette er sagt mener vi klart, at der stadig findes en lang række enkeltaktier, hvor prisfastsættelsen og vækstpotentiale hænger særdeles fornuftigt sammen. I figuren nedenfor ses et par eksempler. Vores holdning er, at det er langt bedre at købe to billige aktier – med eller uden vækst – frem for én spændende. Dvs. hellere Folkevogn + Nestlé i porteføljen frem for Motorola. Med andre ord: Hellere to "kedelige" aktier end én spændende.



Derfor!

Kan man købe aktier med en P/E på 11-13 og forventede vækstrater i indtjeningen på 10-11% de næste tre år – så har vi ingredienserne til en god aktieinvestering.



Resumé

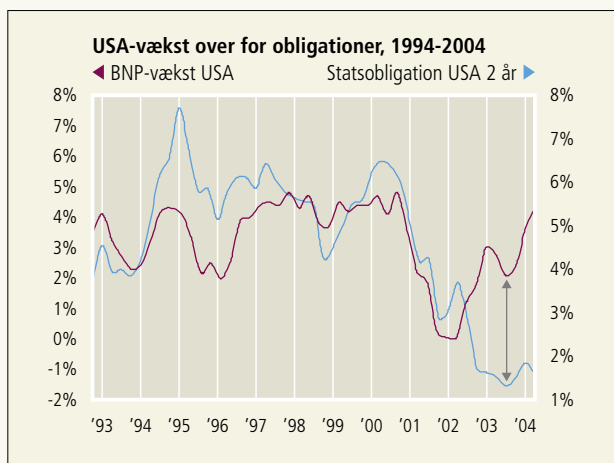
Det moderate, synkrone opsving med USA og Asien i spidsen er kommet for at blive og vil før eller siden føre til stigende renter – også i Europa. Nøglen til dette er frem for alt stigende beskæftigelse og øget inflation, som vi vurderer vil indfinde sig senere på året. Derfor fastholdes en lav rentefølsomhed på selskabernes obligationsporteføljer.



Mens vi venter på Alan

Så længe inflationen er lav, og der er plads til at øge produktionen uden at ansætte flere medarbejdere eller købe nye maskiner etc. – ja så kommer vi til at vente lidt på, at de korte renter bliver sat op. Sammenlignet med USA er inflationen i Europa endnu lavere, produktionen kan øges endnu mere, og der kan samtidig fyres medarbejdere – så her venter mange nærmere på en rentenedsættelse!

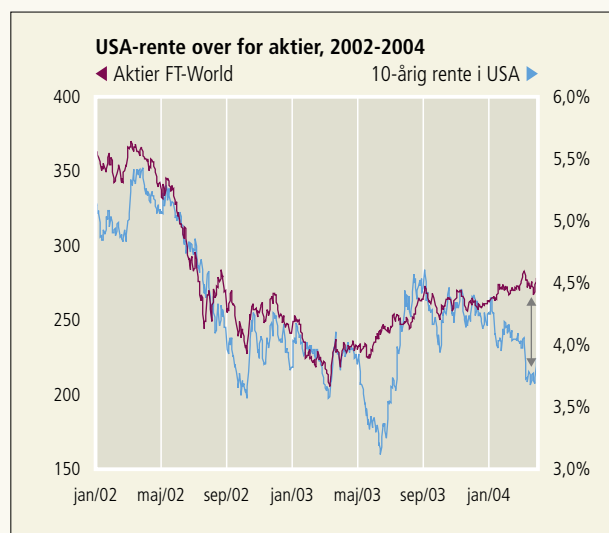
Men hvad med væksten? Jo tak – i USA har væksten det ganske fint. Det store spørgsmål er, om kadencen kan holdes – og her er det, at obligationsmarkedet tvivler.



Faktum er, at den amerikanske centralbank holder renten meget lav i forhold til den økonomiske vækst. Det vil næppe fortsætte i langt tid. Vores holdning er, at vi befinder os i et globalt opsving med USA og Asien som trækheste. Før eller siden vil de positive takter også smitte af på de europæiske økonomier, hvilket vil få renterne til at stige. Moderat – fordi inflationen og kapacitetsudnyttelsen stadig er lav – men alligevel mærkbart.

Realiteternes verden

Tager vi som obligationsinvestorer et kig på aktiemarkedet, kan det konstateres, at virkelighedsopfattelsen der er en anden og mere optimistisk. Situationen minder meget om foråret 2003, hvor deflationsfrygten var udtalt på obligationsmarkedet. Renterne faldt til et ekstremt lavt niveau, og både aktie- og obligationskurser steg til vejs. Vores holdning er, at denne gang har sortsynet på obligationsmarkedet igen fået overtaget, og renterne er kommet for langt ned.



Formueplejeselskaber = Gearing grand cru

I Formueplejeselskaberne anvendes konservativ gearing på obligationsbeholdningerne – den såkaldte rentearbitrage. Med vores holdning til rentemarkederne den kommende tid, kan det lyde risikabelt. Tre forhold er dog væsentlige at fastslå:

- Vi investerer kun i obligationer, som har en meget lav kursfølsomhed ved renteændringer.
- Ved en rentestigning vil udtrækningerne i vores beholdninger blive mindre – derved mindskes kurstabet.
- Vi vil kunne reinvestere udtrækningerne til en højere rente.

Derfor vil eksempelvis en rentestigning på 0,25 - 0,5%-point ikke have stor negativ indflydelse på obligationsporteføljerne.

Dertil skal lægges, at den effektive rente vil blive større. Med Formueplejeselskabernes muligheder for hele tiden at justere finansieringen, så den både er billig og har en spredningsmæssig gevinst i forhold til vores obligationer og aktier, vil rentearbitragen dermed være fuldt ud intakt.



Resumé

Asiaternes glubende appetit på USD-køb kombineret med markedsrøster om en europæisk rentesænkning har betydet, at USD er styrket over for DKK i år. Vores holdning er, at USD skal svækkes, og kombineret med den lave amerikanske rente er USD derfor fortsat en attraktiv finansieringsvaluta. Strategien med CHF som primær og USD som sekundær finansiering fastholdes.

Verdens værksted, servicecenter og lånekantor!

Hvis Kina kan betegnes som verdens værksted og Indien verdens servicecenter – så kan Asien som helhed i dag betegnes som USA's lånekantor!

Alle gør det

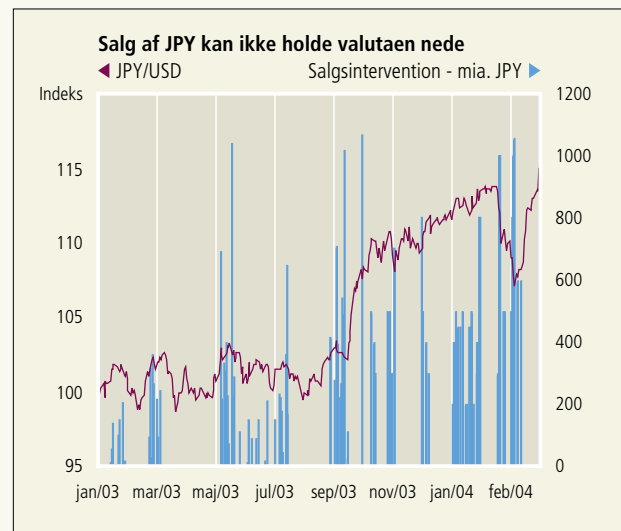
Amerikanerne gør det. Europæerne og japanerne gør det også – forsøger at få liv i økonomierne igen efter en tur på kanten af recession og afmatning. I USA lempes finanspolitikken, så det offentlige underskud udgør ca. 5% af BNP. I Japan kører man med underskud på ca. 8% af BNP, og i Euroland – hvor stabilitetspagten siger maks. 3% – nærmer dette tal sig 4% på grund af familiens sorte får, Frankrig og Tyskland. Alle disse underskud er større, end det som samlet spares op i landene, og derfor er der globalt brug for nye penge og kreditter.

Den amerikanske centralbank hjælper til på bedste vis ved at holde seddelpressen i gang og de korte renter på det laveste niveau i 45 år. Det er dog ikke nok for amerikanerne, fordi den private sektor også bruger mere, end den tjener. Derfor må man låne i udlandet. Hver eneste dag sender resten af verden derfor 9 mia. danske kroner til USA, inklusive lørdage, søndage, påske, pinse osv. Hovedparten kommer fra Asien.

En klar aftale

De asiatiske økonomier med Japan og Kina i spidsen vil således hellere end gerne finansiere de amerikanske underskud på både de offentlige finanser og handelsbalancen, så længe amerikanerne hjælper dem med at bygge de nye og produktive fabrikker, som giver masser af job i Asien på bekostning af amerikanske job! Når de samtidig kan få lov til at sende de producerede varer til USA, er aftalen på plads. Jo stærkere USD, desto flere varer kan der sendes af sted, og jo svagere ens egen valuta er, desto mere kan der eksporteres.

Den japanske centralbank har været særdeles travlt beskæftiget med at købe USD og sælge JPY af frygt for, at det gryende japanske opsving ville blive kvalt, hvis JPY blev for stærk og den japanske eksport dermed ville lide. I kombination med de gode vækstudsigter i USA i forhold til Europa, har dette også styrket USD over for DKK i indeværende år.



Motivet

Ved at lade asiaterne få lov til at holde deres valutaer 30-40% under, hvad de frie markedsmechanismer sandsynligvis ville tillade, og lade amerikanerne importere de billigere asiatiske varer, så importerer amerikanerne samtidig "deflation", og renten i USA kan dermed også holdes historisk lav.

Motivet for Japan, Kina og resten af Asien for at holde store USD-reserver er også strategisk. Man anser det ikke som et problem at være lånekantor for verdens supermagt, netop fordi USA har kontrollen over Mellemøstens olie og en mængde andre råvarer, der afregnes i USD. En strategisk USD-reserve kan derfor være ligeså god som en strategisk råvarereserve.

USD-finansiering fastholdes

I Formueplejeselskaberne forventer vi ikke, at dette spil med Asien kan fortsætte evigt. Før eller siden vil markeds kræfterne råde frit og de asiatiske valutaer blive styrket over for USD. Denne USD-svækkelse vil også slå igennem over for DKK. Med den korte rente fastholdt på 1%-point i USA, er USD derfor i sig selv en attraktiv finansieringsvaluta.

CHF stadig attraktiv

Selskabernes primære finansieringsvaluta, CHF, fastholdes ligeledes i den kommende periode. Det skyldes den lave finansieringsrente og en acceptabel risiko, som p.t. kun kommer til udtryk ved geopolitisk uro.



To alternativer i kapitalforvaltning

Når man som investor ønsker at investere sin formue og ikke vil gøre det selv, står man over for et klassisk dilemma. Skal det være den lille, lokale bank eller den store (danske) bank? Skal det være en international bank eller måske en ægte kapitalforvalter a la Formuepleje A/S? Præcis samme dilemma står man overfor, når man arbejder i finansbranchen og skal vælge, hvor man gerne vil arbejde.

Jeg har set de fleste aspekter af den finansielle branche. På baggrund af det er det min overbevisning, at de samlede fordele ved Formuepleje er større for mine danske kunder.

Jeg valgte at skifte arbejdsgiver for at være sikker på, at produkterne og resultaterne næsten altid vil ligge i toppen blandt formueforvaltere på det danske marked. Det giver både mine kunder og mig selv stor tilfredsstillelse. Jeg er sikker på, at jeg har truffet den rigtige beslutning. Har De truffet Deres?

	Den internationale bank	Formuepleje
Antal ansatte:	Mere end 15.000 ansatte.	12 ansatte.
Investeringsunivers:	Globalt.	Globalt.
De største kundefordele:	Internationale synspunkter. Stort filialnet. Dygtige og specialiserede medarbejdere.	Markante resultater, god og gennemprøvet investeringsmodel, resultataflønning, minimalt papir.
Teamstruktur:	Både teams og individuelle rådgivere.	Alle har samme vision: Added value til kunderne via MASERATI. ¹⁾
Typisk investering for en dansk kunde:	Internationale aktier, præference-aktier, strukturerede produkter, evt. lidt danske obligationer, måske valuta-afdækning.	Formueplejeselskaberne (danske og internationale aktier, danske obligationer og valutalån).
Optimering af afkast:	Før skat og før gebyrer.	Efter skat og efter gebyrer.
Resultat af optimering:	Måske markedsafkastet minus skat og gebyrer.	Betydeligt over markedsafkastet, selv efter skat og gebyrer.
Risikostyring:	Måske på porteføljeniveau, dvs. før skat og før gebyrer.	Risikostyring kommer før afkast.
Normal gebyr-struktur:	Fast procentgebyr af kontoens størrelse eller kommission og kurtage.	Resultataflønning og ingen kurtage.
Potentiel interessekonflikt:	Latent, fordi rådgiveren lever af at få kunden til at skifte mening.	Ingen pga. resultataflønning, ingen "returkommission m.v." – kun kapitalforvaltning.

Jeg kommer fra en stilling i den amerikanske bank Merrill Lynch. Det var et meget spændende sted at arbejde. I Merrill Lynch har jeg haft ansvar for kunderådgivning de seneste 3 ½ år. Jeg har derfor erfaring med de fordele og ulemper, kunderne oplever i en stor, international bank. I tabellen ovenfor har jeg sammenholdt to forskellige alternativer inden for kapitalforvaltning – den internationale bank contra Formuepleje A/S.

Der er et ordsprog, der lyder:

**If you can't beat them
– join them!**

Det er, hvad jeg har gjort.

1) MAX SharpE Ratio After Tax and Interest. Det betyder – oversat til mere forståeligt dansk: at søge det højeste risikjusterede afkast efter selskabsskat og renter.



– of the people some of the time. But ...

Formueplejeselskabernes mål er at opnå det højest mulige afkast til den lavest mulige risiko. Opgaven løses ved at finde den optimale, strategiske formuesammensætning. Dette kombineres med konservativ gearing og krydres med løbende, taktiske tiltag, afhængig af prisfastsættelsen på de finansielle markeder.

Et relevant spørgsmål er, om denne opgave kan løses ved en kombination af investeringsforeninger? Dette vil typisk være bankernes svar.

Traditionel rådgivning

Traditionel investeringsrådgivning er bygget op omkring en vurdering af investors risikoprofil kombineret med investeringshorisonten.



**"You can fool some of the people some of the time.
But you can't fool all the people all of the time."**

*Abraham Lincoln, 1809-1865
USA's 16. præsident fra 1861 og indtil han blev myrdet i 1865.*

I praksis er tidshorisonten den vigtigste, fordi de konjunkturmæssige bevægelser har en tendens til at udjævne afkastene omkring gennemsnittet. Efter denne afklaring præsenteres investor for en pakke bestående af en række investeringsforeninger. Tidligere var sondringen udelukkende danske og udenlandske aktier som de mere risikable aktiver, og danske obligationer som det risikofrie alternativ.

Resultatet blev en portefølje, der i længden aldrig kunne skabe et merafkast i forhold til et simpelt benchmark, bestående af et globalt aktieindeks og et dansk obligationsindeks. Årsagerne hertil er mange, men det er en kendsgerning, at omkostningsstrukturen kombineret med benchmark-tyraniet "sikrer effektivt mod merafkast."

Fokus på investors interesse

I praksis er sagen den, at højst en ud af fire porteføljeforvaltere inden for globale aktier slår benchmark, og i disciplinen danske obligationer er tallet en ud af ti. Ydermere forvaltes de respektive foreninger i sagens natur uafhængigt af hinanden og derfor uden et samlet overblik. Det betyder, at strategierne vil modarbejde hinanden og skabe en betydelig risiko for, at den helt nødvendige diversifikationsgevinst neutraliseres til stor skade for investor. Det er i øvrigt tankevækkende, at de forvaltere, der rent faktisk slår markedet, typisk er blandt de mindste på markedet.

Det encifrede samfund og omkostninger

Omlægning af den globale økonomi fra høj- til lavinflationsregime har givet markante rentefald, hvilket har reduceret det absolutte forventede afkast. Når den lange rente kun er 4%, og kvalitetsaktier forventes at give 8% p.a., så er det ikke muligt at opretholde omkostningsprocenter på 1-1,5% p.a. af disse afkast.

Hvor det førhen var teoretisk muligt at skabe et merafkast efter omkostninger i en traditionel portefølje – så synes det nu usandsynligt. Svaret fra udbyderne af opsparingsprodukter har været at tilbyde mere risikable produkter, der kan sløre, at der ikke generelt skabes added value i porteføljerne.

Udbuddet af højrenteprodukter i form af "junkbonds", udstedt af mindre kreditværdige virksomheder og udviklingslande, og aktier fra vækst- og udviklingslande er eksploderet. Når disse elementer inddrages i porteføljerne, stiger det forventede afkast, og da risikoen i disse produkter tilsyneladende har været faldende de seneste 10 år, så er der mulighed for at sløre fakta en tid endnu. I praksis er de historiske data fra disse markeder kortere, og merafkastet er reduceret til en brøkdel af, hvad det var tidligere. I jagten på et bedre afkast er det ikke løsningen blot at søge mod lavere kreditværdighed.

Optimale porteføljer

I Formueplejeselskaberne benytter vi den viden, som analysen af markedsdeltagerne giver. Bestemt ikke for at kopiere dem, men for at sikre, at porteføljerne forvaltes optimalt, og at alle delelementer kontinuerligt arbejder i den samme og ønskede retning. Vi anvender det bedste fra den finansielle teori og kombinerer det med finansielle instrumenter til såvel reduktion som øgning af eksponering mod den udvikling, vi forventer. Formueplejeselskaberne er i sig selv optimale investeringsporteføljer, blot med den forskel, at der udelukkende er fokus på investors interesse – nemlig at skabe det højest mulige risikojusterede afkast efter skat.

At det virker i praksis vidner resultaterne om.
Se artiklen side 14.



"Nøjsomhed har også
sin begrænsning."

Epikur, græsk filosof

Investorer, der vil nøjes med markedsafkastet minus et par procent p.a., har ingen grund til at søge længe. Det behov dækker de fleste investeringsforeninger perfekt i et utal af indpakninger – "nu også med karrysmag" – på ethvert gadehjørne.

Men hvis investor ikke vil lade sig nøje, må han kigge på det, der med et udtryk stjålet fra engelsk hedder: "Alternative Investeringer." Vi har undersøgt 4-5 muligheder.

Garanti-investeringer – 1

Efter de tre hårrejsende aktieår 2000/2002 er kodeordene for mange investorer: *garanti og obligation*.

De bedst kendte af disse produkter går under navnet aktieindekserede obligationer. Disse AO er gået deres sejrsgang. Alene sidste år blev der solgt for over 10 mia. kr. i Danmark. Det mest fantastiske ved disse investeringer er, at investor betaler for sin egen garanti ved, at 85% af pengene lægges død i en lavtforrentet obligation, og så bruges der 10 kr. til en aktieoption, hvor det oven i købet ikke er fastlagt inden købet, om aktieoptionen kan følge indekset helt eller delvist.

Det engelske Finanstilsyn har forlangt, at alle provisioner og gebyrer skal lægges skriftligt frem for investorerne, og det har gjort disse investeringer stort set usælgelige i London. Hvad gør man så? Man eksporterer blot investeringen til "Die dumme Dänen". Man bruger sågar det originale engelske prospekt ifm. salget og børsnoteringen i Danmark!

Hvis man køber et ur til 48 kr. i Bilka, skal der både være en dansk brugsanvisning og en garanti. Hvordan man så kan få et værdipapir godkendt på Københavns Fondsbørs via et engelsk prospekt kan undre én ...

Gammel vin på grumsede flasker

At produktet er gammel vin på grumsede flasker ses også af kommentarer i flere erhvervstidsskrifter.

finans/invest

I det økonomiske tidsskrift *finans/invest*¹⁾ har man beregnet, at der betales up-front-fee på 7-13,5%, og man konkluderer: "Det er umuligt for investor at værdiansætte det produkt, han investerer i." For en sælger må det siges at være det perfekte produkt.

Penge & Privatøkonomi

Med overskriften "Private til grin for milliarder" har tidsskriftet *Penge & Privatøkonomi*²⁾ kort og præcist fortalt, hvad man mener om den type investeringer.

The Economist

Det velansete økonomiske tidsskrift *The Economist* skriver³⁾: "Det gælder for den slags produkter, at udbyderne tjener deres penge ved at pakke to simple produkter sammen. Sælgerne tjener 4-6% i kommission, og de årlige omkostninger er 3-3,5% af værdien af aktiverne. Investorerne ville være bedre tjent ved at sætte de fleste af pengene i banken og købe en option for resten."

Garanti-investeringer – 2

I London har man også opfundet en investering med garanteret udbytte, men ikke garanteret afkast – ofte kaldet en "With profits"-investering.

Efterfølgende er en række engelske banker blevet pålagt at betale erstatning til investorerne for "mis-selling" af produktet. Værst er det gået ud over Lloyds Bank, som er blevet dømt til at betale erstatning til 22.000 investorer. De havde investeret i en obligation med *garanteret udbytte*, men kursen var alligevel *faldet fra kurs 100 til kurs 52*. Investorerne havde fået deres garanterede udbytte, men da fonden havde givet underskud hvert år siden starten, var udbyttet jo gået fra investorernes egenkapital. Lokkemaden var igen *garanti og obligation*.

Produktet er derfor nu nærmest usælgeligt i London, men igen træder "Die dumme Dänen" til.

Netop dette koncept – garanteret udbytte – er indholdet i Danmarks indtil nu største investeringsforening – Bankinvest Erhvervsobligationer (BIE).

BIE garanterer investorerne 6% i udbytte, men investorerne bliver hverken fattigere eller rigere, selvom man havde garanteret 0% eller 15% – det er stadig blot en omfordeling af egenkapitalen. Lokkemaden er igen *garanti og obligation*.

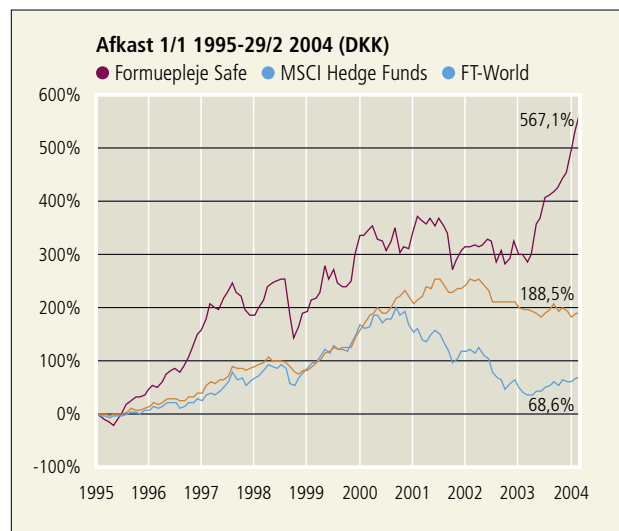
Hedge funde – illusioner og fakta

Alle investorer er trætte af at høre om relative afkast. Hvis man har tabt 20% på sine aktier, hvor lykkelig bliver man så for at få at vide, at indekset er faldet med 22%? Det har skabt fornyet interesse for hedge funde.

Hedge funde er selskaber, hvor investeringspolitikken sigter på at skabe positive afkast, *uanset* om finansmarkederne bevæger sig op eller ned. Det gør man f.eks. ved at tage positioner, så man kan tjene på, at aktiemarkederne falder, eller ved at investere i renteforskelle eller ved at spekulere i forskellen i kursudvikling på to aktier.

Der er en del mystik om hedge funde, som måske skyldes storspekulanten George Soros, der blev verdensberømt på at knække det engelske pund i 1992.

Statistikken viser, at hedge funde har været relativt uinteressante. Fra 1995 og frem til Nasdaq-krakket i marts 2000 har de givet samme afkast som verdensindekset for aktier ⁴⁾ – og fra marts 2000 til marts 2004 et rundt 0% i afkast ⁵⁾.



Hedge fund-indekset har siden 1/1 1995 givet 188% i afkast før skat. Men indekset overdriver afkastet af tre årsager.

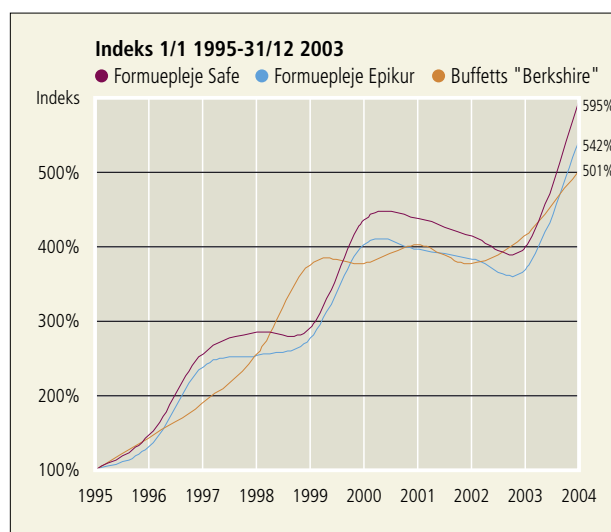
- **Konkursskævhed:** Funde, der går konkurs, falder blot ud af indekset, uden at det kan ses. Bedst kendte eksempel er Long Term Capital Management (LTCM), der trådte i betalingsstandsning i september 1998.
- **Kuvøseskævhed:** Hedge fund-udbydere starter et antal funde hvert år med lille kapitalgrundlag – og efter et år eller to får *kun den bedste lov at overleve* – og så bruger man udelukkende statistikken fra denne ene fund.
- **Skatteskævhed:** 90% af alle hedge funde er hjemmehørende i skattelylande (Bermuda, Isle of Man osv.). Det betyder, at gevinster skal beskattes med topskat tillagt 10% fiktivt – maksimalt 65% – mod normal aktieskat på 28/43%.

Afkastet har været bedre end aktier de seneste 4 år, men statistikken er utroværdig og skatten er næsten double-up.

Warren Buffett – verdens bedste investor...?

Ja – men hvad så med verdens bedste investor, Warren Buffett – har han ikke løsningen? Buffetts selskab, Berkshire Hathaway, har siden 1965 været kendt som verdens bedste investeringsselskab.

Siden 1995 har Buffett leveret sine aktionærer et afkast på 401% ⁶⁾ efter omk. og selskabsskat, hvilket må være tæt på det bedst opnåelige resultat de seneste 10 år – også når man sammenligner med Verdensindekset med 70% og Hedge fund-indekset med 188%.



Formuepleje – et alternativ ...?

I Formueplejeselskaberne bruger vi de bedste elementer fra hedge fundene og en del af Warren Buffetts investeringsfilosofi. Den kombination har skabt resultater, der er bedre end hedge fund-indekset, men *også bedre end Buffetts selskab* de seneste 10 år.

To af de tre Formueplejeselskaber, der har eksisteret siden 1995, har givet et resultat på hhv. 495% og 442% ⁷⁾ efter omk. og selskabsskat.

Jeg kan ikke love, at vi slår Buffett de næste 10 år. Det eneste jeg kan love er:

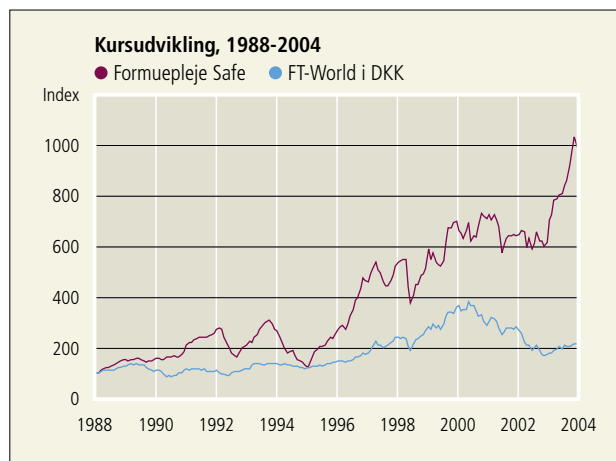
Vi gør os umage.

- 1) Finans/invest, september 2003, Udgiver: Professor Anders Grosen, Handelshøjskolen i Århus.
- 2) Penge & Privatøkonomi, februar 2004.
- 3) "The Economist", 6. marts 2004: "Rich pickings".
- 4) Financial Times World – globalt aktieindeks omr. til DKK.
- 5) Morgan Stanley Hedge Invest Index, markedsvægtet omr. til DKK.
- 6) Berkshire Hathaway, Annual Report, Corporate Performance.
- 7) Årsrapporter Formuepleje Safe A/S, Formuepleje Epikur A/S.



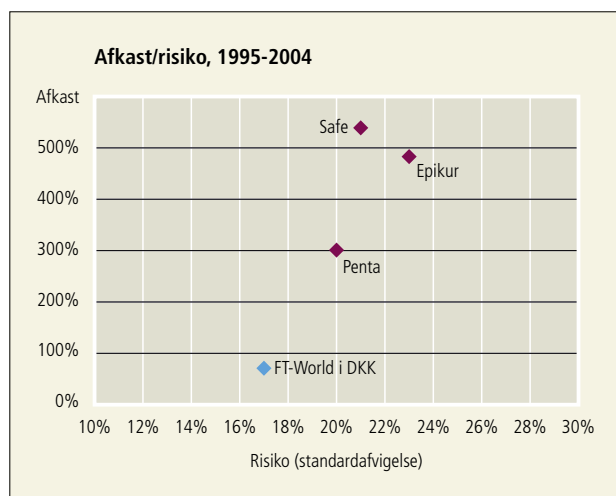
Fra 100 kr. til 1.000 kr.

Det ældste Formueplejeselskab er Safe, som blev stiftet i 1988, og de aktionærer, som har været med helt fra starten, har faktisk ti-doblet formuen. Et tal giver naturligvis ingen mening, uden at blive sat i forhold til noget andet, og et godt sammenligningsgrundlag er det globale aktieindeks. Måles afkastet i Safe i forhold til afkastet i globale aktier, har Safe faktisk givet *7,6 gange mere i afkast!*



Risiko tæt på et aktieindeks

Det er vigtigt at se på de risici, et investeringsresultat er opnået under. En almen metode til at måle en investeringsrisiko, er de løbende udsving i afkastene. Jo større udsving, desto større risiko. Metoden med at måle udsving er bredt anvendt i den finansielle verden. Den bruges blandt andet af det danske investeringsforeningsråd – i fagsprog også kaldet standardafgivelser. I grafen nedenunder er medtaget Safe, Epikur, Penta og det globale aktieindeks.



Grafen viser det akkumulerede afkast for de tre ældste Formueplejeselskaber i perioden 1995-2004 samt hvilken gennemsnitlig standardafvigelse, de enkelte investeringer har haft. Det interessante er, at Formueplejeselskabernes udsving er meget tæt på det globale aktieindeks, selvom selskaberne anvender lånefinansiering. Årsagen til dette fænomen er, at obligationer, aktier og valutaposter ikke altid svinger i samme takt på samme tid. Dermed bliver den faktiske risiko lavere end umiddelbart antaget.

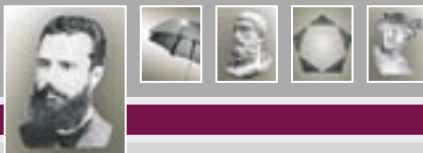
En anden metode til at måle risici på, er de faktiske perioder med tab. På de efterfølgende selskabssider er der nederst på siden vist den historiske målte risiko for tab på både ét-års og tre-års rullende tidshorisoner. Her viser det sig, at Formueplejeselskaberne har været mindre risikofyldte end både 100% i aktier eller en fifty-fifty-fordeling mellem aktier og obligationer. De senere år har naturligvis været præget af store internationale kriser, herunder terroraktioner og krige, men ikke desto mindre har den faktiske risiko i Formueplejeselskaberne været meget lav i forhold til aktiemarkedet generelt.

NYHED: XtraListen

Den enkelte aktionærs adgang til kursinformation er forbedret betydeligt, efter at selskaberne er kommet med på Fondsbørsens såkaldte XtraList. Det er en forholdsvis ny informationsplatform i Fondsbørsens regi, hvor også flere investeringsforeninger er med. Selvom selskaber på XtraListen ikke er børsnoteret og heller ikke kan handles på Fondsbørsen, er der flere fordele ved at være med:

- Selskabernes indre værdi tilgår dagligt alle landets aviser og kan ses i avisernes kurslister for selskaber på XtraListen.
- Bedre mulighed for kursopdatering i bankernes depotsystemer.

Foruden kurser i aviserne vil den daglige kursopdatering selvfølgelig fortsætte på vores hjemmeside www.formuepleje.dk, ligesom interesserede kan finde kursoplysninger på www.xtralist.dk. Som en konsekvens af den udvidede informationsadgang i landets aviser vil Formueplejeselskaberne i fremtiden ikke længere være at finde under OTC-selskaber.



Target: 250% * obligationer + 0% * aktier

Indre værdi: 206,6 Budget marts 2005: 228

Bedre end aktier

Målsætningen om, at Pareto skal give et højere afkast end aktiemarkedet – men vel at mærke uden at eje aktier – blev fuldt ud indfriet i årets første kvartal, hvor indre værdi steg 6% mod en fremgang i det globale aktieindeks på 4%. Set over de sidste 12 måneder (marts 2003 – marts 2004), hvor aktier for alvor har haft medvind, har aktionærer i Pareto fortsat opnået et merafkast:

Marts 03 – marts 04

Aktieindeks + 26%
Pareto + 37%

Paretos afkast er vel at mærke efter omkostninger og selskabsskat, mens afkastet på verdensindekset er før omkostninger og skat.

Rentefald giver kursgevinst

Obligationsmarkedet har i første kvartal været præget af rentefald, hvilket for Pareto har givet pæne kursgevinster på selskabets obligationsbeholdning. Renterisikoen fastholdes fortsat på et lavt niveau, idet vi forventer stigende renter over det næste års tid.

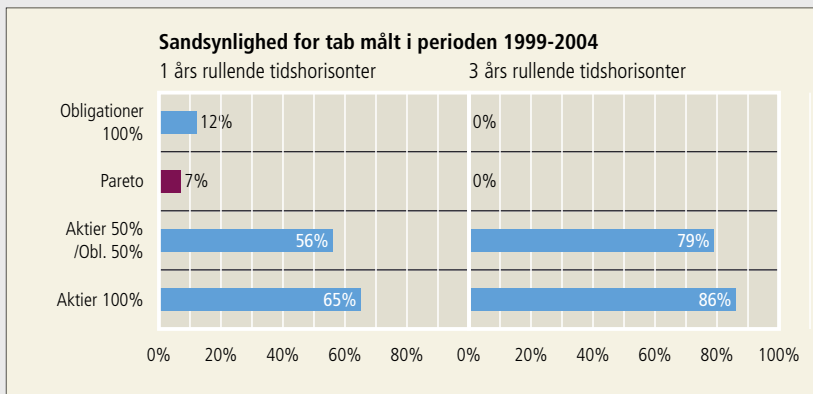
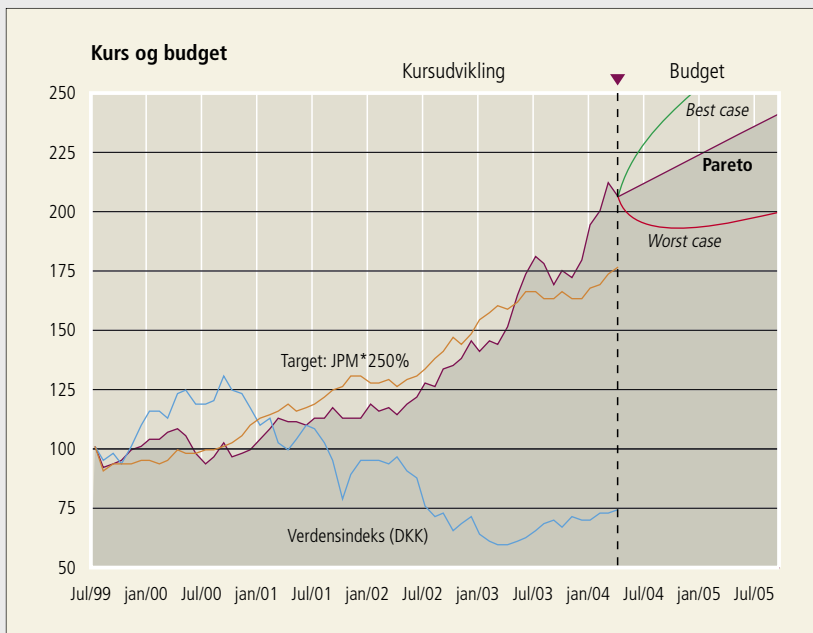
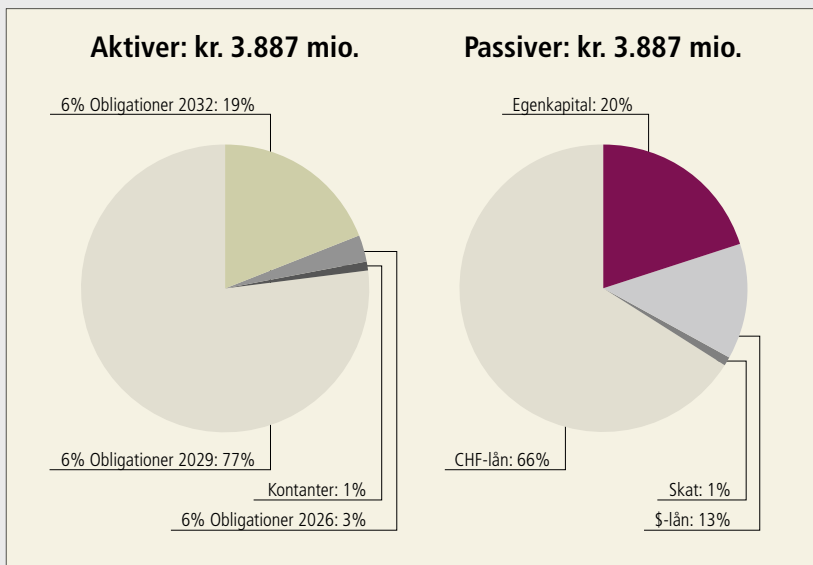
Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 250% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af tre faktorer: Obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/- Effekt +/-
1% i obligationskurs 3,6%
1%-point i lånerente 2,8%
1% valutakursændring 2,8%





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 99

Budget marts 2005: 112

Plus 7% i første kvartal

Målt på indre værdi gik Safe frem med 7% i årets første tre måneder, hvilket var en del mere end det brede aktieindeks, som i samme periode opnåede et afkast på 4%. Safe opnåede pæne kursgevinster på både aktier og obligationer. Til gengæld blev der i kvartalet tab på fremmedfinansieringen.

Uro = stigende Schweizerfranc

Schweizerfrancen (CHF), som er selskabets primære lånevaluta, har altid været en tilflugtsvaluta i krisetider. Terroraktionen i Madrid og fornyet uro i Mellemøsten fik CHF til at stige over for DKK. Samtidig blev selskabets sekundære lånevaluta, USD, styrket på spekulationer om en europæisk rentenedsættelse.

60% på 12 måneder

Over de seneste 12 måneder har Safe efter omkostninger og selskabsskat givet et afkast på 60%. Til sammenligning har det globale aktieindeks givet et afkast på 26%. Medvind på alle tre finansmarkeder, aktier, obligationer og valuta, har været medvirkende til det gode resultat.

Target = afkastmål

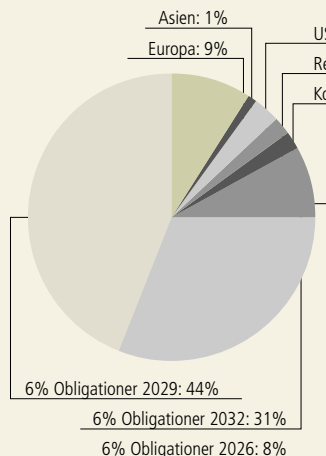
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 150% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 100% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

Følsomhed

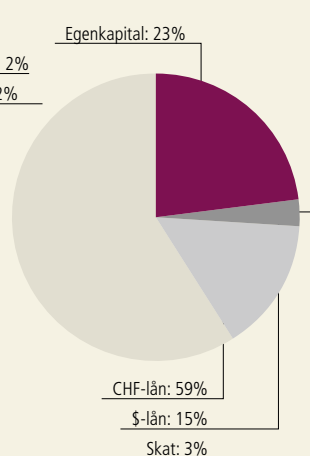
Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i aktiekurs	0,7%
1% i obligationskurs	2,7%
1%-point i lånerente	2,3%
1% valutakursændring	2,3%

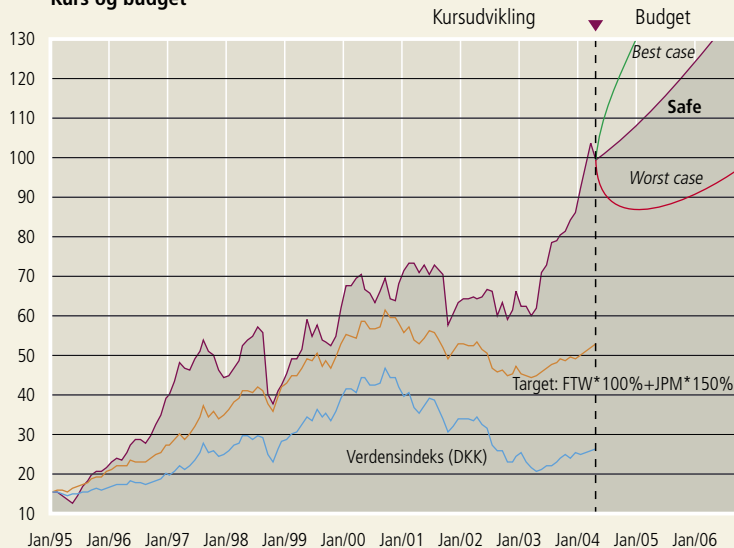
Aktiver: kr. 1.197 mio.



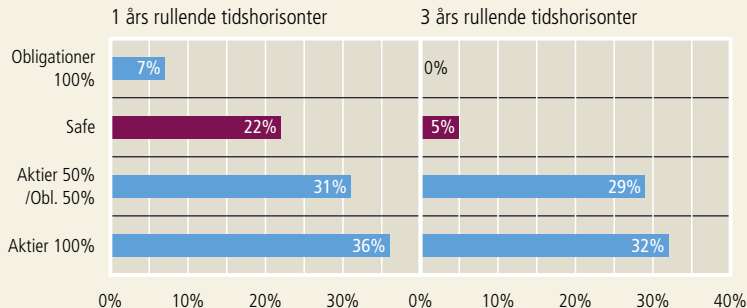
Passiver: kr. 1.197 mio.

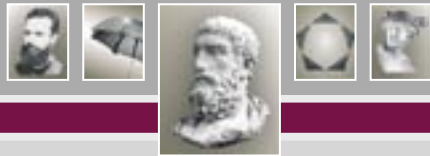


Kurs og budget



Sandsynlighed for tab målt i perioden 1995-2004





Target: 125% * obligationer + 125% * aktier

Indre værdi: 430,8 Budget marts 2005: 490

Bedre end benchmark

Det blev en god start på det nye år. Indre værdi i Epikur gik i de første tre måneder frem med 7%, og selskabet overgik dermed verdensindekset for aktier, som i samme periode steg 4%. Eneste ulempe i kvartalet blev en styrkelse af selskabets finansieringsvalutaer. Dels blev schweizerfrancen ramt af terroraktionen i Madrid og fornyet uro i Mellemøsten – dels blev USD styrket pga. spekulationer om en forestående europæisk rentenedsættelse.

Plus 68% på 12 måneder

Over de seneste 12 måneder har Epikur givet et afkast på 68% mod aktieindeksets 26%. Med andre ord et betragteligt merafkast for selskabets aktionærer.

Aktietegning på kr. 345 mio.

234 aktionærer tog imod indbydelsen om at deltage i selskabets aktieemission, der lukkede den 12. marts 2004. Der blev tegnet nye aktier for 345 mio. kr., hvilket i snit giver 1,5 mio. pr. investor. Investeringerne blev startet umiddelbart efter tegningsperiodens udløb, og bestyrelsen byder de nye aktionærer velkommen.

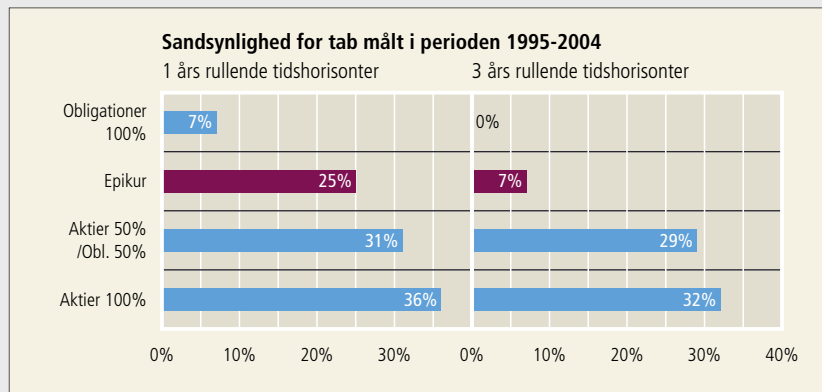
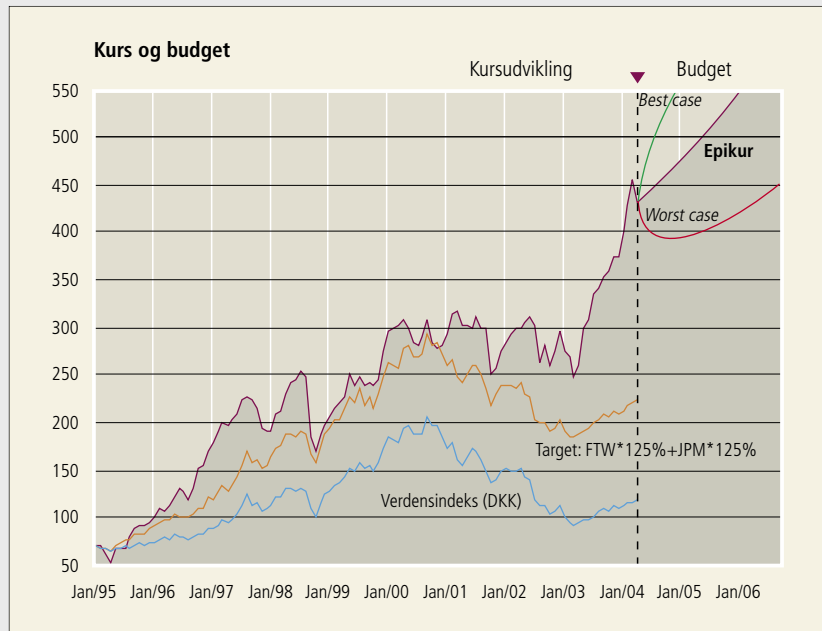
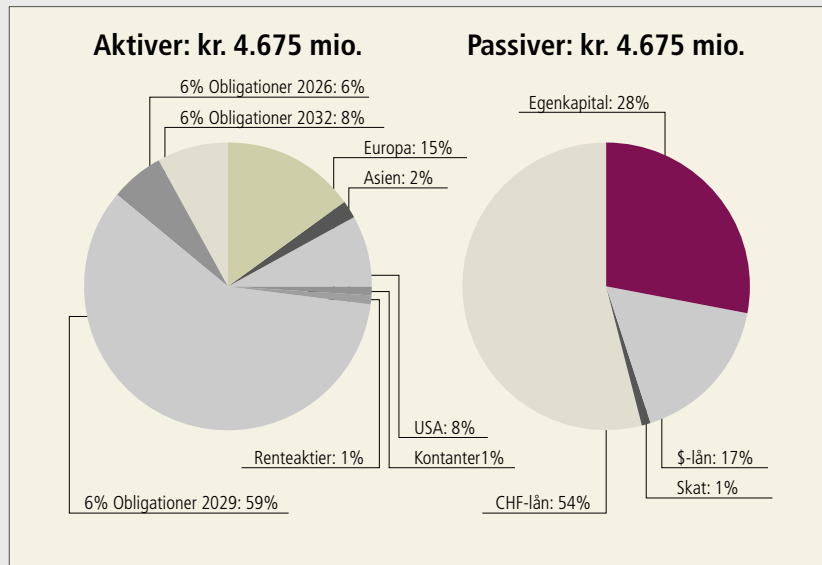
Target = afkastmål

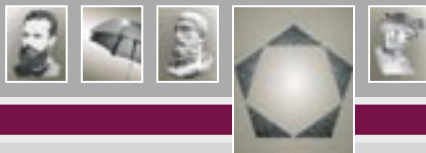
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 125% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 125% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i balancen efter fuld nyinvestering, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i aktiekurs	1,0%
1% i obligationskurs	1,9%
1%-point i lånerente	1,8%
1% valutakursændring	1,8%





Target: 75% * obligationer + 150% * aktier

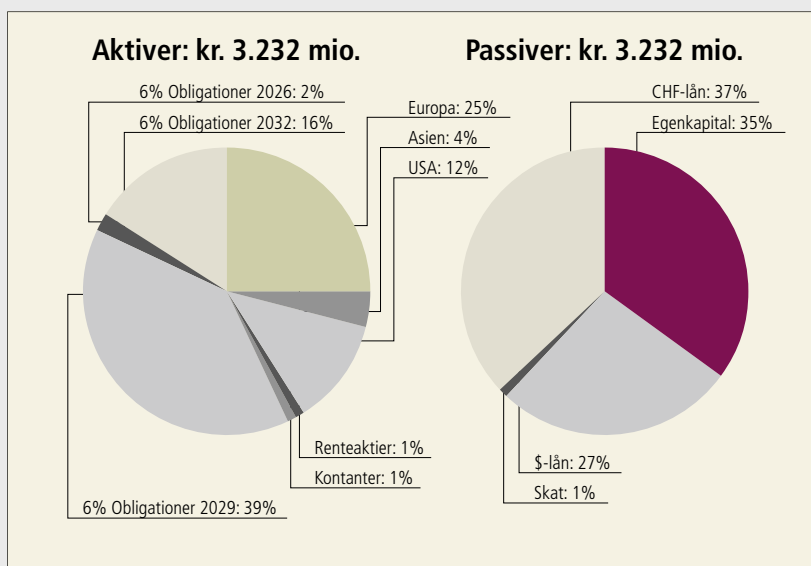
Indre værdi: 235,9 Budget marts 2005: 270

5% på tre måneder ...

Pentas indre værdi gik i årets første kvartal frem med 5%, mens selskabets benchmark, som er det globale aktieindeks omregnet til danske kroner, fik en fremgang på 4%. Selskabet fik glæde af kursfremgangen på aktier, ligesom en generelt faldende rente betød kursgevinster på obligationsbeholdningen.

... og 64% på 12 måneder

I perioden marts 2003 til marts 2004 er indre værdi i Penta steget med hele 64%, hvilket er mere end 2,5 gange det globale aktieindeks, hvor afkastet er på 26%. Overskud på alle tre finansmarkeder er med til at give det gode resultat.



Kapitaludvidelse

210 aktionærer tog imod indbydelsen om at deltage i Pentas aktieemission, der lukkede i februar. Der blev tegnet nye aktier til en kursværdi på 268,5 mio. kr., hvilket i snit giver 1,3 mio. pr. investor. Investeringerne blev startet umiddelbart efter tegningsperiodens udløb, og bestyrelsen byder de nye aktionærer velkommen.

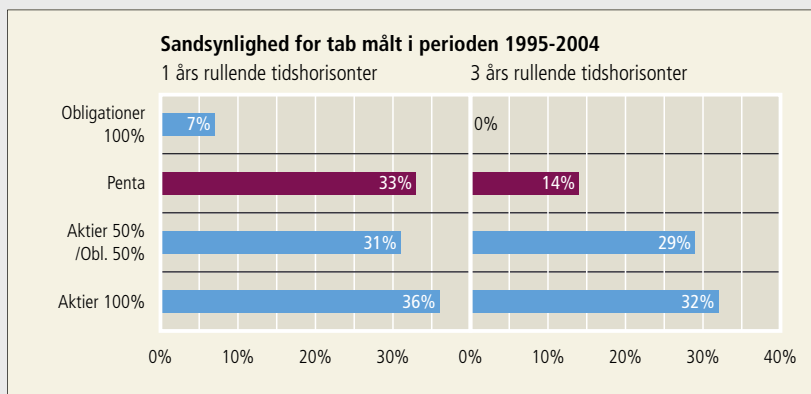
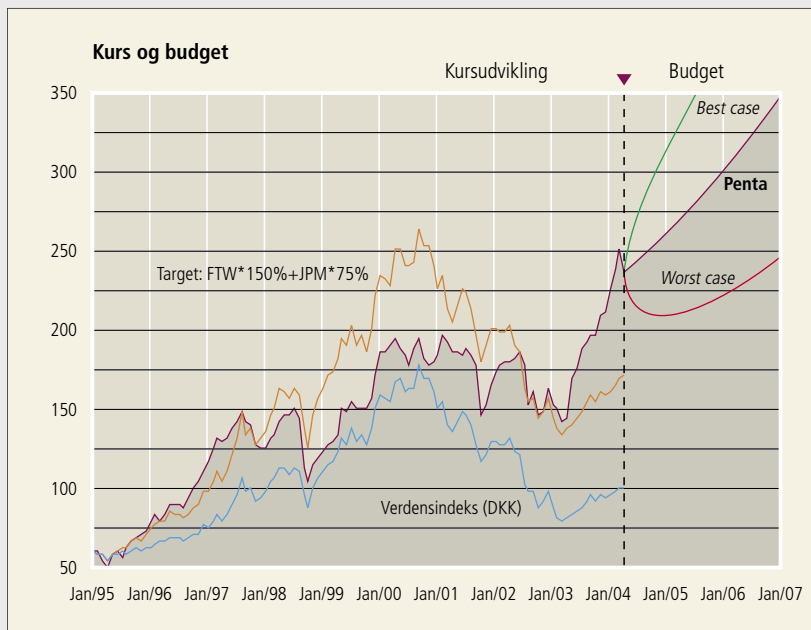
Target = afkastmål

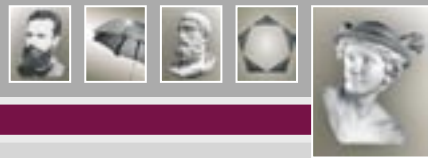
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 75% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 150% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i aktiekurs	1,2%
1% i obligationskurs	1,1%
1%-point i lånerente	1,3%
1% valutakursændring	1,3%





Target: 175% * obligationer + 75% * aktier

Indre værdi: 191,4 Budget marts 2005: 211

Afkastet overstiger benchmark

Formuepleje Merkur A/S fastholdt den positive udvikling i årets første tre måneder. Indre værdi er i det seneste kvartal gået frem med 6% til 191,4. Selskabets benchmark, som er det globale Financial Times World-aktieindeks omregnet til danske kroner, har i samme periode givet et afkast på 4%. Hertil skal bemærkes, at Merkurs afkast er efter omkostninger, herunder selskabs-skat, mens verdensindeksets afkast er målt før omkostninger og skat.

Ingen tab på tre års sigt

Den historiske tabsrisiko i Merkur har været meget lav. Som det fremgår af grafen nederst på siden, har der ikke i Merkurs levetid været en 3-års investeringsperiode, hvor investor har lidt tab. Til gengæld har det globale aktieindeks givet tab i 60% af de målte 3-års perioder i perioden 1998-2004.

Target = afkastmål

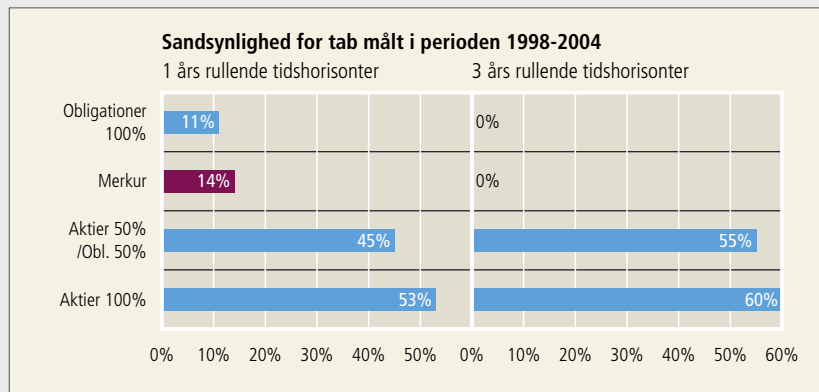
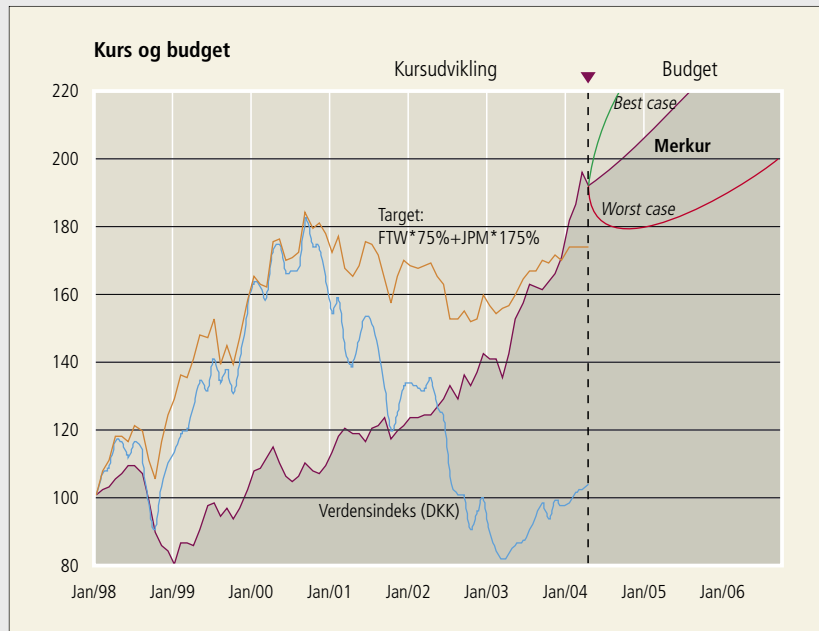
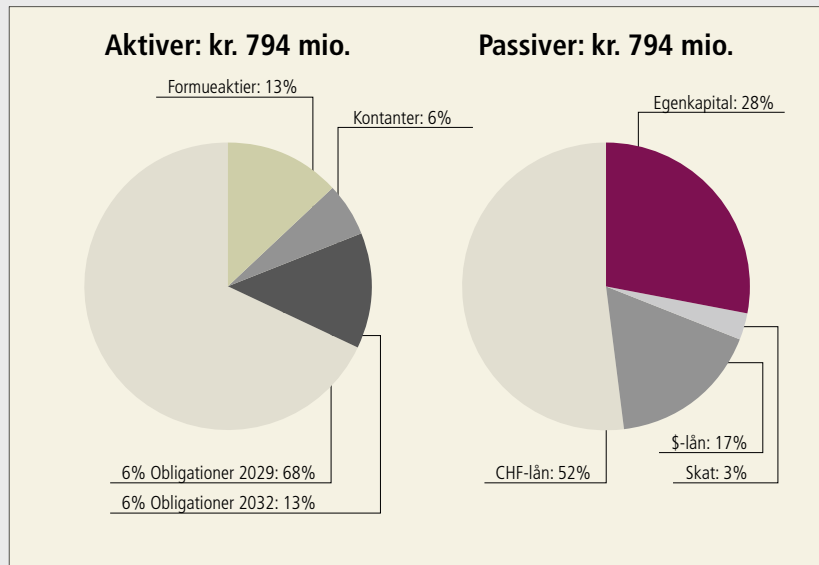
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 175% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat *plus* 75% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/- Effekt +/-

1% i aktiekurs	0,3%
1% i obligationskurs.	2,0%
1%-point i lånerente	1,7%
1% valutakursændring	1,7%



FILOSOFI

“Også nøjsomhed har sin begrænsning.

Den som ikke forstår det,
fejler ligeså meget som den,
hvis begær er umætteligt.”

Epikur, græsk filosof, 341-270 f.Kr.

MÅL

Sikre aktionærene afkastet fra
både aktiemarkedet
og obligationsmarkedet
på samme tid
med én aktie.



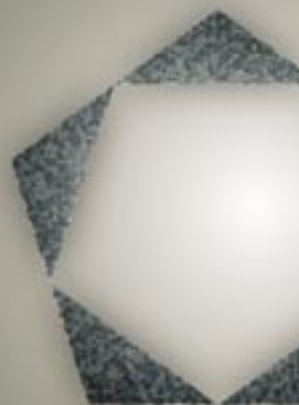
PARETO



SAFE



EPIKUR



PENTA



MERKUR

Management &
Investor Relations

FORMUE PLEJE
SELSKABERNE

Tlf.: 86 19 59 11

www.formuepleje.dk/
formueplejeselskaberne

email: em@formuepleje.dk



Vester Allé 7, DK-8000 Århus C

Aktieformidling

FORMUE PLEJE

Køb & salg - tlf.: 86 20 32 50

Rådgivning - tlf.: 86 20 32 52

Telefax: 86 19 51 44

email: formuepleje@formuepleje.dk