

FORMUE MAGASIN

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



Formuepleje Adagio

– gør en forskel



Risiko

– i den finansielle verden



”Må jeg be’

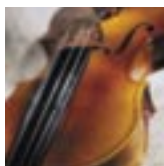
– om en enarmet økonom”

FORMUE PLEJE

S E L S K A B E R N E

19. ÅRGANG, JULI 2004

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 30. juni 2004.

**Leder**

Adagio gør en forskel

Side 3

**"Må jeg be"**

– om en enarmet økonom"

Side 4-5

**Aktiemarkedet**

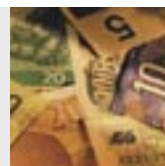
Kaptajnen og vandbæreren

Side 6-7

**Obligationsmarkedet**

– en gentagelse af 1994?

Side 8

**Valutamarkedet**

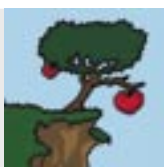
Banen er kridtet op

Side 9

**De får**

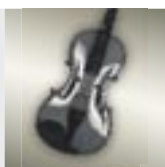
– hvad De ikke betaler for!

Side 10-11

**Risiko**

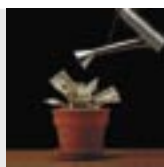
– i den finansielle verden

Side 12

**Formuepleje Adagio**

Forsigtig strategi

Side 13

**Formueplejeselskaberne**

To fluer med ét smæk

Side 14

**Pareto**

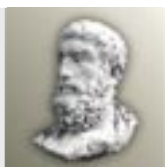
Rentestigning ligger i kursene

Side 15

**Safe**

Markedet var nervøst

Side 16

**Epikur**

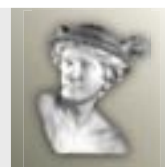
Uro i andet kvartal

Side 17

**Penta**

Fokus på rentestigninger

Side 18

**Merkur**

Bedre end target

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: 2.600 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
Seniorkapitalforvalter Nicolai Borchert Hansen
Kapitalforvalter Peter Brink Madsen
Formuerådgiver Torben Vang-Larsen

Produktion

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

Ny investeringsforening – nyt koncept

En ny investeringsforening har set dagens lys. Den 8. juli 2004 fik Investeringsforeningen Formuepleje det blå stempel af de officielle myndigheder. Den første afdeling i foreningen er Formuepleje Adagio, som udelukkende investerer i danske obligationer. Selvom der i Danmark er 80 andre obligationsinvesteringsafdelinger – foruden dem med udenlandske obligationer – har Adagio alligevel nye strenge at spille på.

Forskelle med betydning

Adagio er et brud på den gængse form for investeringsforening i Danmark. Som noget nyskabende vil der kun blive betalt for kapitalforvaltning, hvis investeringerne giver overskud. Omvendt skal et underskud først indtjenes, før der betales for formueplejen. Derudover bliver afdelingens omkostningsstruktur også på andre områder meget konkurrencedygtig:

- Adagio betaler ikke tegningsprovision til moderbank eller andre formidlere for at udstede nye beviser.
- Adagio betaler ikke salgsprovision til finansielle udbydere for at rådgive om investering.
- Adagio betaler ikke beholdningsprovision til andre for at distribuere investeringsforeningen.
- Adagio får ingen dyre markedsføringsudgifter til tv-reklamer og annoncer.

Værdigrundlaget er med andre ord ens for både investor og rådgiver: *at opnå et godt afkast*. Der er ingen fordyrende mellemlid, og afkastmålsætningen er samtidig ambitiøs.

Ambitiøs afkastmålsætning

Historien har vist, at både private og professionelle obligationsinvestorer har svært ved at få et afkast på linje med obligationsindekset. Ifølge afkaststatistikker fra det danske Investeringsforeningsråd er tendensen ens på både 3, 5, 7, og 10 års investeringshorisonter: Over alle perioder er medianafkastet for obligationsinvesteringsforeninger lavere end obligationsindekset. Ikke desto mindre har Adagio som målsætning at levere et afkast over 2-3 års perioder på minimum samme niveau, som J.P. Morgans danske obligationsindeks – vel at mærke *efter* alle omkostninger.

Nemt og bekvemt

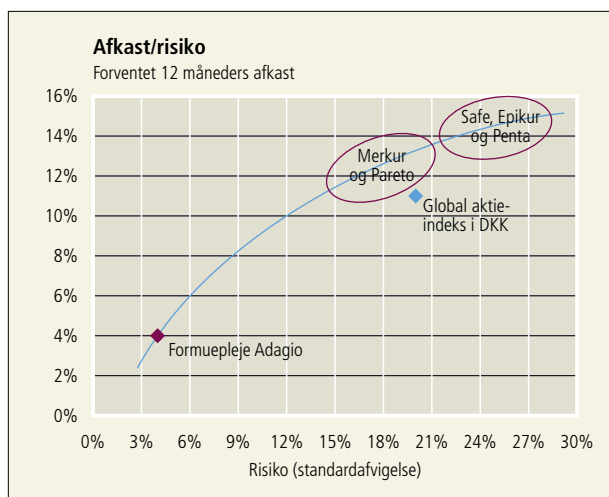
Obligationinvestering via Adagio giver en række fordele. Foruden en ambitiøs afkastmålsætning og det faktum, at konceptet er en nyskabelse i den danske investeringsverden, får De som investor flere fordele:

- Automatisk reinvestering af renter og udtrækninger uden en masse notaer.
- Stordriftsfordele på finansmarkedet ved prisstillelse og handelsomkostninger.
- Professionel porteføljepleje, hvor der investeres under hensyntagen til den forventede renteutvikling.

Mange investorer har af den ene eller den anden årsag behov for at modtage obligationsrenter. Det vil stadig være muligt med Adagio at modtage løbende indtægter, idet investeringsforeningen bl.a. skal udlodde renteindtægter. Det sker én gang om året efter generalforsamlingen.

Formuekombinationer

Med Adagio er det nu muligt at sammensætte en personlig investeringsprofil udelukkende ved brug af investeringsprodukter fra Formuepleje. Der er utallige formuekombinationer med Adagio og formueplejeselskaberne Safe, Epikur, Penta, Merkur og Pareto.



Det individuelle valg af risikoniveau er altid den afgørende faktor, og hvis De ønsker at få fortaget en Formueanalyse (se artiklen side 5), er De velkommen til at kontakte os.

På side 13 finder De flere oplysninger om Adagio.

Brian Leander, Direktør
Formuepleje AIS





Citat: Harry S. Truman,
amerikansk præsident 1884-1972.

Præsidenten var træt af, at hver gang han spurgte en økonom om et råd, fik han "sangen": "... på den ene hånd – på den anden hånd..."

Udtrykket dækker over det faktum, at økonomer ikke vil indrømme, at de er meget usikre på, hvad der faktisk kommer til at ske – for slet ikke at tale om usikkerheden ved at sende penge efter det.

Men det største problem med værdien af forecasts er, at økonomer skriver af efter hinanden. Denne flokmentalitet er undersøgt mange gange.

Det engelske finansministerium og Bank of England har tre gange de seneste 15 år undersøgt økonomers evne til at lave prognoser. I 1991-1994 undersøgte man ca. 40 økonomers evne til at forudsige BNP-væksten året efter. Ikke én ramte rigtigt. I 1999-2000 var der 43 økonomer, der deltog i den samme "øvelse". Deres forecasts lå mellem 0,5 pct. og 2,1 pct., men BNP blev 2,8 pct.

I sandhedens interesse bør det oplyses, at stort set *ingen universitetsøkonomer* i UK længere ønsker at lave forecasts, mens antallet af *bankøkonomer*, der laver forecasts – med stadigt større hyppighed – fortsat er *stigende* og fortsat rammer forbi.

We are probably wrong

For mere end 10 år siden tog Bank of England bladet fra munden i en artikel i The Economist og skrev om deres forecasts: "We are probably wrong." ¹⁾

Det gav mig idéen til – i stedet for de næsten med sikkerhed falske udsagn som: "aktier giver 9 pct. og obligationer giver 4 pct. i afkast i 2005" – at anvende et udfaldsrum, som til gengæld har en meget større grad af troværdighed.

Investeringens grundlov

- § 1 Afkast stiger med potensen af tiden.
- § 2 Risikoen stiger med kvadratroden af tiden.

Effekt: Langsigtede investeringer har langt det bedste afkast/risikoforhold.

Udfaldsrum

Et udfaldsrum bygger på blot to tal: et historisk afkast og en historisk spredning af afkastene fra år til år. Derudover skal man vide, at afkast stiger med potensen af tiden, men

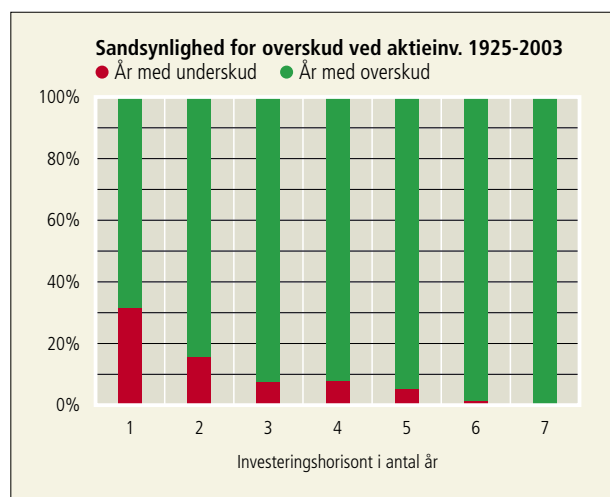
risikoen stiger kun med kvadratroden af tiden. Hvorefter man med forskellige grader af sikkerhed kan beregne, hvad et fremtidigt afkast vil ligge indenfor. Udfaldsrummet viser, at sandsynligheden for at få overskud klart stiger med tiden.

Men der dukker af og til videnskabelige artikler op, der kommer til den konklusion, at man *ikke* kan være sikker på at få overskud på aktieinvesteringer – uanset en investeringshorisont på både 40 og 50 år!

80 års statistik lyver ikke

Lad os tage den sidste påstand først: Er det rigtigt, at en investering i aktier på langt sigt ikke giver sikkerhed for gevinst?

Vi har undersøgt afkastet på danske aktier i alle 1-2-3-4-5-6-7-8-9-10-års perioder fra 1925-2003.



De faktisk målte resultater passer perfekt med investeringsgrundlovens teori om afkast og risiko.

På 1 års sigt gav/giver aktier underskud med 32 pct. sandsynlighed, på 2 års sigt med 15 pct. og på 5 års sigt kun med 5 pct. sandsynlighed. Men på 7 år sigt er der *ingen* perioder, der har givet underskud. Og på 6 års sigt er det kun sket *én gang på 80 år*, at en investering i danske aktier har givet underskud. Og det var i perioden fra 1998-2003!

I parentes bemærket kan det jo undre, hvorfor så mange økonomer havde en meget negativ holdning til aktier i 2003. Sandsynligheden for, at aktier skulle give samlet tab på 7 år var jo næsten ikke-eksisterende – hvis man kunne sin aktiehistorie.

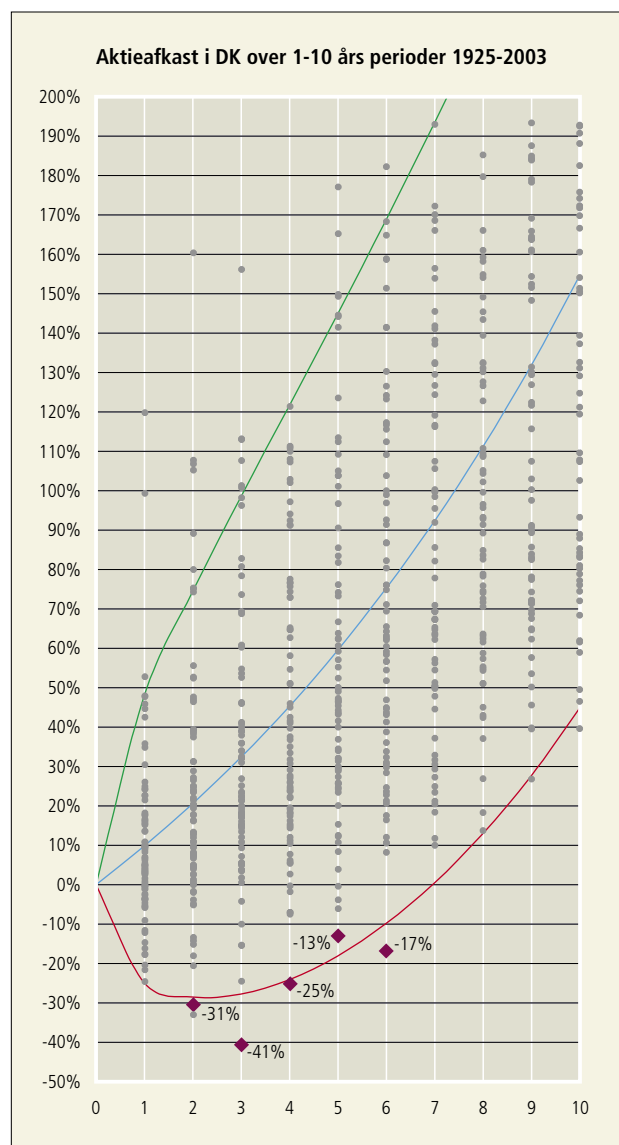
Konklusion: En investering i aktier har de seneste 80 år altid givet overskud med en investeringshorisont på minimum 7 år.

"Må jeg be' om en enarmet økonom!"

Udfaldsrummet – er det troværdigt?

Kan det være rigtigt, at man ved hjælp af to tal kan beskrive, hvordan afkast og risiko udvikler sig på både kort og langt sigt? Er udfaldsrummet troværdigt?

For at verificere troværdigheden af det statistiske udfaldsrum har vi plottet afkastene for alle 1-2-3-4-5-6-7-8-9-10-års perioder fra 1925-2003 ind i grafen nedenfor.



De i alt 750 periodeafkast danner et klart mønster. Afkastet inkl. udbytte for hele perioden 1925-2003 blev 9,8 pct. p.a.
2) Det er den blå linje. Spredningen på afkastet 3) blev 23 pct. p.a.

Teori og empiri – perfekt match

Med disse to oplysninger kan vi tegne et udfaldsrum, som ligger inden for den røde og grønne linje med 95 pct. sikkerhed. Over den grønne linje ligger 15 af observationerne – eller 2 pct. (15/750). Under den røde linje ligger 7 observationer – eller 1 pct. (7/750). Med andre ord fanger udfaldsrummet ca. 97 pct. af afkastene mod forventet 95 pct. Det er vist det nærmeste, man kommer troværdighed i forecasting.

Da ingen investorer kan lide tab, er det som kapitalforvalter altid den negative del af udfaldsrummet, vi er specielt opmærksomme på. Det er derfor særligt interessant, at 4 af de 7 observationer, der ligger neden for udfaldsrummet, blev målt ved udgangen af 2003. Set statistisk bør det give en aktuel up-sidemulighed.

We are probably right

Investorer elsker ekspertudsagn, der er klare – troværdigheden kommer i anden række. Hvorimod nuancerede udsagn, der indeholder en meget større sandhedsværdi, nemt drukner. Med udfaldsrummet – som vi har verificeret over en 80-års periode – kan vi nu tillade os at sige:

"We are probably right."

Nyt værktøj - Formueanalyse

Vi har brugt udfaldsrum i 10 år som budgetforecasts for Formueplejeselskaberne. I udfaldsrummet har vi kombineret teori og historik og nu indarbejdet det i et nyt værktøj: **Formueanalysen**, hvor vi ud fra investors individuelle holding til risiko og tidshorisont kan beregne forslag til porteføljesammensætning og et historisk og forventet udfaldsrum for den enkelte investors portefølje.

Formueanalysen udarbejdes uforbindende og uden vederlag. Kontakt en af vores Formuerådgivere og hør nærmere.

- 1) Financial Times, 22/6 2004: "Beware of economists with an air of certainty" af John Kay.
- 2) Spredningen på pro anno-afkast målt som standardafvigelse.
- 3) Claus Parum: "Aktieindeks, aktieafkast og risikopræmier", Skrift 98-7, IF, HHK; "Estimation af realkreditobligationsafkast i DK 1925-1998", Finans/Invest 1999/7; "Historisk afkast af aktier og obligationer i DK", Finans/Invest 1999/3. Egne data 1998-2003.



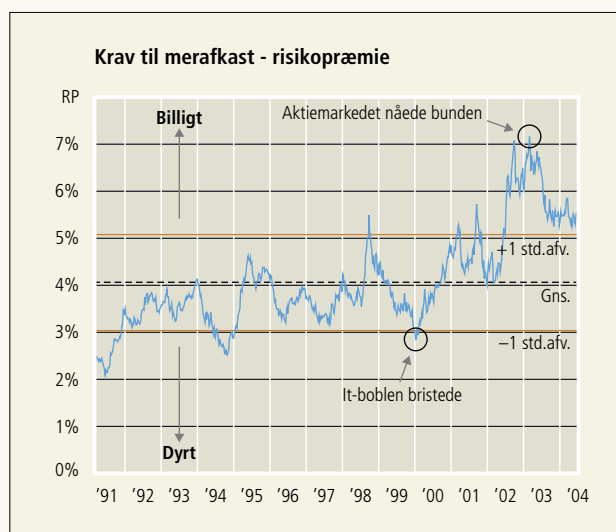
Kaptajnen og vandbæreren

Resumé

Regnskaber verden over taler deres tydelige sprog. Væksten er intakt. Den amerikanske motor har atter vist en formidabel evne til at trække den globale økonomi ud af dødvandet. Denne gang har det dog ikke været et soloridt. Den store trækraft har været den kinesiske hjælpemotor, der har bidraget med såvel billig produktion som købedygtige forbrugere.

Stærk vækst gav billigere aktier

Ikke kun USA, men også Japan og Europa har formået at levere vækstrater, som har overrasket selv de mest optimistiske prognoser. Alligevel har markedet ikke taget fremgangen til sig. I stedet har Den amerikanske Centralbanks rentestigninger og den høje oliepris fået investorer til at trække følehornene til sig. Dette har medført, at investorer til trods for økonomiens fremgang fortsat kræver et højt merafkast (risikopræmie) for at investere i aktier i forhold til obligationer.

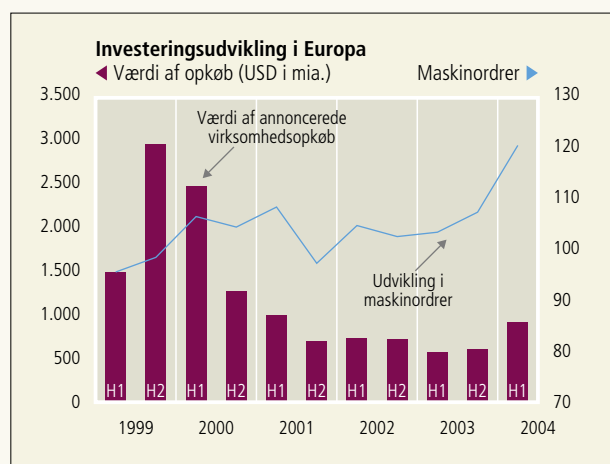


Europa er død – længe leve Europa!

Europa er i bedring. Regnskaber fra toneangivende europæiske selskaber melder om fortsat fremgang. Efter flere år, hvor virksomhederne har skåret omkostningerne helt ind til benet, er tiden nu kommet til atter at investere i nyt produktionsapparat og i virksomhedsopkøb. Lidt groft kan disse to tiltag opdeles som henholdsvis taktiske og strategiske investeringer.

Efter 3 års recession uden nævneværdige investeringer er det en nødvendighed, at virksomhedernes maskinparker opdateres eller udskiftes for at kunne leve op til nutidens skærpede krav. Samtidig har annoncerede virksomhedsopkøb primært haft til formål enten at købe sig til ekspertise eller markedsandele.

Hvis de europæiske virksomhedslederes faktiske handlinger, der illustreres af nedenstående figur, kan tages for pålydende, tyder meget på, at der atter er god grund til at tro på morgendagen.



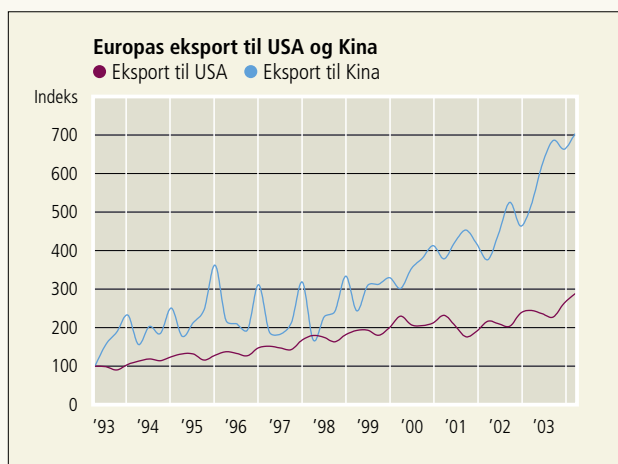
Det kinesiske fænomen

Uden Kina havde økonomien dog i dag set meget anderledes ud. Det kinesiske fænomen er ganske enestående. Nationen, der består af 1,3 mia. indbyggere, er under uigenkaldelig transformation fra kommunistisk feudal- til moderne industrisamfund. Fra overvejende at beskæftige sig med sporadisk landbrug og i de senere år at fungere som "verdens værksted" er Kina blevet en nation af forbrugere. Kina har i dag lige så mange købedygtige indbyggere (målt i vestlig standard), som Europa. Og antallet stiger ...

Hvad er prisen på risiko?

Fristet af en lav prisfastsættelse og høj vækst er det svært ikke at blive draget af afkastpotentialet i Kina. Investeringsmulighederne er mangfoldige. Gennem investeringsforeninger tilbydes der et alsidigt udvalg af "Kina-afdelinger", der giver investorer lejlighed til at placere investeringer direkte i denne blomstrende region.

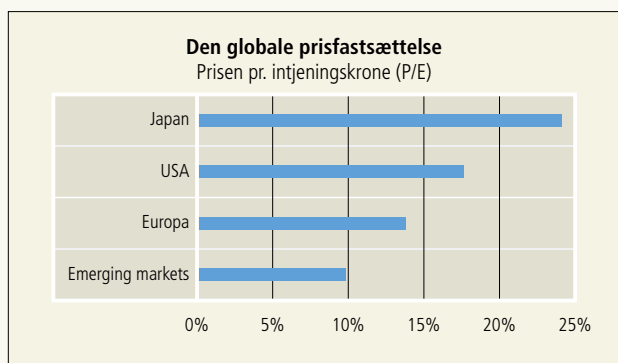
I Formuepleje har vi valgt en mere indirekte tilgang til Kina. Den store usikkerhed i det politiske system, et skrøbeligt banksystem og uigennemskuelige regnskaber betyder, at vi foretrækker at investere i vestlige selskaber, der profiterer af udviklingen i Kina.



Som det ses af figuren, har udviklingen i den europæiske eksport til Kina undergået en markant udvikling, og Europa er i dag Kinas vigtigste samhandelspartner. Mærkevarer (f.eks. LVMH), industrigoder (f.eks. ABB) og biler (f.eks. VW) er alle produkter, som Kina i stigende grad efterspørger.

Vi tror på Europa ...

I Formueplejeselskaberne er godt 60 pct. af aktieinvesteringerne placeret i europæiske selskaber. Grundlaget for vores valg er enkelt: Prisen for at deltage i det økonomiske opsving er billigere end i USA. Og det japanske aktiemarked, der står over for et gryende opsving, er som helhed fortsat dyrt.



Kaptajnen Lance Armstrong omgivet af sine vandbærere.

... med fokus på industri

Med godt 20 pct. af aktieporteføljen investeret i industrisektoren – overvejende den europæiske – er det inden for dette område, at vi forventer det største afkastpotentiale.

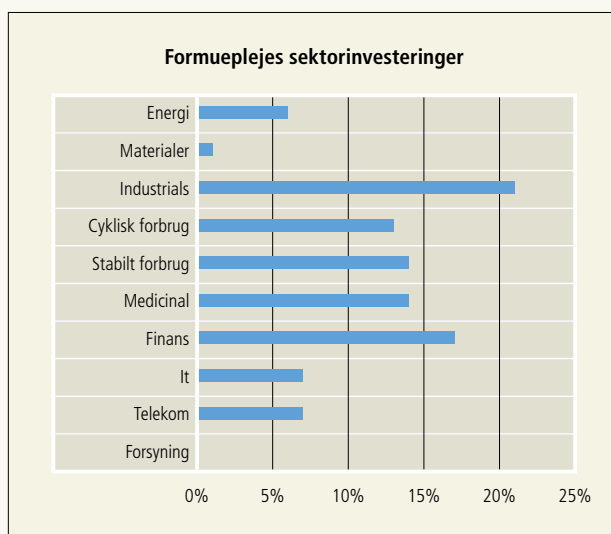
Tre forhold understøtter vores holdning:

- Optimismen blandt virksomhedsledere betyder, at der på ny investeres i nyt produktionsudstyr.
- "Reparationen" af industrisektorens balance er i vid udstrækning lykkedes.
- Kina vil fortsætte med at efterspørge produktionsudstyr, infrastruktur og kraft-/varmeværker.

Ikke alt er lige attraktivt

Nok er investeringslysten blandt industriledere atter stigende. Dette er dog ikke ensbetydende med, at alle investeringer er lige gode. Vores holdning er fortsat, at prisfastsættelsen på teknologisektoren under ét ikke kan retfærdiggøres ud fra en realistisk vækstforventning

Når dette er sagt, findes der dog fortsat en række interessante investeringsmuligheder i enkeltaktier (deraf vores it-sektorvægt på 7 pct.).



Vi tror fortsat på et godt aktieår

Det globale vækstbillede er atter intakt. Kaptajnen USA og vandbæreren Kina har med Japan og Europa fået nye bidragsydere. Vores vurdering er derfor, at hverken en renttestigning fra Den amerikanske Centralbank eller en fortsat høj oliepris kan afspore den positive udvikling i den globale økonomi.



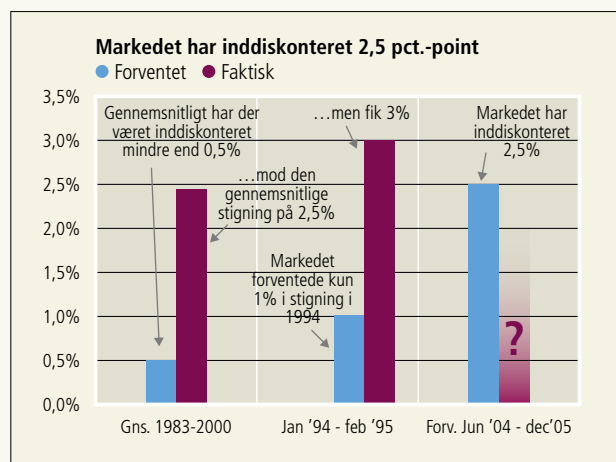
Resumé

Frygten for, at obligationsinvestorerne står over for et nyt kursfald som i 1994, er overdreven. Markedet har aldrig tidligere været så godt forberedt på rentestigninger som nu og vil ikke lade sig overraske. Det vil Formueplejeselskaberne heller ikke – andelen af højtforrentede 6 pct.-obligationer i selskaberne er blevet reduceret til fordel for korte flex-obligationer, og varigheden er dermed reduceret yderligere.

Efter at have fastholdt et historisk lavt niveau for den korte rente i mere end et år, hævede Den amerikanske Centralbank (FED) – *ganske som ventet* – renten til 1,25 pct.

Trækker det op til et nyt 1994?

Stigende renter er sjældent godt nyt for obligationerne, men det store spørgsmål er, *hvor stor effekt* en række rentestigninger vil have for obligationsmarkedet. Mange markedsdeltagere har en tendens til at søge efter viden i historien for at belyse aktuelle begivenheder. De kigger nu på begivenhederne i 1994, hvor FED hævede renten med 3 pct.-point over en kort periode. Resultatet var det værste år for obligationsinvestorer i 100 år. Men 2004 er ikke et nyt 1994!



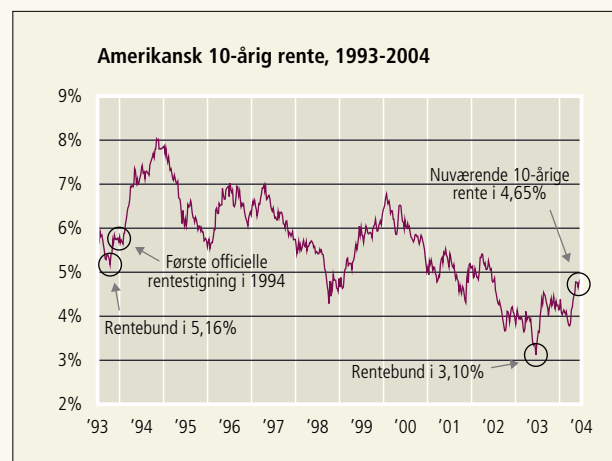
Der er mange forhold, der adskiller 2004 fra 1994. Inflation er en meget afgørende faktor, når vi analyserer renteniveauet og obligationskurser. Vi har tidligere – da markedet var skræmt af deflation – argumenteret for, at inflationen i USA vil være stigende. Moderat stigende – ikke galoperende, og her er der intet nyt.

I 1994, umiddelbart inden FED startede en række af rentestigninger, forventede markedet kun en stigning på godt 1 pct.-point. De faktiske 3 pct.-point i stigning kom derfor som et chok for obligationsmarkedet. I dag er der allerede inddiskonteret en stigning på 2,5 pct.-point eller 2 pct.-point mere, end hvad der gennemsnitligt har været inddiskonteret i perioder med rentestigninger siden 1983 – *markedet er således forberedt!*

Hvor er nulpunktet?

Siden markedets pessimisme var på sit højeste, og obligationsrenterne på deres laveste, er den amerikanske 10-årige statsrente steget over 1,5 pct. fra bunden på 3,1 pct.

I 1994 lå den 10-årige rente kun 0,4 pct. over det, der kan karakteriseres som rentebunden. Med en ti-årig rente på 4,7 pct. er renteniveauet i 2004 steget betydeligt siden rentebunden. Bekymringerne bør derfor ikke være, om vi oplever et nyt 1994, men snarere om markederne forventer for store stigninger.



Formueplejeselskaberne er beredt

Formueplejeselskaberne har forberedt sig til rentestigninger. Andelen af højtforrentede 6 pct.-obligationer er blevet reduceret til fordel for flex-obligationer med 1,5 og 2,5 års varighed.

Fordelen ved disse papirer er:

- En lav og *kendt* rentefølsomhed.
- Et relativt højt afkast givet den stejle rentekurve.
- Et merafkast i forhold til statsobligationer.

Kombinationen af højtforrentede obligationer og korte flex-obligationer giver en portefølje med lav varighed og et godt afkast, som sikrer, at rentearbitragen er intakt.



Banen er kridtet op

Resumé

Valutauro forårsaget af geopolitiske begivenheder og rentestigninger i USA og Schweiz giver et mudret billede af situationen for rentearbitragen. Målinger vejer tungere end meninger, når strategien for Formueplejeselskabernes valutafinansiering fastlægges, og vores holdning er klar. Strategien fastholdes med CHF som primær- og USD som sekundær finansieringsvaluta.

Kampen er fløjtet i gang

Andet kvartal 2004 har på mange måder været et hektisk kvartal med store bevægelser på valutamarkedet. Kvartalet bød på rentestigninger i både Schweiz og USA. Facit er nu, at:

- 3-måneders lånerenten i USA er 1,6 pct.
- 3-måneders lånerenten i Schweiz er 0,5 pct.

Den schweiziske rentestigning lå ikke umiddelbart i kortene, mens rentestigningen i USA var helt efter bogen. Valutamarkedet har længe varmet op til rentestigninger i USA, og nu er der endelig taget hul på begivenhederne – kampen er fløjtet i gang. På det ene hold har vi dem, der mener, at ubalancerne i den amerikanske økonomi kun kan kureres af en lavere USD. Modstanderne på den anden banehalvdel mener, at en stigende rente vil styrke USD. Dommer Greenspan har fløjten og forsøger at bestemme tempoet i kampen.

Vi er på det førstnævnte hold: En svagere USD er *den eneste* løsning på det massive underskud på betalingsbalancen.

Hvad med rentearbitragen?

Konceptet bag rentearbitragen i Formueplejeselskaberne er i bund og grund simpel – lån til en lav rente og investér til en *højere* rente. Schweiz og USA har indtil nu været karakteriseret som lavrentelande, og både CHF og USD har grundlæggende været overvurderet. Begge valutaer er afgørende elementer i fundamentet for rentearbitragen. Umiddelbart synes rentestigninger i begge lande at kaste grus i maskinen, og mediernes fokus på inflation og yderligere rentestigninger giver støj på linjen.

Men én måling er som bekendt bedre end 1000 meninger, så hvad siger tallene?

Fup eller fakta

De økonomiske nøgletal fra Schweiz fortæller en historie om en spirende økonomisk vækst, men en vækst, som har været negativ i en længere periode, og en økonomi, som befinder sig på et skrøbeligt stadium.

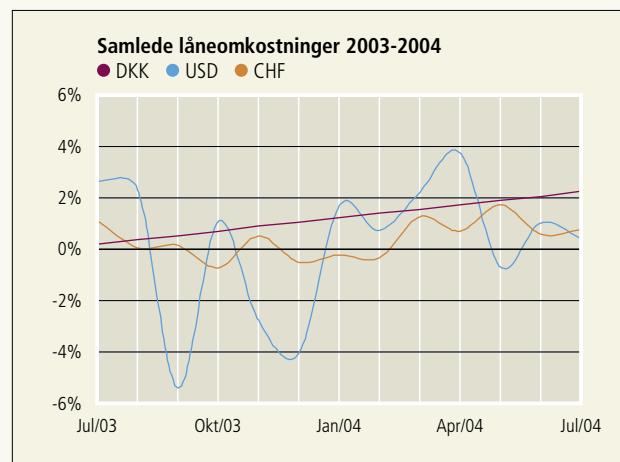
Fakta er:

- Inflationen er stigende, men lav – omkring 1,1 pct.
- Arbejdsmarkedet er kun i svag fremgang.
- Økonomien er stærkt afhængig af en afdæmpet valutaudvikling
- – hvilket den Schweiziske Nationalbank er vel vidende om.

Vender vi blikket mod Guds eget land, tegner der sig et helt andet billede. Væksten er stærk, og arbejdsmarkedet er i bedring. Men:

- 2004 er valgår.
- Underskuddet på betalingsbalancen har *aldrig* været højere – over 5 pct. af BNP.

En svagere USD vil gøre amerikanske varer billigere i udlandet, fremme eksporten og understøtte opsvinget. Rentestigningen i USA og en forventning i markedet om flere stigninger betyder, at USD bliver mindre interessant, vurderet ud fra den rene renteomkostning. Vores holdning til den fremtidige USD-kurs er dog klar – USD skal svækkes.



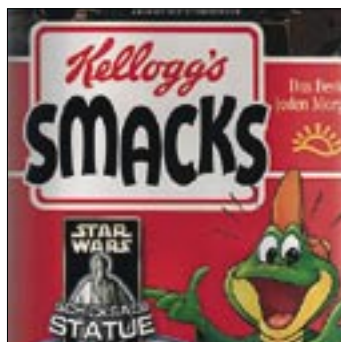
Resultatet på bundlinjen skal altid gøres op: Hvad giver *på lang sigt* den laveste finansieringsomkostning? På trods af valutauro og rentestigninger har USD og CHF været langt billigere at optage lån i end DKK på 1-års sigt. På 3- og 5-års sigt er konklusionen den samme.

CHF som sikker havn

Den schweiziske valuta har status som *Safe Haven* – en sikker havn. Det giver udsving i valutakursen, men samlet set kan det stadig ikke ødelægge billedet, og med USD som sekundær finansieringsvaluta giver CHF den optimale spredning på låneporteføljen.



Det virker for Kellogg's – virker det for investeringsforeninger?



Hvorfor er der reklamer for investeringsforeninger på danske banegårde, i luft-havne, på stadioner og på tv? Selvfølgelig fordi man har vurderet, at det tiltrækker kunder. Og det er vel godt – ikke? Ud over det flotte kunstneriske udtryk er to ting særligt interessante ved reklamerne:

- 1) Der er kun foreningens eksisterende kunder til at betale – og de er jo kunder i forvejen!
- 2) De fleste investeringsforeninger proklamerer, at de har det bedste hold af aktieguruer, og at netop deres investeringsproces betyder, at de kan skabe det bedste afkast af alle ...

Er alle bedre end alle?

Lad os lige dvæle ved et par lovmæssigheder på de finansielle markeder:

1 vinder = 1 taber

Det er umuligt for alle at opnå et afkast over gennemsnittet. Det gennemsnitlige afkast blandt alle investorer vil være det samme som markedsafkastet, fordi alle investorer sammenlagt udgør markedet.

En investering, hvor porteføljen sammensættes som aktiemarkedsindekset – også kaldet en *passiv investering*, vil netop give markedsafkastet før omkostninger.

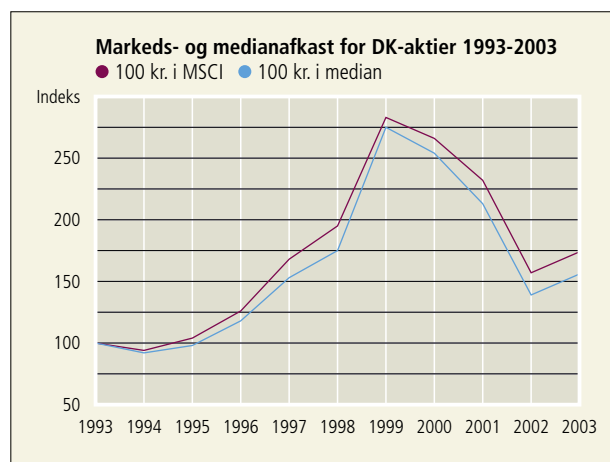
Halvdelen af de aktive investorer taber

Blandt dem, som undervejs aktivt køber og sælger aktier, vil halvdelen opnå et afkast dårligere end markedet. Her holder logikken også: Det gennemsnitlige afkast for alle *aktive investorer før omkostninger* vil nødvendigvis være lig med det gennemsnitlige markedsafkast.

Aktiv investering betaler sig ikke – i gennemsnit

Det er typisk dyrere at være aktiv investor (pga. købs- og salgskostninger samt skat), end det er at være passiv investor. Den aktive investors afkast efter omkostninger er derfor lavere, end den passive investors – i gennemsnit.

Antallet af handler eller omfanget af research kan ikke ændre på det. Det er som i et nulsumsspil, hvor gevinsterne omfordeles, men samlet opnås kun *markedsafkastet minus omkostninger*.



Hvem vil De sidde ved siden af?

Til et middagsselskab er der ingen tvivl om, hvem der kan berette de mest gribende historier og spændende anekdoter. Den meget aktive kapitalforvalter har nemlig altid en interessant historie at fortælle om den seneste, hurtige handel. At kunne "storytelle" er stærkt efterspurgt af medieerne. Så på markedsføringskontoen har den aktive kapitalforvalter et forspring.

Modsat forholder det sig med den mere passive kapitalforvalter, som måske ikke er så spændende at sidde ved siden af. Han kan berette om skattehensyn, omkostningsminimering, asset allocation, spredning samt køb- og beholdstrategier.

Den effektive omkostningshypotese

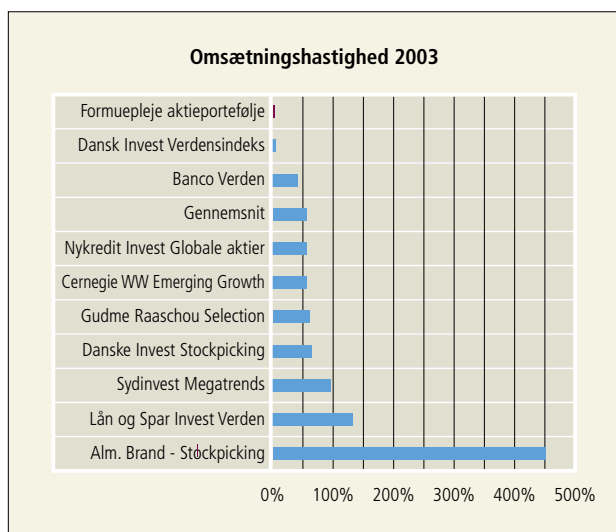
Prisen på en spændende historie er højere end prisen på en "kedelig", men da prisen er en omkostning for investor, kan det måske betale sig at "nøjes" med den kedelige historie. Sagt med kedelige ord: *Statistisk set er der en klar negativ sammenhæng mellem faste omkostninger og afkast*. Eller med andre ord: Inden for kapitalforvaltning får De, hvad De ikke betaler for, nemlig højere afkast på langt sigt!

Savner De spænding i tilværelsen?

I en undersøgelse af 3.560 amerikanske investeringsforeninger fandt analyseinstituttet Morningstar, at afkastet blandt investeringsforeninger med en omsætningshastighed under 20 pct. p.a. var væsentlig bedre, end blandt foreninger med en omsætningshastighed på 100 pct. p.a. Afkastet var ca. 1,6 pct. bedre hos de



lavest omsættende – pr. år i undersøgelsesperioden på 10 år. 1,6 pct. p.a. i 10 år = 17 pct. merafkast ved lav omsætning! En høj omkostningshastighed er sikkert spændende, men som undersøgelsen viser, går det ud over afkastet.



Kilde: Investeringsforeningsrådet og Formuepleje A/S

Men hvorfor ikke bare indeksere?

Når kun få kan slå markedet, og en indekseret investering samtidig har lave omkostninger pga. den lave handelsaktivitet, må man stille spørgsmålet, om indekseret investering ikke er den eneste rigtige tilgang til aktieinvesteringer? Svaret er "enkelt": både ja og nej.

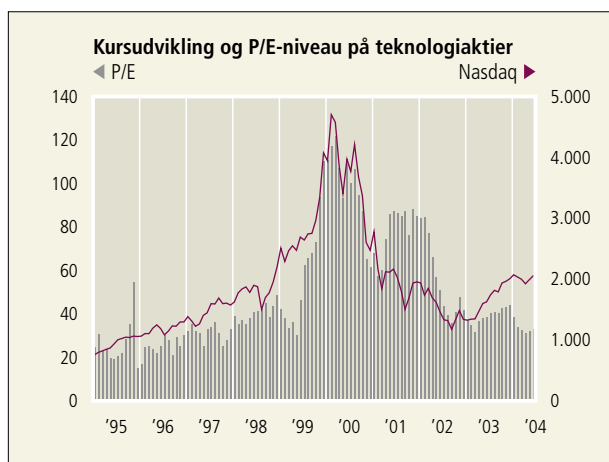
Formuepleje – aktiv på den passive måde

I Formueplejeselskaberne forsøger vi at få det bedste fra begge verdener. Indeksering af aktieinvesteringer er ikke uden problemer. Det betyder nemlig, at man hele tiden skal være enig i, at et givent aktieindeks altid er den bedste investering. Ved ren indeksering tvinges man til "blindt" at investere størstedelen af sin formue i de selskaber og sektorer, som har klaret sig godt og derfor fylder meget i indekset.



Kursudviklingen omkring teknologiboblen i 2000 er det klassiske eksempel, der viser de mørke sider af indeksering. For at følge verdensindekset skulle man i maj 2000 investere 22 pct. af formuen i teknologiaktier – på et tidspunkt, hvor disse aktier var historisk dyre!

1) Målt på kvartalsdata 1989-2004



Vores tilgang til aktive investeringer består i at tage stilling, før vi investerer – frem for alt til værdifastsættelsen af aktierne. Det giver i sig selv en anderledes sammensætning, end et tilfældigt aktiemarkedsindeks.

Dernæst består aktiviteterne i aktive investeringer i, at:

- evne at skille fakta fra holdninger
- besidde langsigtet disciplin
- have villighed til at ignorere flertallet og nogle gange have upopulære aktier i sine porteføljer
- anlægge og følge en langsigtet strategi.

Vi giver os ikke i kast med kortsigtede investeringer på aktiemarkedet – omkostningerne og skat bliver for omfattende. Det fremgår ligefrem af selskabernes formålparagraf, § 2, at "Selskaberne foretager langsigtede porteføljeinvesteringer."

Kald det bare kedeligt

Strategien for aktieinvesteringerne er derfor anlægsorienteret med en tidshorizont på minimum 3 år. Målsætningen er at ramme konjunkturbølger, hvor vores vurdering af branchers over- eller undervurdering spiller en stor rolle. Det giver en lav aktieomsætning og dermed også lavere omkostninger. Det lyder måske ikke så interessant, men igen, inden for kapitalforvaltning får De, hvad De ikke betaler for, nemlig højere afkast på langt sigt!

Aktivitet er mange ting

Succesinvestoren Warren Buffett bliver slået af indekset ca. 40 pct. af tiden¹⁾. Under teknologiboblen i sluthalvfemserne blev Buffett kaldt en overflødig dinosaur og dømt færdig i branchen. Siden er det gået anderledes. Moralen er:

Hvis man vil slå markedet på langt sigt må man være forberedt på perioder, hvor afkastet kan være knapt så prangende.



The optimist sees opportunity in every danger; the pessimist sees danger in every opportunity.

Winston Churchill

Risiko i den finansielle verden er – som i andre af livets forhold – lig med usikkerhed. Jo mere risiko man påtager sig, desto mere står man til at tabe eller vinde. Risiko skal ses i forhold til en tidshorisont, idet resultaterne kan være meget forskellige på forskellige måletidspunkter.

På kort sigt er aktier meget svingende og afkastet meget usikkert. Hvis en investor f.eks. den 1. januar 1987 investerede 100 kr. i amerikanske aktier, havde han 9 måneder senere en formue på 141 kr. 19. oktober samme år indtraf et af historiens største kursfald, da markedet på én dag faldt ca. 20 pct. Det betyder, at vores investor på denne dag kun havde 90 kr. Han var heldigvis bortrejst i perioden, og da han kiggede på investeringen efter 5 år, var den vokset til 165 kr. Det svarer til et gennemsnitligt afkast på lidt over 10 pct. p.a.

En analyse af Formueplejeselskabernes resultater viser den samme tendens. På kort sigt kan kursudsvingene være store – belønningen er et højt gennemsnitligt afkast på lidt længere sigt.

Risikovurdering: Hvilket æble vælger De?

At kalkulere risikoen ved en investering betyder, at man vurderer potentialet i form af det forventede afkast og sammenholder det med den usikkerhed, som ligger i investeringen.

If no one ever took risks, Michelangelo would have painted the Sistine floor.

Neil Simon

At begrænse sin risikovurdering til blot at sige, at investeringen kan gå galt, og at man kan tabe penge, er alt for unuanceret. Kunsten er at finde en metode, der kan anskueliggøre og kvantificere risikoen. På samme måde, som man vurderer risikoen ved at køre bil eller rejse med fly – worst case er alvorlig, men vi ved godt, at worst case kun sker meget sjældent, og at der kan opnås meget ved at påtage sig en kalkuleret risiko.

Det er svært at forestille sig en verden, hvor risiko ikke inddrages i beslutninger – vurder f.eks., hvilket æble De ville vælge på træet. Det er ikke altid, at det største æble er det mest attraktive, alt taget i betragtning.



Hvilket æble vælger De? Sammenholdt afkastet med den usikkerhed, som investeringen indebærer. Det største æble er ikke altid det mest attraktive!

Sandsynlighed

Moderne risikoteori tog sin begyndelse i 1700-tallet, da det blev klart, at resultatet af en given handling kan forudses ved hjælp af sandsynlighedsregning. Hvis man kaster en terning, er der 1/6 sandsynlighed for, at terningen viser 1 osv. Sandsynlighedsregningen er siden blevet forfinet, og i dag regner man med middelværdier, standardafvigelse og beregner udfaldsrum med forskellige grader af sikkerhed.

Som eksempel kan vi tage den københavnske metro – efter nogle indkøringsproblemer kører over 95 pct. af togene til tiden. De sidste 5 pct. er fordelt på forsinkelser af forskellig varighed, men der er væsentligt flere små forsinkelser, end forsinkelser på mere end en ½ time. Hvis man måler forsinkelserne over længere tid, kan man se, at den gennemsnitlige forsinkelse er kort, og at de derudover fordeles sig jævnt på begge sider af gennemsnittet.

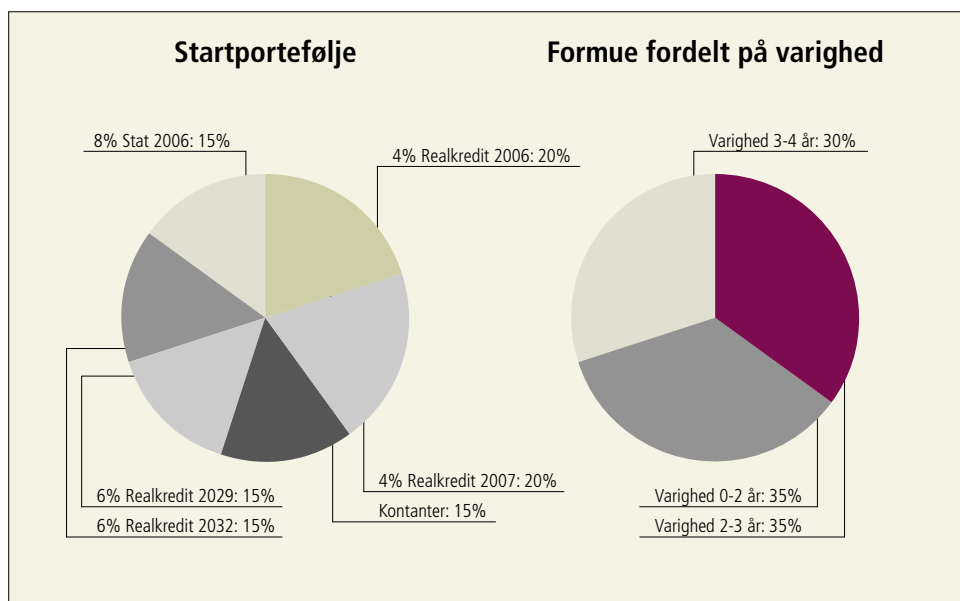
Det er den samme matematik, Formuepleje anvender til at estimere risikoen ved en given investering.

Formueanalyse

Formuepleje kan uforbindende foretage en analyse af Deres portefølje, der blandt andet indeholder en kvantificering af risikoen i kroner, så De har et godt billede af det mest sandsynlige resultat – men også et overblik over både best og worst case. Målet er, at De bliver i stand til at se mulighederne i de udsving, som markederne udsætter os for. Som investor bør man nemlig altid påtage sig en kalkuleret risiko, hvis belønningen er attraktiv, men til gengæld undgå risici, som man ikke kan gennemskue. Se også artiklen: *Den enarmede økonom* på side 4.



Der er udsigt til, at renteniveauet på obligationsmarkedet stiger de kommende måneder. Centralbankerne i både USA, Europa og Japan har i det sidste års tid fastholdt de laveste udlånsrenter i flere årtier. I USA skal man f.eks. helt tilbage til 1958 for at finde noget tilsvarende. Men nu er den økonomiske vækst på vej op – i USA er den faktisk på det højeste niveau i 20 år. Det vil uden tvivl medføre en let stigende inflation, ligesom de senere års markante produktivitsfremgang i fremtiden bliver mindre.



Renterisiko på det halve

Med udsigt til stigende renter i både korte og lange obligationer vil porteføljestrategien i Adagio derfor være til den forsigtige side. Faktisk vil Adagios renterisiko i starten blive omkring det halve af afdelingens benchmark, som er J.P. Morgans danske obligationsindeks. Fordelingen på varigheder ud fra startporteføljen fremgår af grafen øverst til højre.



Køb og salg

Ved køb eller salg af andele i Adagio er De naturligvis velkommen til at kontakte Formuepleje. Vi hjælper med gennemførelse af handlen, ligesom vores formuerådgivere altid er klar til at yde den nødvendige rådgivning.

Faktaboks

Stiftet 24. maj 2004
 Fondskode DK0016271638
 Afdelingens CVR.-nr. 27 63 52 96
 Stykstørrelse kr. 100.000 pr. andel
 Kategori Danske obligationer
 Type/udbytte Udbyttebetalende
 Notering Unoteret
 Emissionstillæg 0,10 % til indre værdi.
 Emissionsfradrag 0,10 % fra indre værdi.

Afkastmål

Det er den professionelle målsætning over 2-3 års perioder at levere et afkast, der *efter alle omkostninger* i afdelingen som minimum er på niveau med det målte afkast *for omkostninger* i J.P. Morgans danske obligationsindeks.

Flere informationer

På vores hjemmeside www.formuepleje.dk kan De finde flere oplysninger om den nye investeringsforening. De kan bl.a. hente prospekt, vedtægter og brochure, ligesom der findes information om den skattemæssige side ved investering i Adagio.

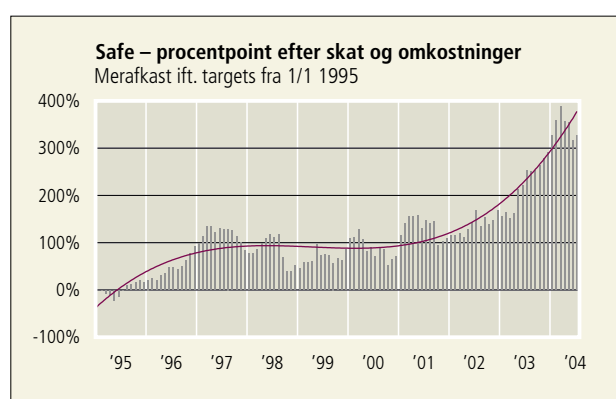


To fluer med et smæk?

Formueplejeselskaberne

Formueplejeselskaberne har forskellige investeringsprofiler – fra Formuepleje Pareto, der investerer 100 pct. i obligationer til Formuepleje Penta, som normalt altid vil have 100 pct. af egenkapitalen placeret i aktier. Derfor er selskabernes individuelle targets mere eller mindre aktie- og obligationsafhængige.

Men generelt vil vi gerne løse det evige investordilemma: Hvor meget skal jeg placere i aktier og hvor meget i obligationer? Ved at placere pengene i et Formueplejeselskab siger vi på, at aktionærene får *både* afkastet fra aktiemarkedet og fra obligationsmarkedet med *én* investering. Når det lykkes er dilemmaet løst – godt og vel.

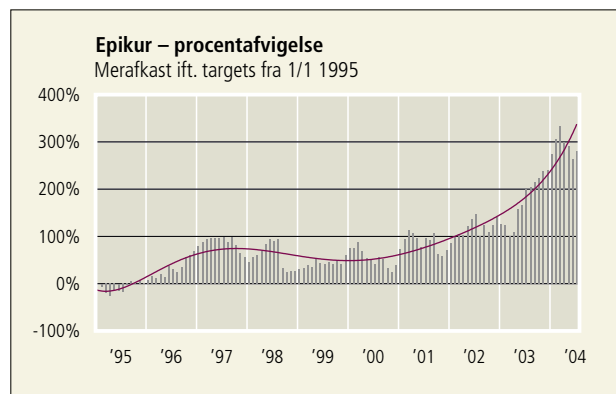


Men er det muligt?

I graferne er vist afkastet i det enkelte selskab efter skat og omkostninger, og herfra er trukket afkastet fra det globale aktieindeks og afkastet fra det danske obligationsindeks.

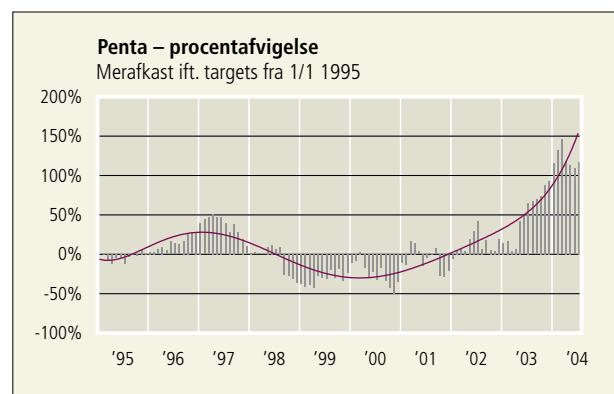
I den første graf for Formuepleje Safe er regnestykket følgende:

Afkast fra 1/1 1995 -1/7 2004:	507 %
- afkast fra obligationsindeks:	-110 %
- afkast fra aktieverdensindeks:	-71 %
Merafkast	+ 326 %

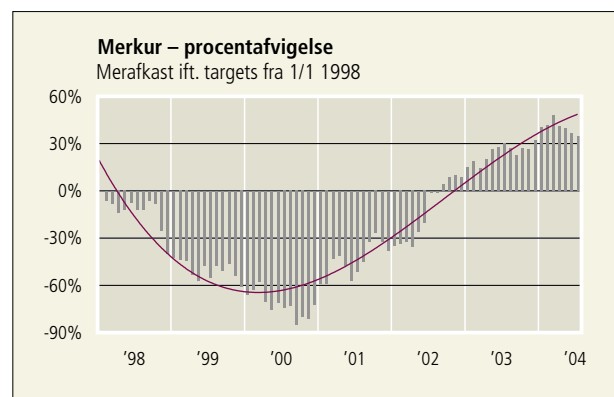


I perioden fra 1996 til 1997 klarede selskaberne sig generelt bedre end dobbelttarget, hvorefter de i 6-års perioden fra 1997-2003 lå nogenlunde på linje. Fra starten af 2003 til nu har alle selskaber distanceret sig klart fra targets.

Blandt de tre gamle selskaber har Formuepleje Penta givet det mindste merafkast ift. dobbelttarget, hvilket skyldes den største aktieandel af de tre selskaber.



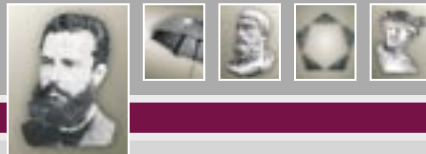
Formuepleje Merkur, som fra starten i 1998 fokuserede på små danske aktier, fik en vanskelig start, men selskabet er i dag overvejende et fund-of-fund-selskab med fokus på investering i de fire andre Formueplejeselskaber, og dette selskab slår nu også dobbelttarget.



Også det 100 pct. obligationsbaserede selskab Formuepleje Pareto har siden selskabets start i juli 1999 slået dobbelttarget med 85 pct.-point.

Selskaberne bliver på de enkelte faktasider, 15 til 19, målt mod de individuelle targets, men det er interessant at konstatere, at alle selskaber også slår det generelle dobbelttarget: aktieindeks + obligationsindeks – når blot man ser investeringerne over 3-5-årsperioder.

Formueplejeselskaber: to fluer med et smæk!



Target: 250% * obligationer + 0% * aktier

Indre værdi: 189,4 Budget juni 2005: 215

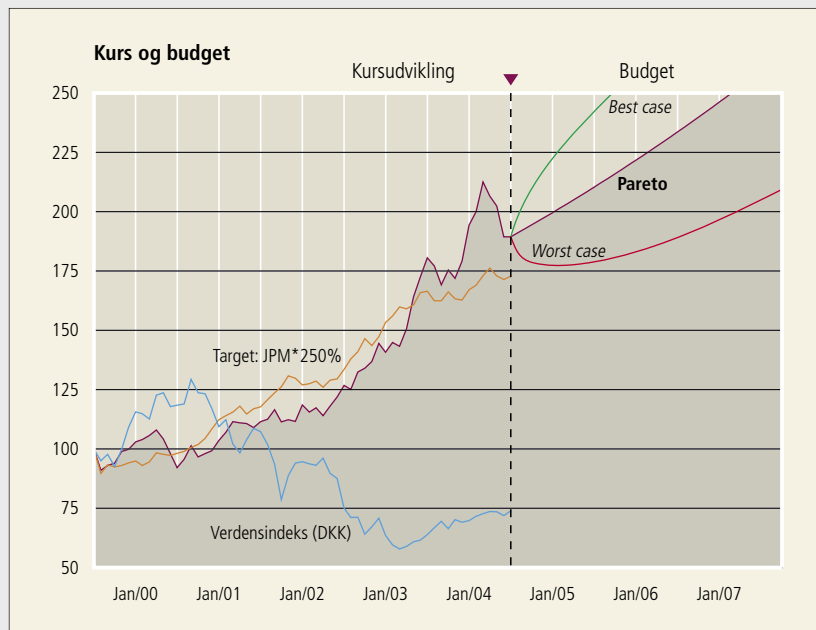
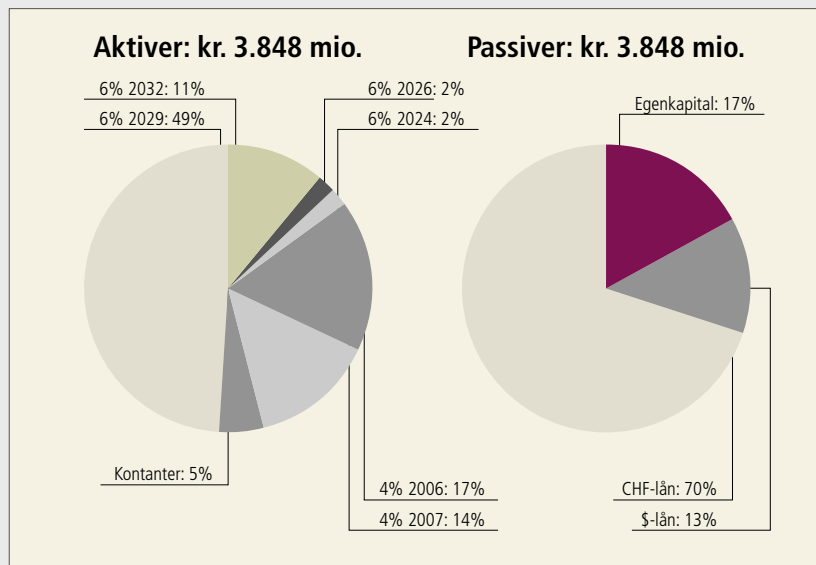
Rentestigningerne ligger i kurserne

Obligationsmarkedet var nervøst i andet kvartal, og i forhold til første kvartal har tendensen været et sivende marked med små kursfald til følge.

Forventningerne til en betydelig rentestigning er allerede reflekteret i prisniveauet, og da renteforhøjelsen fra såvel den schweiziske som den amerikanske centralbank kom, faldt der mere ro over markederne.

Mindre udtræk på obligationerne

Det generelt lavere obligationsmarked giver lavere udtræk på beholdningen af 6 pct.-obligationer. Foreløbige tal indikerer udtræk i den lave ende til oktoberterminen, hvilket understøtter kurserne. Kursstigninger sidst i kvartalet har givet mulighed for en delvis omlægning af beholdningen fra 6 pct.-obligationer til korte flex-obligationer. Selskabet er dermed tilpasset en evt. yderligere stigning i renten.



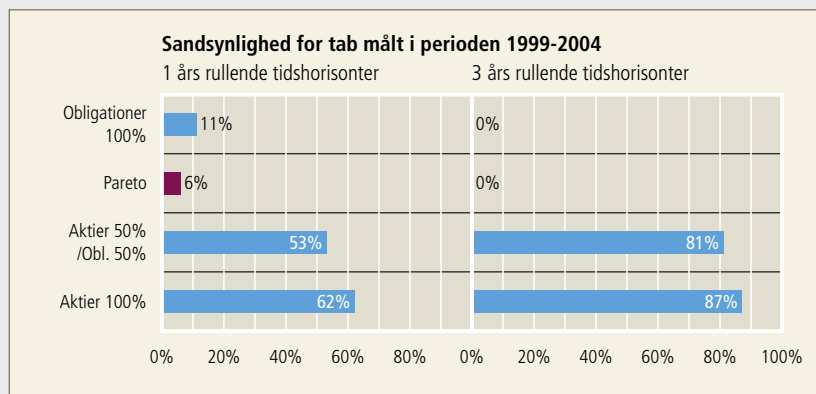
Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 250 pct. 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	3,9 %
1%-point i lånerente	3,3 %
1% valutakursændring	3,3 %





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 94,1 Budget juni 2005: 107

Markedet var nervøst

Indre værdi faldt i andet kvartal med 5 pct. I år er afkastet 2 pct., mens de seneste 12 måneders afkast er 20 pct. Udsigt til en række rentestigninger fra Den amerikanske Centralbank satte både obligations- og aktiemarkedet under pres. En opblussen af urolighederne i Mellemøsten medførte samtidig en styrkelse af CHF og dermed tab på Safes fremmedfinansiering.

Obligationer – den store udfordring

Gode regnskaber understøtter vores vurdering af, at aktiemarkedet fortsat er attraktivt prisfastsat. I takt med, at væksten i økonomierne har fået fodfæste, er obligationsmarkedet derimod stillet over for nye udfordringer. Vi har derfor løbende omlagt en del af obligationsbeholdningen til papirer af kortere løbetid.

Aktietegning på kr. 290 mio.

173 aktionærer valgte at deltage i selskabets seneste aktieemission. Der blev i alt tegnet for kr. 290 mio. svarende til knap kr. 1,7 mio. pr. investor.

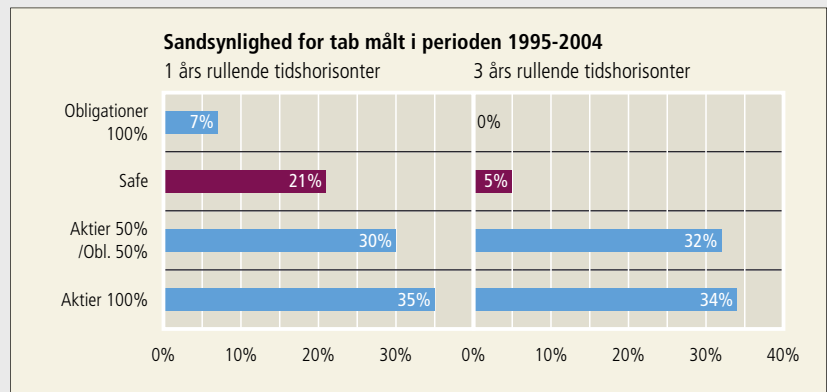
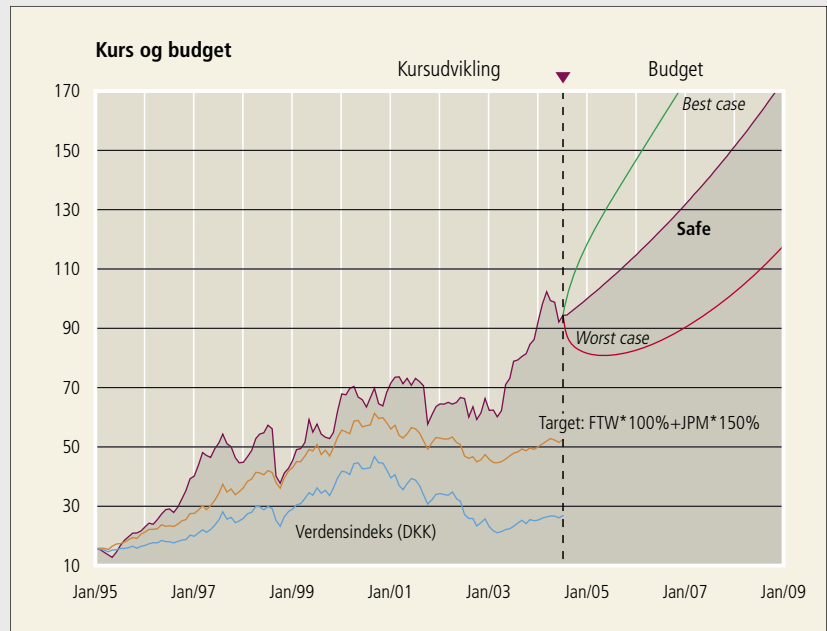
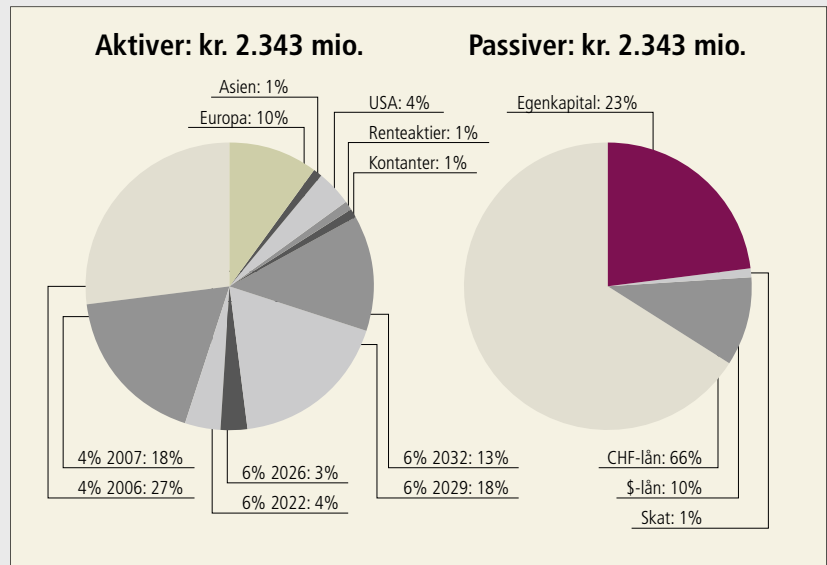
Target = afkastmål

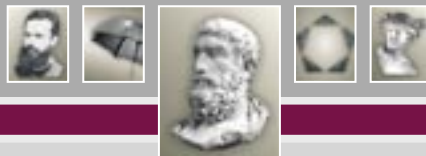
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 150 pct. af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 100 pct. af Financial Times' aktieindeks for globale aktier før skat.

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	2,6 %
1%-point i lånerente	2,4 %
1% valutakursændring	2,4 %





Target: 125% * obligationer + 125% * aktier

Indre værdi: 415,2 Budget juni 2005: 473

Uro i andet kvartal

Stærk vækst i virksomhedernes indtjening og gode økonomiske nøgletal gjorde det klart for markedet, at Den amerikanske Centralbank ville indlede en række rentestigninger. Resultatet blev sivende aktier og stigende renter. Efter et udfordrende andet kvartal, hvor indre værdi faldt 3,6 pct., er afkastet i år til dato 4 pct. Afkastet de seneste 12 måneder er 24 pct.

CHF som tilflugtsvaluta

Nye uroligheder i Mellemøsten betød, at investorer atter søgte ly i CHF. Dette betød en styrkelse af- og dermed et lille tab på selskabets fremmedfinansiering, der for størsteparten baserer sig på CHF-lån.

Lavere renterisiko

Med forventning om fortsat stigende renter har vi igennem kvartalet gradvist omlagt vores obligationsbeholdning i retning af lån med kortere løbetid og dermed lavere renterisiko.

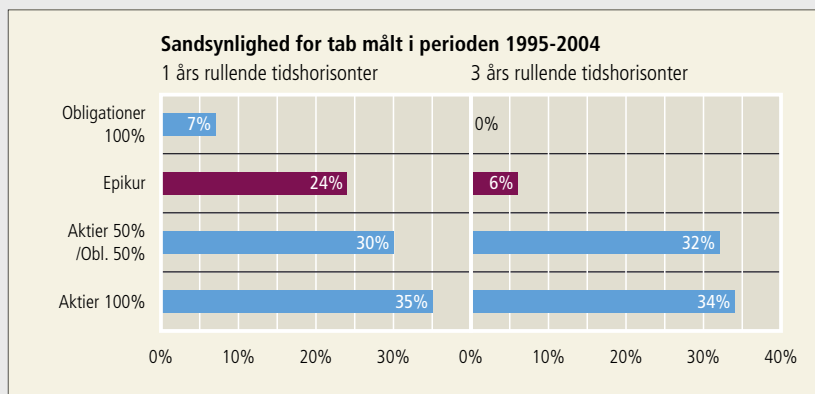
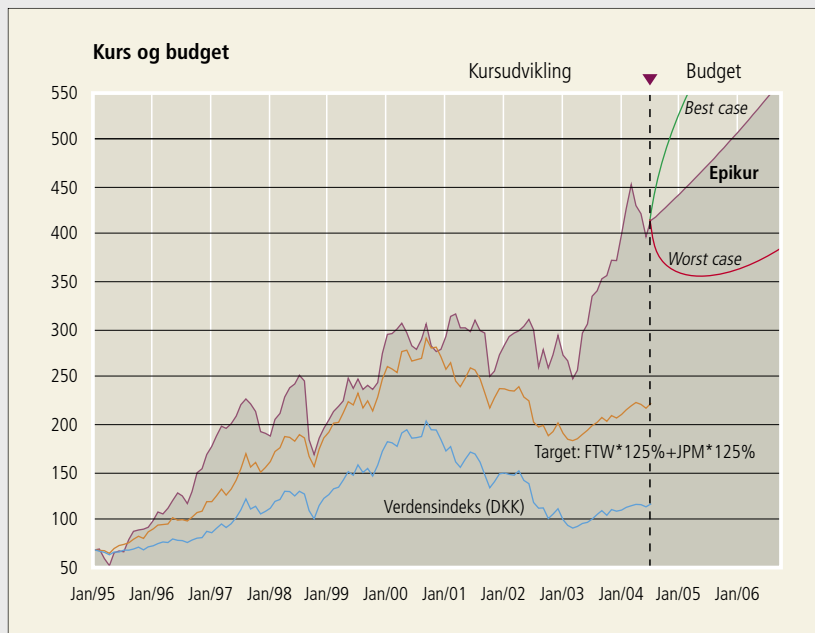
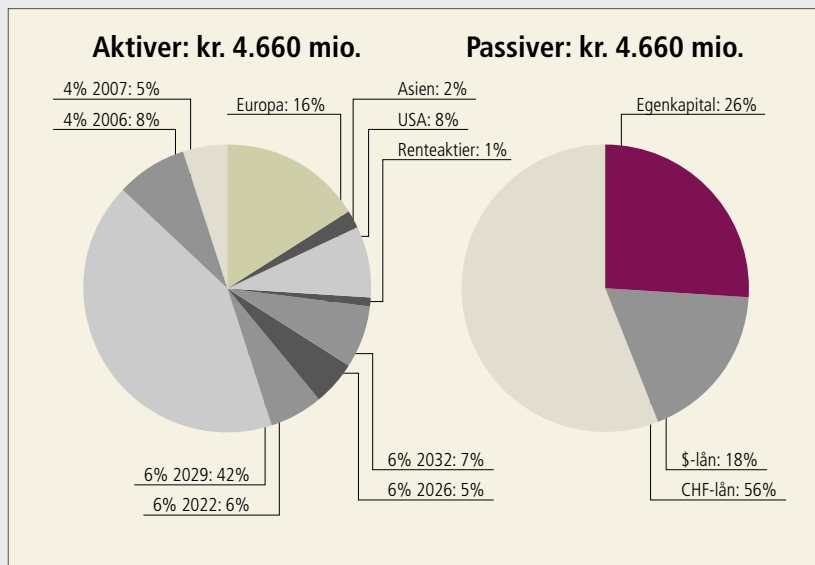
Target = afkastmål

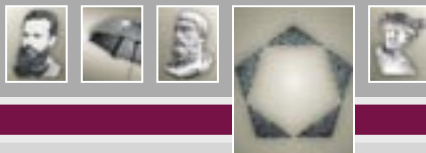
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 125 pct. af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat *plus* 125 pct. af Financial Times' aktieindeks for globale aktier før skat.

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	1,0 %
1% i obligationskurs	2,0 %
1%-point i lånerente	2,1 %
1% valutakursændring	2,1 %





Target: 75% * obligationer + 150% * aktier

Indre værdi: 234,2 Budget juni 2005: 269

Fokus på rentestigninger

Økonomisk fremgang og stærke regnskaber fjernede ikke fokus fra Den amerikanske Centralbank og de kommende rentestigninger. Det betød let faldende aktiekurser og stigende renter. Pentas indre værdi faldt dog med beskedne 0,7 pct. i kvartalet. Afkastet har været 4 pct. i år til dato og 14 pct. over de seneste 12 måneder.

Aktiemarkedet blev billigere

Høje vækstrater i virksomhedernes indtjening i USA, Europa og Japan understøtter vores vurdering: Vi er midt i et økonomisk opsving. Fokus har dog været rettet mod rentestigninger og en høj oliepris. Rentestigningerne er indledt, og olieprisen er faldet en smule, og vi forventer, at fokus atter vil rette sig mod fremgangen i det globale erhvervsliv.

Den store udfordring ...

Efter en periode med lave renter indledes nu en "normalisering" af renteniveauet. Vi har derfor igennem det seneste kvartal omlagt en betydelig del af selskabets obligationsbeholdning til obligationer med lavere løbetid og dermed reduceret renterisiko.

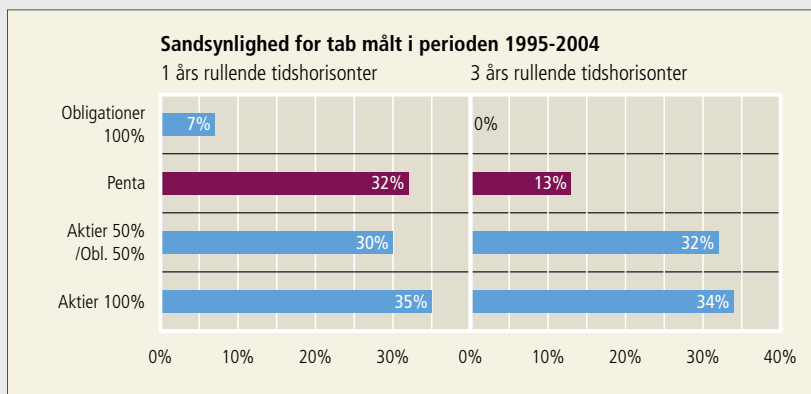
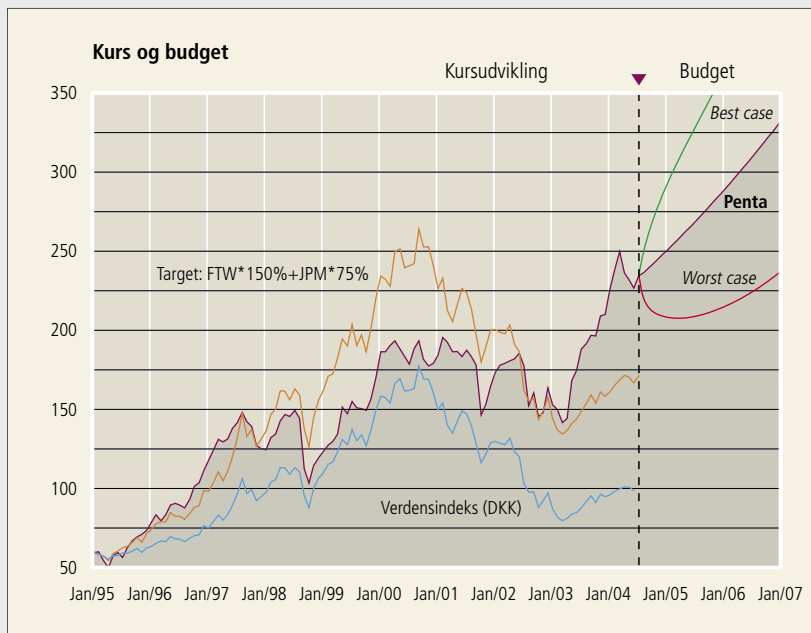
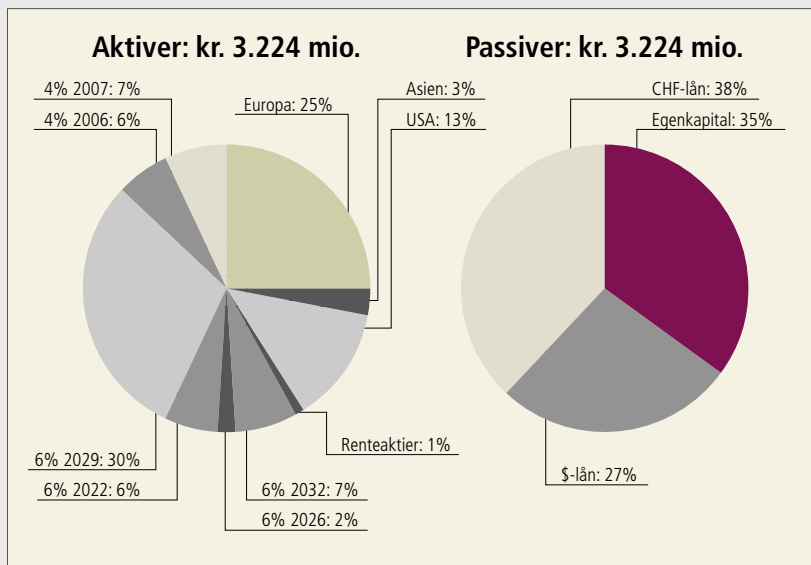
Target = afkastmål

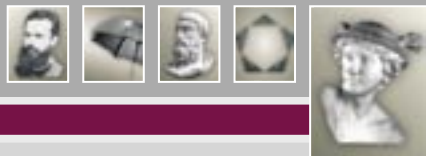
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 75 pct. af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 150 pct. af Financial Times' aktieindeks for globale aktier før skat.

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	1,2 %
1%-point i lånerente	1,4 %
1% valutakursændring	1,4 %





Target: 175% * obligationer + 75% * aktier

Indre værdi: 183,6 Budget juni 2005: 205

Bedre end target

Uroen på de finansielle markeder påvirkede selskabet negativt i 2. kvartal og betød, at afkastet fra årets start blev reduceret til 1,4 pct. Målt på 12 måneders sigt har Merkur givet et afkast på ca. 13 pct., og på det helt lange sigt er selskabet stadig bedre end sit target og langt foran verdensindekset.

Usikkert marked

I løbet af 2. kvartal havde både valuta- og obligationsmarkederne svært ved at bedømme styrken af dels det globale opsving, og dels de kommende rentestigninger fra den amerikanske centralbank. Overbevisningen om, at opsvinget er indledt, og at vi står over for en rentestigningsperiode, fik dog endelig overtaget.

Vores holdning er fortsat klar: Opsvinget er kommet for at blive, inflationen er under kontrol og rentestigningerne vil derfor komme i et behersket og kontrolleret tempo.

Det er Merkurs rentearbitrage indstillet på.

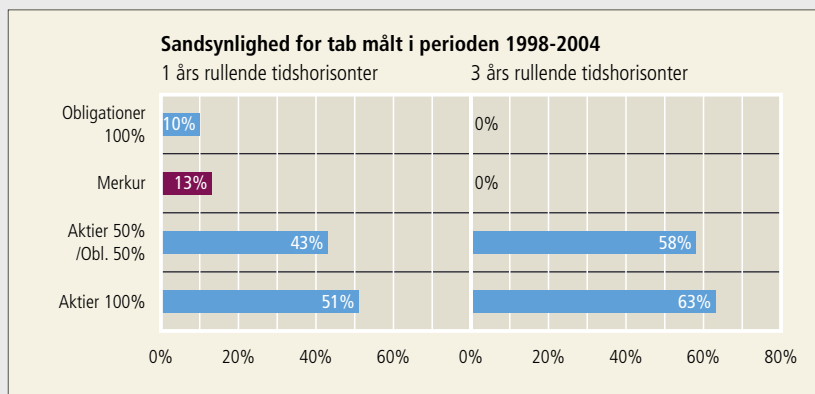
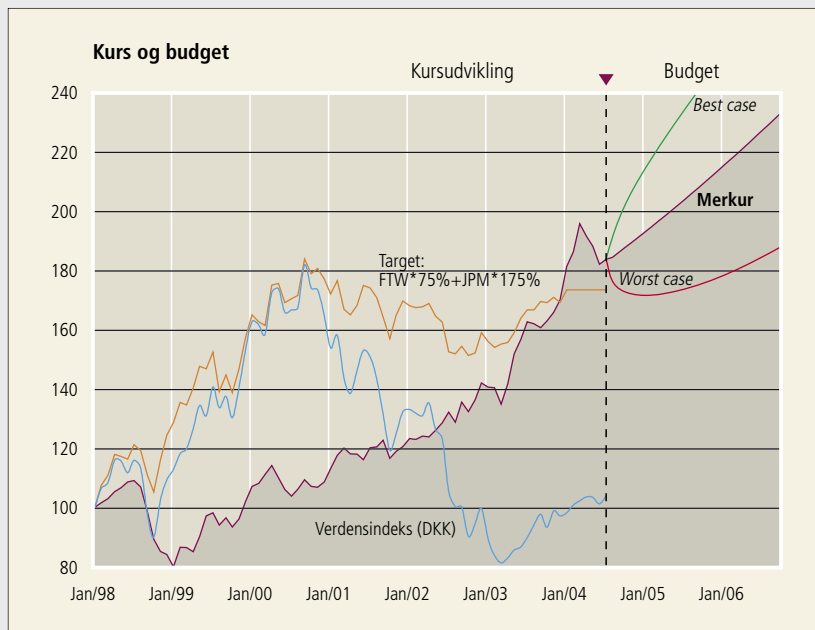
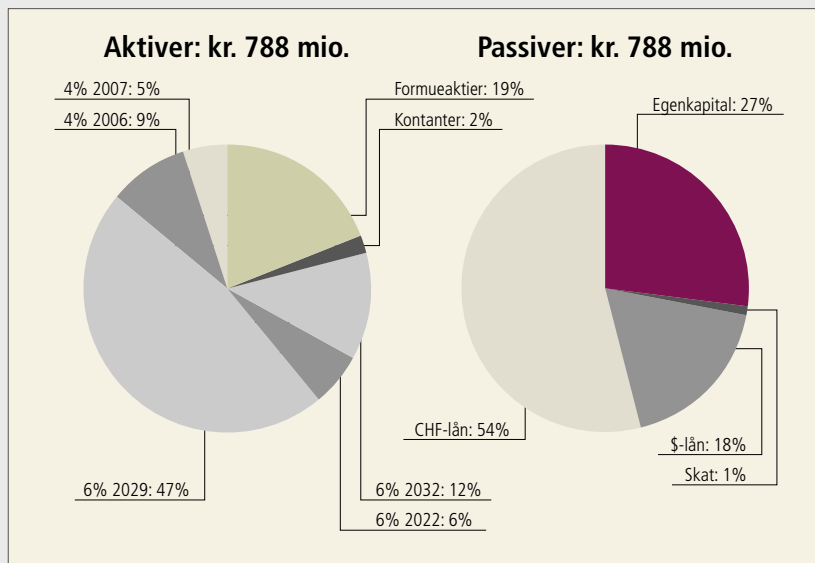
Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 175 pct. af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat *plus* 75 pct. 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	0,5 %
1% i obligationskurs	2,1 %
1%-point i lånerente	1,9 %
1% valutakursændring	1,9 %



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.



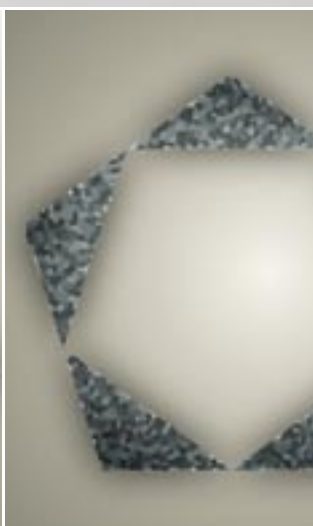
PARETO



SAFE



EPIKUR



PENTA



MERKUR

Management &
Investor Relations

FORMUE PLEJE
SELSKABERNE

Tlf.: 86 19 59 11

www.formuepleje.dk

e-mail: 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

e-mail: formuepleje@formuepleje.dk