

# Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer

22.10.2008 • Redegørelse til investorer i Hedgeforeningen Jyske Invest

---

## Redegørelse til investorer i Hedgeforeningen Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer

I oktober 2007 lancerede Hedgeforeningen Jyske Invest afdelingen Jyske Invest Hedge Markedsneutral - Obligationer. På det tidspunkt var det vores klare vurdering, at afdelingens investeringsstrategi ville kunne skabe attraktive afkast til vores investorer. Efter en planmæssig start er kursen på afdelingens beviser, som følge af den verdensomspændende finanskriser, der også har ramt danske realkreditobligationer, faldet til et niveau omkring kurs 20 (22. oktober 2008 kl. 12.00). Der kan først handles i afdelingen den 5. november 2008. Derfor skal investorerne være opmærksomme på, at kursen kan se anderledes ud til den tid (læs mere side 3, afsnit 3). Vi har oplevet en finanskriser med et omfang, som ikke er set i nyere tid. Krisen har også ramt adskillige andre hedgefonde og finansinstitutioner i hele verden.

Fra hedgeforeningens bestyrelse beklager vi udviklingen og i særdeleshed det meget store tab, som afdelingens medlemmer har lidt.

I lyset af udviklingen og de nuværende markedsforhold har afdelingen nedbragt beholdningen af danske realkreditobligationer markant, så den er afstemt med den tilbageværende formue.

Samtidig har vi i bestyrelsen i overensstemmelse med vedtægternes bestemmelser besluttet at foretage en tilpasning af afdelingens investeringsstrategi, således at muligheden for et attraktivt fremtidigt afkast bevares. Det skal understreges, at der også fortsat er en væsentlig risiko.

Bestyrelsen har i den forbindelse besluttet at opsiges rådgivningsaftalen med afdelingens investeringsrådgiver, Nordic Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Vi understreger, at tabet i denne afdeling ikke berører investeringer i andre foreninger og/eller afdelinger under Jyske Invest.

### Afdelingens investeringsstrategi

Den investeringsstrategi, vi sammen med afdelingens rådgiver, Nordic Asset Management, valgte i 2007, bestod i at købe obligationer med højt afkast, typisk danske realkreditobligationer, som belånes til en lavere rente, for derved at skabe et løbende afkast. Der opstår derved en kursrisiko ved ændringer i renteniveauet. Denne risiko afdækkes ved at sælge futures på obligationer med et lavere afkast, typisk tyske og danske statsobligationer. Dermed opnår vi markedsneutralitet, hvilket betyder, at vi er uafhængige af, om det generelle renteniveau stiger eller falder. For at forøge afkastet geares afdelingens investeringer via låneoptagelse (køb af obligationer for lånte midler)

Risikoen i strategien består i en eventuel udvidelse af rentespændet mellem de købte obligationer og de solgte obligationer. Med andre ord oplever afdelingen negative afkast, når kursen på realkreditobligationer falder i forhold til kursen på europæiske statsobligationer. Tabet forstærkes som følge af, at der investeres for lånte midler (gearing).

### Udviklingen i markedet har været helt ekstrem og uforudsigelig i 2008

Baseret på historikken og på markedssituationen på introduktionstidspunktet vurderede Jyske Invests rådgiver, Nordic Asset Management, ligesom Jyske Invest, at det var et fordelagtigt tids-

# Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer

22.10.2008 • Redegørelse til investorer i Hedgeföreningen Jyske Invest

---

punkt at starte afdelingen i oktober 2007. Nu tegner 2008 sig imidlertid til at blive det dårligst tænkelige år for den valgte strategi på grund af den globale finanskriser og den efterfølgende kraftige reduktion i likviditeten på danske realkreditobligationer.

Finanskrisen, der startede i USA, har som bekendt skabt en lavine, der eskalerede yderligere efter konkursen i den amerikanske investeringsbank, Lehman Brothers. Efterfølgende var antallet af investorer, som ville påtage sig nogen form for risiko, voldsomt begrænset - og det gælder også den relativt beskedne risiko på danske realkreditobligationer. Hertil kommer, at markedet er blevet meget illikvidt, hvilket har medført, at prisfastsættelsen på obligationerne er blevet ekstrem usikker. Mange investorer har valgt at søge ly i europæiske statsobligationer, og mange investorer foretrækker statsgaranterede indlån i bankerne frem for realkreditobligationer.

Udviklingen har som nævnt været den værst tænkelige for afdelingens investeringsstrategi, som primært er følsom over for det relative afkast mellem danske realkreditobligationer og europæiske statsobligationer. Afkastet på danske realkreditobligationer har i 2008 i gennemsnit været ca. 6 % lavere end afkastet på en europæisk statsobligationsportefølje. Gearingen i afdelingen (køb af obligationer for lånte midler) har forstærket den negative udvikling i afdelingen.

Ved lanceringen af afdelingen forventede vi med baggrund i den historiske udvikling, at risikoen ville være middel og dermed en risiko, der var lavere end for aktiers vedkommende. Finanskrisens konsekvenser, herunder de ekstreme udsving, der ikke tidligere har været set i et velfungerende marked, har overrasket såvel os som markedsaktørerne generelt. Der er tale om en finanskriser med et omfang, som ikke er set i nyere tid. Finanskrisen har nationalt og globalt set ramt hedgeföreninger særligt hårdt.

## **Obligationsbeholdningen er løbende nedbragt**

I takt med den meget ugunstige udvikling har föreningen løbende nedbragt beholdningen af obligationer. Reduktionen har betydet, at föreningen har undgået endnu større tab på den seneste udvikling. Ifølge halvårsregnskabet var beholdningen af obligationer på 16,4 mia. kr. og formuen på 845 mio. kr. Beholdningen er i løbet af september og oktober nedbragt markant, således at den aktuelle beholdning er afstemt med den nuværende formue. Beholdningen består primært af variabelt forrentede realkreditobligationer, hvor vi vurderer, at renterisikoen er mere begrænset. Men som følge af manglende likviditet i markedet for realkreditobligationer er reduktionen af beholdningen gennemført til kurser, der har påført afdelingen væsentlige tab.

Man kan spørge, hvorfor det har været nødvendigt at nedbringe beholdningen, eftersom muligheden for at tjene det tabte tilbage så også reduceres. For at overholde afdelingens vedtægtsbestemte risikorammer har der i takt med faldet i afdelingens formue været behov for en samtidig nedbringelse af obligationsbeholdningen. I modsat fald ville afdelingens risiko som følge af gearingen blive forøget ud over det, der er tilladt.

## **Investorerne kan højst tabe deres investerede beløb**

En afdeling i en hedgeförening kan gå konkurs, men investorerne kan ikke miste mere end deres investerede beløb.

Det er vigtigt at understrege, at situationen i afdelingen ikke berører andre föreninger eller afdelinger i Jyske Invest, idet afdelingerne er selvstændige økonomiske enheder.

# Jyske Invest Hedge Markedsneutral – Obligationer

22.10.2008 • Redegørelse til investorer i Hedgeforeningen Jyske Invest

---

## **Suspension af prisstillelse samt emission (køb) og indløsning (salg)**

I starten af oktober 2008 blev prisdannelsen på afdelingens obligationer så usikker, at foreningen den 8. oktober valgte at stoppe midlertidigt for offentliggørelse af indre værdi samt at suspendere emission og indløsning. Det har været nødvendigt for også at sikre alle investorer en ens behandling, idet det ikke har været muligt at beregne en retvisende pris, som de kunne handle på.

Som følge heraf og set i lyset af den fortsatte uro på de finansielle markeder har bestyrelsen indtil videre besluttet at afløse suspensionen med en ændring dels af frekvensen for offentliggørelse af indre værdi dels af mulighed for emission og indløsning. Hidtil har foreningen offentliggjort indre værdi samt foretaget emission og indløsninger en gang dagligt. Fremover offentliggøres indre værdi hver 14. dag, og emission og indløsning kan ske hver 28. dag. Det er normal praksis i mange andre hedgeforeninger og i overensstemmelse med de danske regler.

For at beskytte investorerne kan foreningen i særlige tilfælde forlange, at indløsningsprisen først fastsættes efter, at foreningen har realiseret de til indløsningen nødvendige aktiver, herunder aktiver som betyder, at gearingen holdes indenfor de fastlagte rammer. Hvis det bliver nødvendigt, vil det betyde, at investorer kan afgive bindende anmodninger om køb og salg af andele i afdelingen til Jyske Bank (eller anden bankforbindelse), som videresender anmodningerne til Jyske Invest, hvorefter afregningsprisen beregnes hurtigst muligt efter emissions- og indløsningsdatoen. Afregningsprisen kan derfor afvige fra den offentliggjorte indre værdi.

Indre værdi er beregnet onsdag den 22. oktober ca. kl. 13.00 og beregnes herefter hver anden onsdag eller den nærmeste bankdag derefter (hvis onsdag ikke er en bankdag). Der opsamles som udgangspunkt anmodninger om emission eller indløsning til hver fjerde onsdag eller den nærmeste bankdag derefter, dvs. næste gang onsdag den 5. november.

## **Investeringsstrategien tilpasses den nye situation**

Bestyrelsen har inden for vedtægternes rammer besluttet at tilpasse investeringsstrategien til den nuværende markedssituation. Som følge af det markante kursfald på realkreditobligationer, finder foreningens bestyrelse afkastmulighederne attraktive. Men det skal også understreges, at der fortsat er en væsentlig risiko.

Afdelingen vil endvidere have en fleksibel strategi, der gør det muligt at udnytte forskellige markedsmuligheder, når de opstår. Dermed bevares muligheden for et attraktivt afkast fremover.

Bestyrelsen i Hedgeforeningen Jyske Invest