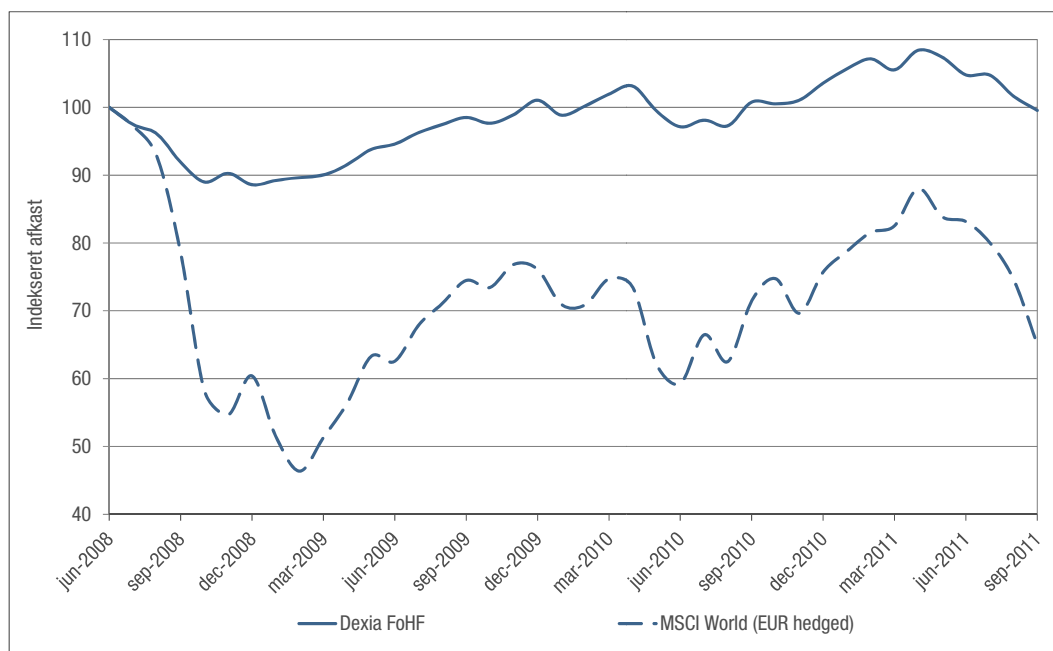


Dexia Fund of Hedge Funds (Unigestion Uni-Hedge Concentrated)**Kommentarer til 3. kvartal 2011**

Dexia Fund of Hedge Funds realiserede i 3. kvartal 2011 et skuffende afkast på -5,0%. I samme periode realiserede markedet dog -15,5% målt via MSCI World afdækket til EUR. Dermed indkasserede Dexia Fund of Hedge Funds et positivt absolut merafkast på 10,5 procentpoint for kvartalet.

Den samlede afkastskabelse målt i EUR på mid-kurser siden lanceringen af Dexia Fund of Hedge Funds 1. juli 2008 er vist i Figur 1.

Figur 1. Indekseret afkast for Dexia Fund of Hedge Funds samt markedsafkast

Dexia Fund of Hedge Funds fortsætter i 3. kvartal med at følge markedsudviklingen mere, end vi har set længe. Dog falder fonden mindre end markedet og lever således fortsat op til forventningen om beskyttelse i forhold til long only-produkterne.

Markederne var i 3. kvartal i høj grad drevet af politiske usikkerheder. I USA var forhandlingerne om en forøgelse af gældsloftet med til at skabe usikkerhed, og i Europa har den forværrede situation omkring PIIGS-landene samt en række regulatoriske hændelser, herunder et forbud mod indgå korte positioner i finanssektoren i Frankrig, Belgien, Italien og Spanien, været med til at skabe yderligere usikkerhed på markedet. Derfor har det generelt været sværere for forvaltere at agere i markedet.

Tabel 1 viser afkastet på danske long/short equity-hedgefonde samt det generelle hedgefond-indeks, Hedge Fund Research Equity Hedge.

Tabel 1. Afkast på danske long/short equity-hedgefonde¹

Produkt	Opgørelses-valuta	Afkast				Risiko	Afkast	Risiko
		3. kvartal 2011	ÅTD 2011 (Jan. – sep. 2011)	2010	Standard afvigelse 2010	Siden lancering ²	Standard afvigelse siden lancering ³	
Dexia fund of gedge funds	EUR	-5,0%	-3,9%	2,5%	7,1%	-0,1%	6,9%	
Carnegie long/short equity	EUR	-3,8%	-10,5%	24,6%	9,4%	0,3%	14,5%	
Jyske markedsneutral aktier	DKK	1,3%	2,0%	8,1%	2,8%	-8,7%	11,3%	
Hedge Fund Research Equity Hedge	USD	-11,4%	-18,4%	8,9%	7,5%	-8,1%	10,7%	
MSCI World afdækket til EUR	EUR	-15,5%	-14,1%	6,4%	16,2%	-8,0%	19,8%	

Ovenstående tabel viser, at Dexia FoHF klarer sig betydeligt bedre end markedet i 3. kvartal. Dog placerer fonden sig dårligt sammenlignet med de nærmeste konkurrenter. På trods af det positive merafkast, leverer fonden stadig et absolut negativt afkast, hvorimod Jyske formår at levere et positivt afkast.

Jyskes gode performance skal ses i lyset af, at fonden er markedsneutral. Fondens nettoeksponering var da også lidt mindre end 0 over kvartalet, hvorfor fonden ikke er eksponeret mod fald i det generelle marked på samme måde som både Carnegie og Dexia FoHF. Jyske var i 3. kvartal negativt eksponeret mod især cykliske sektorer, hvilket har været fordelagtigt, da specielt disse sektorer har været meget hårdt ramt af tumulten på markederne i 3. kvartal.

I modsætning til Jyske har Carnegie en nettoeksponering mod aktiemarkedet på næsten 100 hele vejen igennem 3. kvartal. Når Carnegie alligevel formår at skabe et bedre afkast end markedet, skal forklaringen bl.a. findes i, at Carnegie via index futures har været kort i kontinental Europa samt small cap-aktier i USA. Begge markeder har haft det svært i 3. kvartal, hvorfor det har bidraget til Carnegies performance. Det er således ikke Carnegies lange positioner, der har bidraget til performance i 3. kvartal.

På trods af kvartalet er Dexia FoHF set siden lancering stadig rigtig godt med set i forhold til de nærmeste konkurrenter. Fonden har ikke eroderet værdi til trods for de turbulente markeder og lægger sig tæt op af Carnegie. Betragtes risikoen har Dexia dog klart den laveste risiko og leverer derfor uden tvivl det bedste risikjusterede afkast.

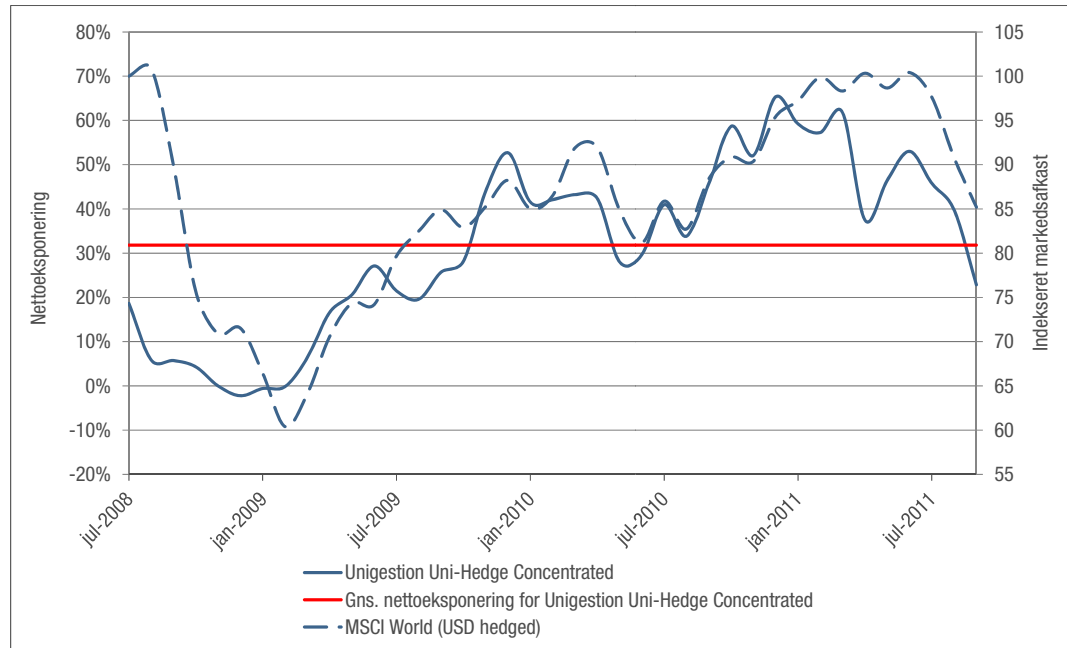
¹ Afkast siden lancering er annualiseret.

² Dexia Fund of Hedge Funds blev lanceret den 1. juli 2008.

³ Dexia Fund of Hedge Funds blev lanceret den 1. juli 2008.

Figur 2 viser udviklingen i Dexia Fund of Hedge Funds' nettoeksponering sammen med markedsudviklingen.

Figur 2. Nettoeksponering og markedsudvikling

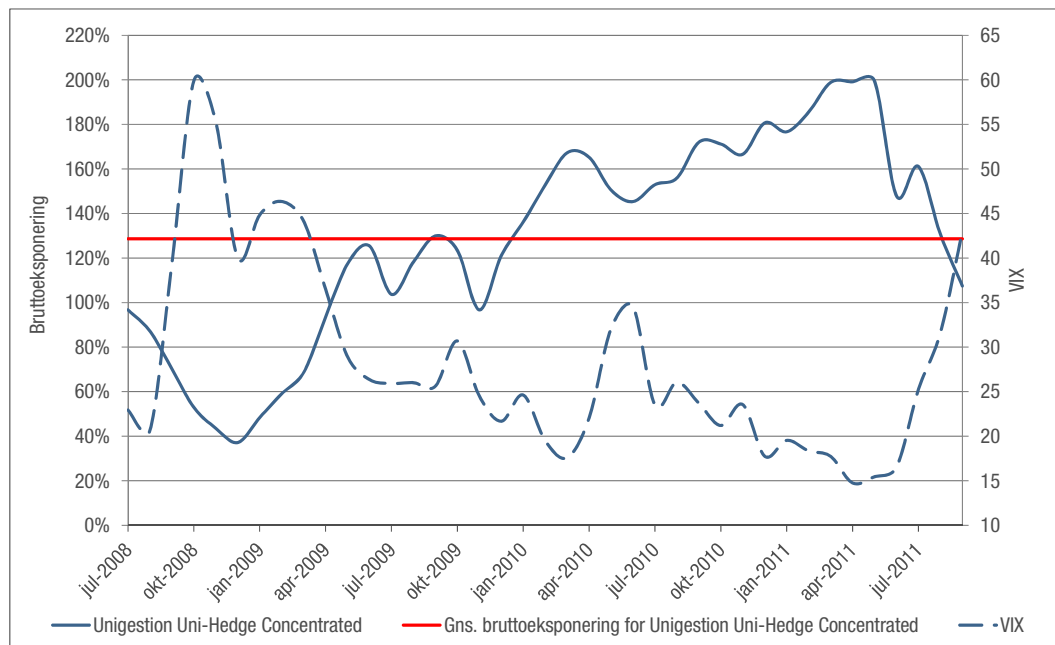


Set over 3. kvartal bliver nettoeksponeringen reduceret kraftigt, og fonden fortsætter derfor tendensen fra 2. kvartal. Nettoeksponeringen bliver reduceret med knap 30 procentpoint. Alle de underliggende fonde har reduceret deres positioner mod markedet, men specielt Meditor og Miura, der begge sænker nettoeksponeringen med omkring 40 procentpoint.

Nettoeksponeringen bliver heftigt reduceret i 3. kvartal fordi der generelt opleves en øget risiko i markedet. Det er ikke kun vores fonde der reducerer, men det har været en generel tendens blandt hedge fonde, at reducere risikoen i en reaktion på den øgede usikkerhed.

Figur 3 viser udviklingen i fondens bruttoeksponering mod udviklingen i VIX.

Figur 3. Bruttoeksponering og VIX

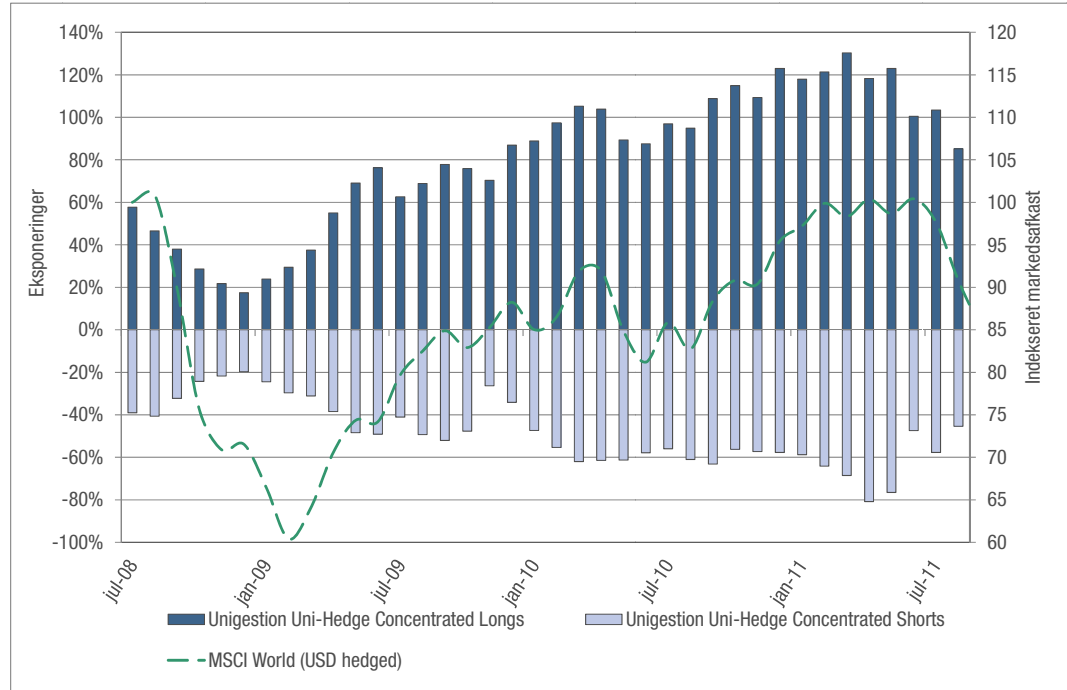


VIX er et mål for usikkerheden for optionerne i S&P 500-indekset og bliver ofte brugt som et mål for usikkerheden for det generelle marked. I slutningen af sidste kvartal og igennem 3. kvartal er VIX øget betragteligt og nærmer sig niveauet for 2009. Investorerne forventer derfor øget usikkerhed i markedet. I takt med dette er bruttoeksponeringen for fonden også reduceret betragteligt, og en eksponering på knap 108% er under fondens historiske gennemsnit.

Faldet i bruttoeksponeringen er todelt. For det første reduceres eksponeringen, da Uni-Global Minimum Variance får en lidt større vægt set igennem kvartalet. For det andet, og mere interessant, skyldes dette, at de underliggende fonde over én forsøger at nedbringe sin eksponering mod støj i markedet skabt af de tidligere nævnte politiske hændelser, der har præget kvartalet.

Figur 4 illustrerer fordelingen af de lange og korte positioner i Uni-Hedge Concentrated i sammensætningen til brutto- og nettoeksponeringen⁴.

Figur 4. Lange og korte positioner for Unigestion Uni-Hedge Concentrated



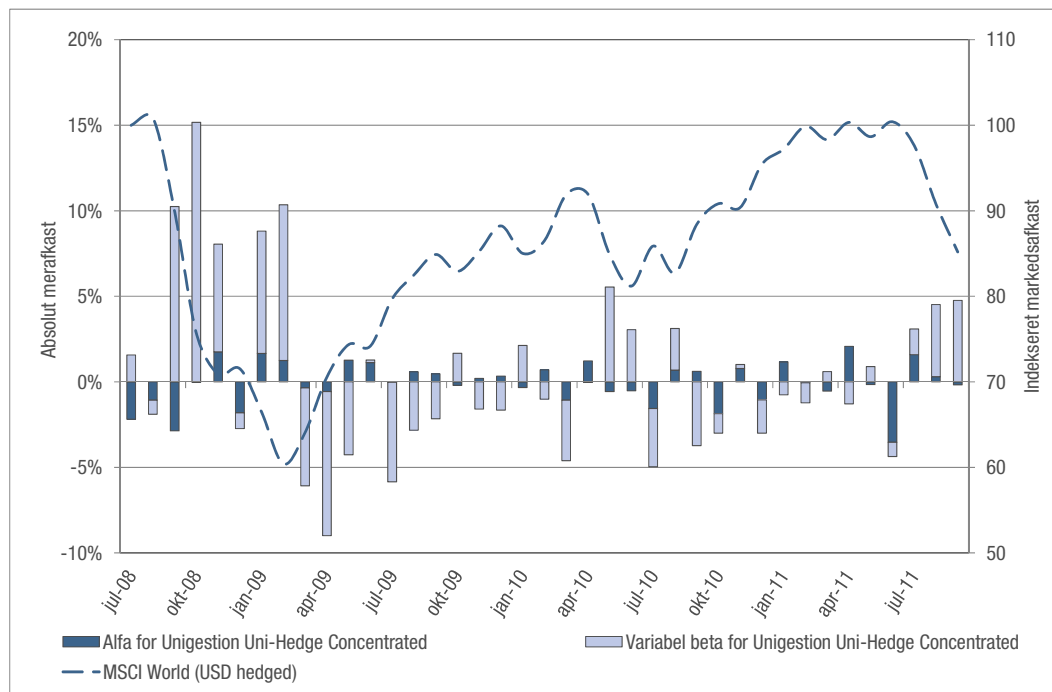
Den ovenstående figur illustrerer, hvordan faldet i nettoeksponering primært skyldes reduktioner i den lange bog, som foregår henover kvartalet. Den korte bog blev reduceret i begyndelsen af kvartalet men dette niveau holdes stort set igennem kvartalet.

De enkelte fonde, har alle nedbragt deres brutto- og nettoeksponering, men dog på to forskellige måder. Hvor både PFM og Miura har reduceret både den korte og den lange bog, har Viking og Meditor i højere grad holdt deres korte bog konstant og kun reduceret i den lange.

⁴ Bruttoeksponering udregnes ved at lægge de korte og lange positioner sammen. Nettoeksponeringen regnes ved at trække de korte positioner fra de lange.

Figur 5 viser en dekomponering af det absolutte merafkast⁵ i alfa og variabel beta.

Figur 5. Dekomponering af absolut merafkast



Figuren viser, hvordan den variable beta ikke overraskende har stået for genereringen af merafkastet qua den lavere nettoeksponering. Set over hele kvartalet, er der samlet set skabt alfa.

Tabel 2 viser den revægtede fordeling af de underliggende fonde i Dexia Fund of Hedge Funds over de seneste 6 måneder.

Tabel 2. Revægtet fordeling af fonde i Unigestion Uni-Hedge Concentrated, primo måneden⁶

Måned	PFM	Viking	Miura	Meditor	Jabcap	Unigestion
April 2011	34,5%	17,5%	28,6%	15,0%	4,4%	-
Maj 2011	33,1%	16,2%	27,0%	13,9%	-	9,8%
Juni 2011	32,7%	16,4%	26,9%	14,0%	-	9,9%
Juli 2011	29,1%	15,8%	25,9%	13,2%	-	16,0%
August 2011	29,3%	15,8%	26,2%	12,9%	-	15,7%
September 2011	29,4%	15,7%	25,7%	13,6%	-	15,5%

Der har ikke været nogen udskiftninger i fonden i 3. kvartal. Dog har vi måttet reducere positionen i PFM. PFM har en restriktiv politik omkring investorers mandatstørrelse, og da Unigestions position samlet set nåede den kritiske grænse, måtte positionen reduceres. Dette er også en af grundene til, at positionen i Uni-global Minimum Variance er blevet forøget. Vi arbejder

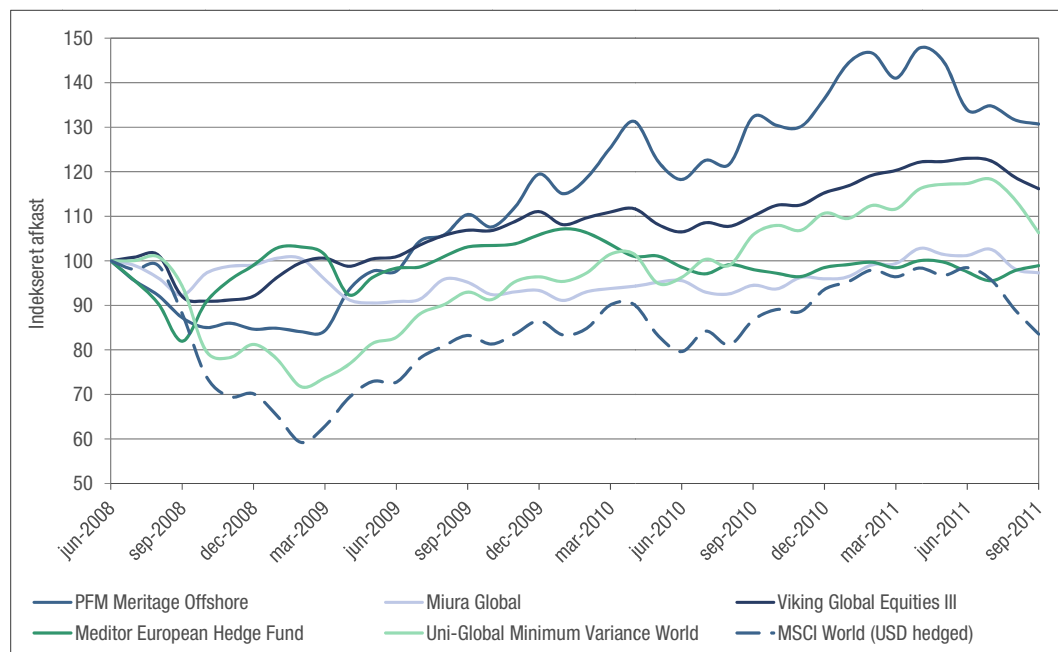
⁵ Unigestion Uni-Hedge Concentrated afdækket til USD før administrative omkostninger og MSCI World afdækket til USD.

⁶ Tallene afspejler den revægtede portefølje ekskl. kontanter.

i øjeblikket på godkendelse af en ny forvalter til porteføljen. Vi forventer, at den nye forvalter bliver implementeret senest 1. kvartal 2012.

Figur 6 viser, hvordan de enkelte fonde har bidraget til fondens samlede afkast.

Figur 6. Indekseret afkast for de underliggende fonde samt markedsafkast



Udviklingen for de enkelte fonde har været præget af det stærkt nedadgående marked. Meditor er således den eneste fond, der formår at levere et positivt afkast. PFM, Miura og Viking formår således ikke at skabe positivt afkast, men performer trods alt stadig bedre end markedet. Uni-Global følger markedet og er derved den dårligst performerende fond i 3. kvartal.

Tabel 3 opgiver de underliggende fondes afkast og risiko.

Tabel 3. Afkast på de underliggende fonde opgjort i USD⁷

Produkt	Afkast			Risiko	Afkast		Risiko
	3. kvartal 2011	ÅTD 2011 (Jan. – sep. 2011)	2010	Standard afvigelse 2010	Siden lancering ⁸	Standard afvigelse siden lancering	
PFM	-2,4%	-4,2%	14,2%	15,3%	8,6%	14,8%	
Miura	-3,9%	1,4%	2,8%	5,7%	-0,8%	8,1%	
Viking	-5,6%	0,8%	3,8%	6,5%	4,7%	8,0%	
Meditor	1,5%	0,4%	-6,9%	5,6%	-0,3%	12,2%	
Unigestion Global Minimum Variance	-9,4%	-4,0%	14,8%	11,7%	1,9%	15,3%	
MSCI World afdækket til USD	-15,2%	-10,7%	8,2%	16,1%	-5,4%	19,2%	

Viking leverede i 3. kvartal et afkast på -5,6% målt i USD og var derfor den fond, der klarede sig dårligst i kvartalet. Vikings dårlige performance skyldes primært lange positioner i sundhed og finans samt en større eksponering i en kemikalievirksomhed. På den korte side har specielt eksponeringer mod mere cykliske sektorer bidraget positivt til performance. Viking fastholder troen på sine lange positioner i sundhedssektoren og forventer, at disse positioner på sigt vil bidrage til performance i fonden. Ovenpå de urolige markeder gennem det sidste kvartal, har Viking konstrueret en mere balanceret portefølje både ved at fjerne sektorrisikoen, og ved at overvægte de mere defensive underporteføljer. Dette sker for at sænke den generelle risiko i porteføljen og for at undgå støj i markedet skabt af politiske og regulatoriske hændelser.

Miura leverede et negativt afkast på knap 4%, hvor stort set hele den negative performance kommer af en dårlig august måned. Den dårlige performance i august skyldes i høj grad, at Google overtog Motorola, og at Hewlett Packard overtog en anden lang position, Autonomy, som er et amerikansk selskab, der har specialiseret sig i søgningssoftware. Målt i USD leverer Miura positive afkast i både juli og september, hvor specielt korte positioner i generelt cykliske sektorer leverer en flot performance på trods af små tab på de lange positioner. Det positive afkast bliver dog eroderet i august, hvor den lange bog er årsagen til en kraftig underperformance. Her er det især positioner i varige forbrugsgoder, sundhed og it der driver performance ned. Betragtes år-til-dato er Miura den fond der klarer sig bedst, og leverer her et positivt afkast på 1,4%.

PFM havde en underperformance igennem 3. kvartal på 2,4%. PFM's korte bog bidrog ellers flot til kvartalets performance, og korte positioner i alle sektorer bidrog positivt. Specielt de mere cykliske sektorer der samlet bidrog til næsten 7% positiv performance, blandt andet fordi PFM gik fra at have en lang position i industri til at have en kort position. PFM's lange bog blev dog

⁷ Afkast siden lancering er annualiseret.

⁸ Dexia Fund of Hedge Funds blev lanceret den 1. juli 2008.

meget hårdt ramt. Den lange bog realiserede et afkast på -13,2% i 3. kvartal og fulgte således markedet meget tæt. PFM hævdede deres nettoeksponering ved udgangen af august og blev derfor ramt af nedgangen i september måned, dog fik fonden hurtigt reduceret eksponeringen. Den store synder i PFM's lange bog var sundhed, der alene stod for et negativt afkast på over 4%.

Meditor leverede som den eneste fond et positivt afkast i 3. kvartal. Meditor nedbragte sine eksponeringer kraftigt som følge af uroen på markedet. Meditor forventede en masse støj på markedet i forbindelse med den række af politiske hændelser, der prægede markedet i 3. kvartal, og stoppede derfor for tematiske investeringer. Dette betød, at Meditors portefølje er blevet mere balanceret for at imødegå den øgede usikkerhed på markedet. For Meditor var det specielt den korte bog, der bidrog til den positive merperformance.

Som nævnt i sidste kvartalsrapportering søger vi efter en permanent erstatning for Uni-Global Minimum Variance. Søgningsarbejdet er i sin afsluttende fase, og vi er i gang med den sidste del af processen. Vi arbejder med 3 potentielle kandidater, og der vil blive lavet due dilligence ultimo november. Vi håber derfor at kunne løfte sløret for den nye forvalter i næste kvartal.

København, den 7. november 2011

Rolf Liljegren
Investment Analyst

&

Nikolaj Eriksen
Head of Search & Selection