

5

Introduktion til

ProtektorINVEST

10

På First North

Prospekt 24. januar 2008

15

20

First North er en alternativ markedsplads, der drives af de forskellige børser, der indgår i OMX. Selskaberne på First North er ikke underlagt de samme regler, som selskaberne på det regulerede hovedmarked. De er i stedet underlagt lempeligere regelkrav, som er tilpasset mindre vækstselskaber. Risikoen ved at investere i et selskab på First North kan derfor være større end ved investeringer på hovedmarkedet. Alle selskaber, hvis aktier handles på First North, har tilknyttet en Certified Adviser, som skal monitorere, at reglerne overholdes. OMX Nordic Exchange Copenhagen A/S godkender ansøgninger om optagelse til handel.

25

Certified Adviser for ProtektorINVEST A/S:

Ernst & Young Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

30

 **ERNST & YOUNG**

35

ProtektorINVEST A/S Introduktion af ProtektorINVEST A/S på First North

Prospekt januar 2008

5

CVR-nr. 31088658

ProtektorINVEST

Certified Advisers rolle på First North

10 Certified Adviser har rådgivet Selskabet i forbindelse med Selskabets aktiers optagelse til handel på First North. Som følge heraf har Selskabets ledelse udarbejdet et Prospekt, som Selskabet er ansvarlig for. Certified Adviser har gennemgået Prospektet og skønner på baggrund af de foreliggende oplysninger, som Certified Adviser har modtaget fra Selskabet, at der ikke mangler informationer, der væsentligt kan ændre billedet af Selskabet. Certified Adviser har ikke pligt til, og har ikke foretaget en egentlig efterprøvning af

15 de udsagn, ledelsen har givet i forbindelse med udarbejdelsen af dette Prospekt.

Certified Adviser hjælper Selskabet med at opfylde de forpligtelser, som følger af, at Selskabets aktier er optaget til handel på First North. Dette omfatter jf. afsnit 5.2 i *First North Nordic – Rulebook* som minimum at monitorere, at Selskabet i forbindelse med optagelsen og efterfølgende opfylder adgangskravene på First North, løbende at rådgive, støtte og opdatere Selskabet om dets forpligtelser på First North og at monitorere, at Selskabet opfylder sine oplysningsforpligtelse på First North jf. afsnit 4 i *First North Nordic – Rulebook*.

20

Certified Adviser kan alene rådgive om forhold, som Certified Adviser er blevet bekendt med, og der er ikke pligt til, at Certified Adviser selv skal opsøge eller efterprøve informationer om Selskabet.

25

Vigtige oplysninger før investering på First North

Potentielle investorer, selskaber og rådgivere skal være opmærksomme på, at First North ikke kan sammenlignes med det eksisterende børsmarked. Investeringer i selskaber, hvis aktier er optaget til handel på First North, kan være mere risikobetonede end investeringer i børsnoterede selskaber, idet selskaberne ofte er mindre og dermed følsomme over for ydre og indre påvirkninger. Ligeledes kan likviditeten og dermed omsætteligheden i aktier, der er optaget til handel på First North, være mere begrænset end ved investeringer i børsnoterede aktier.

30

35

Udbud af aktier i ProtektorINVEST A/S – Prospekt dateret 24. januar 2008

Udbud af aktier i ProtektorINVEST A/S (Selskabet) hver á nominelt DKK 100.000 (Udbuddet). De udbudte aktier tegnes til DKK 101.500 pr. aktie á nominelt DKK 100.000, franko. Aktierne optages til handel på First North. Selskabet har en aktiekapital på nominelt DKK 500.000, før udbuddet er gennemført.

40

Dette prospekt (Prospektet) er udarbejdet i forbindelse med Udbuddet af minimum 995 stk. nye aktier á nominelt DKK 100.000. Der udbydes maksimalt 10.000 aktier á nominelt DKK 100.000, svarende til et samlet udbud på nominelt DKK 1.000.000.000. Den eksisterende aktionærs (EgnsINVEST Management A/S) 5 stk. aktier á nominelt DKK 100.000 udbydes sammen med de nye Aktier. Aktierne er søgt optaget til handel på First North med første handelsdag den 20. februar 2008. Udbuddet gennemføres, såfremt der minimum tegnes 995 stk. nye aktier á nominelt DKK 100.000 svarende til et samlet udbud på nominelt DKK 99.500.000. Selskabets aktiekapital vil efter Udbuddet som minimum udgøre DKK 100.000.000. Ved fuld udnyttelse af Udbuddet vil selskabets aktiekapital efter Udbuddet udgøre DKK 1.000.000.000.

45

Såfremt det samlede antal modtagne tegningsordrer i forbindelse med udbuddet overstiger antallet af udbudte aktier, vil der blive foretaget en reduktion efter retningslinjer, der fastsættes af Selskabet. Det vil i

50

forbindelse hermed blive tilstræbt at sikre en hensigtsmæssig fremtidig aktionærstruktur under hensyntagen til kriterier som bl.a. investortype og spredning af aktiekapital. Det er endvidere hensigten, at alle ordrer op til et vist niveau sikres fuld tildeling mens ordrer, der overstiger dette niveau, forventes at blive reduceret forholdsmæssigt.

5

Aktierne i Selskabet udbydes i perioden fra den 28. januar 2008 til den 13. februar 2008, begge dage inklusive.

10

Registrering af aktierne i Selskabet på investors konto i Værdipapircentralen A/S i Danmark finder sted mod kontant betaling.

15

Udbuddet gennemføres i henhold til dansk lovgivning. Prospektet er udarbejdet med henblik på at opfylde de standarder og betingelser, der er gældende i henhold til dansk lovgivning samt First North Nordisk regelsæt, juni 2007.

I afsnittene "Beskrivelse af ProtektorINVEST A/S" og "Risikofaktorer" forefindes en gennemgang af de faktorer, som er særligt relevante for en beslutning om investering i aktier i Selskabet.

20

Det er ikke tilladt nogen at afgive oplysninger eller erklæringer i forbindelse med Udbuddet bortset fra, hvad der er indeholdt i Prospektet, og sådanne oplysninger eller erklæringer kan i givet fald ikke betragtes som godkendt af Selskabet, på Selskabets vegne eller på vegne af den finansielle formidler eller af Certified Adviser. Udlevering af Prospektet kan ikke på noget tidspunkt betragtes som indeståelse for, at der ikke er sket ændringer i Selskabets virksomhed eller forhold siden datoen for udarbejdelse af Prospektet, eller at oplysningerne i Prospektet er korrekte på noget tidspunkt efter datoen for udarbejdelse af Prospektet. Ændringerne i dette Prospekt, som måtte indtræde mellem tidspunktet for godkendelse og første handelsdag, vil blive offentliggjort i henhold til reglerne i prospektbekendtgørelsen vedrørende prospekt-tillæg.

25

30

Dette Prospekt er ikke et tilbud eller en opfordring fra Selskabet eller den finansielle formidler eller Certified Adviser til køb eller tegning af aktier i Selskabet. Udleveringen af Prospektet eller Udbuddet af aktier er i visse retsområder uden for Danmark begrænset af gældende lovgivning. Personer, der er i besiddelse af Prospektet, opfordres til selv at indhente oplysninger om disse begrænsninger og endvidere påse efterlevelsen deraf. Hverken Selskabet eller den finansielle formidler eller Certified Adviser påtager sig noget juridisk ansvar for nogen overtrædelse af disse begrænsninger fra nogen persons side, uanset om denne er en potentiel tegner eller køber af aktierne i Selskabet.

35

40

Aktierne i Selskabet er ikke og vil ikke i forbindelse med Udbuddet blive registreret i henhold til United States Securities Act of 1933 med senere ændringer og må ikke udbydes eller sælges i USA undtagen i medfør af en undtagelse fra eller i en transaktion, der ikke er underlagt registreringskravet i henhold til Securities Act.

Potentielle investorer bør i øvrigt søge professionel investeringsrådgivning og undersøge de juridiske forhold, herunder skatteforhold, der måtte være relevante i forbindelse med erhvervelse af aktierne.

45

Finansiel formidler

EgnsINVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

50

Fremadrettede udsagn

Prospektet indeholder fremadrettede udsagn. Udtrykkene "vurderer", "mener", "forventer", "skønner", "har til hensigt" og "planlægger" samt tilsvarende udtryk kendetegner de fremadrettede udsagn. Disse udsagn forekommer flere steder, herunder i afsnittene "Risikofaktorer", "Baggrund for optagelsen", "Aktiekapital og aktionærforhold" og "Forventninger til fremtiden".

5 Alle udtalelser med undtagelse af historiske kendsgerninger i Prospektet, herunder udtalelser vedrørende Selskabets økonomiske stilling, investeringsstrategi, planer og mål for den fremtidige drift, er fremadrettede udsagn, der indebærer kendte og ukendte risici, usikkerheder og andre forhold, der kan få Selskabets fremtidige resultater, udvikling og præstationer til at afvige væsentligt fra de senere realiserede resultater, den udvikling eller de præstationer, der er udtrykt eller underforstået i forbindelse med disse fremadrettede udsagn. De fremadrettede udsagn i Prospektet gælder kun pr. datoen for udarbejdelsen af Prospektet, og Selskabet påtager sig ingen forpligtelse til offentligt at opdatere eller revidere fremadrettede udsagn, hvad enten disse følger af nye oplysninger, fremtidige begivenheder eller andre forhold. Ændringer i oplysningerne i Prospektet, som måtte indtræde mellem tidspunktet for offentliggørelse og første handelsdag, vil dog blive offentliggjort i henhold til reglerne i prospektbekendtgørelsen vedrørende prospekttillæg.

Visse andre oplysninger

15 Prospektet indeholder visse markedsoplysninger for de områder, hvor Selskabet planlægger at drive virksomhed. Medmindre andet er angivet, er statistik og anden markedsinformation vedrørende sådanne segmenter baseret på interne skøn støttet af erfaring. Oplysninger fra undersøgelser og forventninger er korrekt gengivet, og der er efter Selskabets overbevisning ikke udeladt fakta, som kan medføre, at de i
20 Prospektet gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende.

Indhold

	Udbud af aktier i ProtektorINVEST A/S – Prospekt dateret 24. januar 2008	2
	1. Ansvar og erklæringer	8
	1.1 De ansvarliges erklæring om Prospektet	8
5	1.2 Prospekterklæring afgivet af Selskabets uafhængige revisor	8
	1.3 Finansiell formidlers erklæring om Prospektet	9
	2. Resumé	11
	3. Risikofaktorer	15
	3.1 Historiske risikomål	15
10	3.1.1 Risiko målt ud fra standardafvigelse	16
	3.1.2 Dårligste og bedste afkast	18
	3.1.3 Risiko ved en inoptimal portefølje	20
	3.2 Risici ved aktiv formueforvaltning	21
	3.3 Renterisiko	21
15	3.4 Aktierisiko	22
	3.5 REITs risiko	22
	3.6 Valutarisiko	23
	3.7 Finansieringsrisiko	23
	3.8 Kreditrisiko	25
20	3.9 Andre risici	25
	3.9.1 Adgang til finansiering	25
	3.9.2 Operationel risiko	25
	3.9.3 Afviklings- og modpartsrisiko	26
	3.9.4 Kursdannelse	26
25	3.9.5 Skattemæssige risici samt andre politiske risici	26
	4. Beskrivelse af ProtektorINVEST A/S	27
	Selskabet bekræfter, at oplysninger i Prospektet fra tredjemand er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende...	27
30	4.1 Introduktion til ProtektorINVEST A/S	27
	4.2 Selskabets investeringsstrategi	28
	4.2.1 Grundtanker bag Selskabet	28
	4.3 Investerings- og risikoramme	34
	4.4 Asset allocation	35
35	4.5 Værdipapirudvælgelse	40
	4.6 ProtektorINVEST A/S' relevante aftaler	45
	4.6.1 Aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler mellem Selskabet og EgnsINVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S	45
40	4.6.2 Aftale om administration og markedsføring mellem Selskabet og EgnsINVEST Management A/S	46
	4.6.3 Market maker aftale	46
	Selskabet har indgået en aftale om market making med Sparekassen Kronjylland. I henhold til aftalen stiller Sparekassen Kronjylland kontinuerligt kurser på Selskabets aktier på First North. I henhold til aftalen vil market maker tilstræbe at spreadet mellem købs- og salgspriser vil ligge på niveauet 0,75 %. Market maker vil under normale markedsforhold stille priser på handelsposter på kr. 1 mio. på både købs- og salgssiden.	46
45	Aftalen kan opsiges med 6 måneders varsel.	47

	Som vederlag for opgaverne modtager Sparekassen Kronjylland et vederlag på DKK 1.900 pr. måned og oppebærer herudover spreadindtjening og handelskurtager.	47
	5. Forventninger til fremtiden.....	47
	6. Baggrund for optagelsen	52
5	6.1. Baggrund	52
	6.2. Anvendelse af provenu	52
	7. Oplysninger om selskabet	53
	7.1. Bestyrelse og direktion	53
	7.1.1. Bestyrelse	53
10	7.1.2. Direktion og medarbejdere	54
	7.1.3. Stifter	54
	7.1.4. Honorar til bestyrelse og direktion	54
	7.1.5. Ledelsens økonomiske interesser i Selskabet	55
	7.1.6. Bestyrelsens arbejde	55
15	7.1.7. God selskabsledelse.....	55
	7.1.8. Revisions- og aflønningsudvalg	56
	7.1.9. Medarbejdere.....	56
	7.1.10. Incitamentsprogrammer	56
20	7.1.11. Erklæring om tidligere levned	56
	7.1.12. Erklæring om interessekonflikter i forbindelse med udbuddet af Selskabets aktier 56	
	7.1.13. Fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen af Selskabets aktier.....	57
	7.2. Aktiekapital og aktionærforhold	58
	7.2.1. Selskabets registrerede aktiekapital.....	58
25	7.2.2. Bestyrelsens bemyndigelser.....	58
	7.2.3. Større aktionærer	58
	7.2.4. Udbyttepolitik.....	58
	7.2.5. Generalforsamlinger	58
	7.2.6. Interne regler.....	59
30	7.2.7. Kapitalressourcer	59
	7.2.8. Åbningsbalance	60
	7.2.9. Aktionæroverenskomster.....	60
	7.3. Oplysninger om Selskabets aktier	61
	7.3.1. Aktiernes størrelse	61
35	7.3.2. Navnenotering.....	61
	7.3.3. Stemmeret	61
	7.3.4. Omsættelighed.....	61
	7.3.5. Indløsningsret.....	61
	7.3.6. Rettigheder ved likvidation	61
40	7.3.7. Særlige rettigheder.....	61
	7.3.8. Aktieudstedende institut.....	61
	7.4. Øvrige informationer om Selskabet.....	62
	7.4.1. Navn og hjemsted	62
	7.4.2. Formål	62
45	7.4.3. Stiftelse af Selskabet.....	62
	7.4.4. Selskabets CVR-nummer.....	62
	7.4.5. Regnskabsoplysninger	62
	7.4.6. Rets- og voldgiftssager	62
	7.4.7. Dokumentationsmateriale.....	63

	7.4.8.	Væsentlige kontrakter	63
		Aftale om administration og markedsføring	63
		Aftale om skønsmæssig porteføljepleje	63
	7.4.9.	Pengeinstitut	63
5	7.4.10.	Nærtstående parter	63
	8.	Tegningsbetingelser	64
	8.1.	Tegningsbeløb	64
	8.2.	Overtegning og eventuel reduktion	64
	8.3.	Tegningskurs	64
10	8.4.	Tegningsperiode	64
	8.5.	Tegningssted	64
	8.6.	Offentliggørelse af emissionens resultat	65
	8.7.	Optagelse til handel på First North	65
	8.8.	Betaling og registrering i Værdipapircentralen	65
15	8.9.	Fondskode	65
	8.10.	Omkostninger	65
	8.11.	Provenu	66
	8.12.	Efter afholdelse af omkostninger i forbindelse med emissionen vil nettoprovenuet ved minimumsudbuddet andrage DKK 100.000.000 og ved det maksimale udbud	
20		1.006.300.000.Gældende lovgivning	66
	8.13.	Tilbagekaldelse af udbuddet	66
	8.14.	Handel med og afregning af aktier	66
	8.15.	Udvanding	66
	8.16.	Tidsplan og finansiell kalender	66
25		Tidsplan	66
		Forventet offentliggørelse af finansiell information	66
	9.	Beskatning	67
	9.1.	Skatteforhold for Selskabet	67
	9.2.	Skatteforhold for aktionærer	68
30	9.3.	Investering med private midler	68
	9.4.	Investering med midler fra et selskab	69
	9.5.	Investering med pensionsmidler	70
	10.	Rådgivere	71
	10.1.	Finansiell formidler	71
35	10.2.	Porteføljeforvalter	71
	10.3.	Administrator	71
	10.4.	Juridisk rådgiver	71
	10.5.	Revisor og skatterådgiver	71
	10.6.	Certified Adviser	71
40	11.	Definitioner	72
	12.	Tegningsblanket	74

Bilag 1: Aftale om administration og markedsføring mellem Selskabet og EgnsinVEST Management A/S

45 Bilag 2: Aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler mellem Selskabet og EgnsinVEST Capital Fonds-
mæglersekskab A/S

Bilag 3: Selskabets vedtægter

1. Ansvar og erklæringer

1.1 De ansvarliges erklæring om Prospektet

- 5 Udstederen, ProtektorINVEST A/S, Vitus Berings Plads 5, 8700 Horsens, har ansvaret for oplysningerne, der gives i dette Prospekt.

Selskabets erklæring

- 10 Vi erklærer herved, at vi har gjort vores bedste for at sikre, at oplysninger i Prospektet efter vores bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ellers ikke er udeladt oplysninger, som kan påvirke dets indhold.

- 15 Vi erklærer herved, at oplysningerne i Prospektet os bekendt er rigtige, og at Prospektet os bekendt ikke er behæftet med undladelser, der vil kunne forvanske det billede, som Prospektet skal give, herunder at alle relevante oplysninger i bestyrelsesprotokoller, revisionsprotokoller og andre interne dokumenter er medtaget i Prospektet.

Horsens, den 24. januar 2008

20 **Direktion**

Casper H. Leth
Direktør

25

Bestyrelse

- 30 Torben Vilsgaard
Direktør (formand)

Michael Christensen,
Institutleder, ph.d.

- 35 Ove Knudsen
Underdirektør (næstformand)

Thorkild Steen Sørensen
Adm. Direktør

1.2 Prospekterklæring afgivet af Selskabets uafhængige revisor

Til læserne af dette prospekt.

40 **Åbningsbalance**

Den af ledelsen udarbejdede åbningsbalance pr. 30. november 2007 for ProtektorINVEST A/S er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for indregning og måling af aktiver og forpligtelser, og revideret af KPMG C.Jespersen Statsautoriseret Revisionsinteressentskab ved statsautoriseret revisor Kaj Blom.

- 45 Åbningsbalancen pr. 30. november 2007 er forsynet med revisionspåtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger.

Prospektet

Vi har som generalforsamlingsvalgte revisorer gennemgået oplysninger af regnskabsmæssig karakter indeholdt i det af ledelsen udarbejdede prospekt for ProtektorINVEST A/S. Prospektet er udarbejdet i overensstemmelse med gældende love og bestemmelser, herunder reglerne for First North.

5 Ledelsen har ansvaret for prospektet og for indholdet og præsentationen af informationerne heri. Vores ansvar er på grundlag af vores gennemgang at udtrykke en konklusion om oplysninger af regnskabsmæssig karakter i prospektet.

Det udførte arbejde

10 Vi har udført vores gennemgang i overensstemmelse med den danske revisionsstandard om "Andre erklæringsopgaver med sikkerhed end revision eller review af historiske finansielle oplysninger" (RS 3000). Vi har tilrettelagt og udført vores arbejde med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at prospektet ikke indeholder væsentlig fejlinformation af regnskabsmæssig karakter.

Vi har gennemgået prospektets oplysninger af regnskabsmæssig karakter og har påset, at disse er korrekt gengivet fra den af os reviderede åbningsbalance pr. 30. november 2007.

15 Det er vores opfattelse, at det udførte arbejde giver et tilstrækkeligt grundlag for vores konklusion.

Konklusion

20 I henhold til reglerne for First North skal vi bekræfte, at alle væsentlige forhold vedrørende ProtektorINVEST A/S, som er os bekendt, og som efter vores opfattelse kan påvirke vurderingen af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling, som angivet i den reviderede åbningsbalance pr. 30. november 2007, er indeholdt i prospektet.

Horsens, den 24. januar 2008

25

KPMG C.Jespersen

Statsautoriseret Revisionsinteressentskab

Kaj Blom *)	Jens Møller
Statsaut. revisor	Statsaut. revisor

30 *) Er medlem af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR).

1.3 Finansiell formidlers erklæring om Prospektet

35 I vores egenskab af finansiell formidler skal vi hermed bekræfte, at vi har fået forelagt alle de oplysninger, som vi har anmodet om, og som vi har skønnet nødvendige fra udsteder og dennes revisor. De udleverede og oplyste data herunder de data, som ligger til grund for regnskabsoplysninger, oplysninger om markedsforhold mv., har vi ikke foretaget en egentlig efterprøvelse af, men vi har foretaget en gennemgang

af oplysningerne og har sammenholdt de nævnte oplysninger med de i Prospektet indeholdte informationer og har herved ikke konstateret ukorrektheder eller manglende sammenhænge.

Horsens, den 24. januar 2008

5

Ove Knudsen Thorkild Steen Sørensen
Bestyrelsesformand Adm. direktør

10

Finansiell formidler

EgnsINVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S
Vitus Berings Plads 5
8700 Horsens
CVR-nummer: 29919976

15

2. Resumé

5 *Nedenstående resumé skal læses som en indledning til Prospektet. Det skal læses i sammenhæng med og er med forbehold for de mere detaljerede oplysninger, der er indeholdt i Prospektet.*

10 *Der henvises til afsnittet om risikofaktorer for en gennemgang af de forhold, investor bør overveje i forbindelse med en investering i de udbudte aktier. Enhver beslutning om investering i de udbudte aktier bør træffes på baggrund af Prospektet som helhed. Oplysningerne bør læses i sammenhæng med det øvrige indhold af Prospektet. Visse af de anvendte termer i resuméet er defineret andre steder i Prospektet.*

15 *Hvis en sag vedrørende oplysningerne i Prospektet indbringes for en domstol, kan den sagsøgende investor være forpligtet til at betale omkostningerne i forbindelse med oversættelse af Prospektet, inden sagen indledes.*

20 *De fysiske eller juridiske personer, som har udfærdiget resuméet eller eventuelle oversættelser heraf og anmodet om godkendelse heraf, kan ifalde et civilretligt erstatningsansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når dette læses sammen med de andre dele af Prospektet.*

25 ProtektorINVEST A/S er et nystiftet selskab, der primært er indrettet med henblik på formuende juridiske eller fysiske personers investeringsmæssige behov. Ideen til Selskabet udspringer af en vision om at skabe en hensigtsmæssig investeringsmæssig totalløsning for den pågældende kreds af investorer.

30 Det er ProtektorINVEST A/S' formål at maksimere det absolutte nettoafkast efter skat og omkostninger gennem en strategi, der er indrettet med henblik på at maksimere det langsigtede risikjusterede afkast samt at undgå tab.

35 Selskabet kan investere i aktier, obligationer og børsnoterede ejendomsselskaber (REITs) og må, til brug for investering i de nævnte aktiver, optage lån på indtil 200 % af egenkapitalen på investeringstidspunktet svarende til en soliditet på 33 %. Selskabet kan endvidere anvende afledte finansielle instrumenter eller indirekte investeringer til at opnå den samme eksponering eller for at ændre eller reducere den samlede risiko.

40 Set fra aktionærernes side er ProtektorINVEST A/S at betragte som en totalløsning, idet Selskabet, for så vidt angår det kapitalindskud det modtager i forbindelse med nærværende udbud, varetager alle de opgaver og foretager alle de investeringsmæssige valg, som en investor typisk konfronteres med. Det gælder først og fremmest aktivallokering, udvælgelse af enkeltinvesteringer og risikostyring af f.eks. valuta- og renterisici¹. Aktionærerne i Selskabet drager desuden fordel af minimale administrative byrder og af at Selskabets aktiviteter er tilrettelagt på en i skattemæssig henseende hensigtsmæssig måde. For investorer, der overvejer at erhverve aktier i Selskabet indebærer de anførte forhold, at Selskabet er velegnet til anbringelse af såvel en del eller hele deres likvide formue.

45 Det er Selskabets målsætning via et højt stabilt afkast efter skat og omkostninger at forrente egenkapitalen med 100 % over alle fremtidige 7-års perioder, svarende til, at værdien af aktionærernes investering i Selskabet fordobles hvert syvende år. Det er Selskabets ambition mindst at opfylde den angivne målsætning, men målsætningen er ikke og må ikke forveksles med en garanti. Af hensyn til Selskabets muligheder for at opfylde målsætningen, er dette ikke bundet til at følge noget benchmark.

50 Hovedformålet med optagelsen til handel er at give en større kreds af aktionærer adgang til Selskabet, at opnå en løbende prisfastsættelse i et likvidt marked samt at forbedre mulighederne for kommende aktieudvidelser for derved at opnå stordriftsfordele.

¹ Bilag 2.

5 EgnsinVEST Management A/S (Administrator) har i henhold til en administrations- og markedsføringsaftale, som er vedlagt Prospektet, påtaget sig alle administrative opgaver samt markedsføring. EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S (Porteføljeformidler) har i henhold til "Aftale om skønmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler", som er vedlagt Prospektet, påtaget sig det fulde investeringsansvar og står for alle investeringsbeslutninger. Udgifterne til forvaltning og administration er endvidere, i overensstemmelse med Selskabets og aktionærernes interesse, for en betydelig dels vedkommende, bestemt af Selskabets langsigtede resultater. Selskabets udgifter er beskrevet i afsnit 4.6.1 og 4.6.2.

10 Selskabet er af skattemæssige årsager særligt velegnet for formuende investorer, som planlægger at tegne aktier ved hjælp af frie midler eller med opsparet likvid kapital i et anparts- eller aktieselskab. Selskabet vil stort set altid være eksponeret på tværs af de væsentligste aktivklasser – aktier, obligationer og fast ejendom (eksponering mod fast ejendom opnås primært via en særlig type børsnoterede ejendomsselskaber, som benævnes REITs) – og egner sig derfor både til investorer, der ønsker at investere en del eller hele deres likvide formue.

20 Investeringsstrategien i Selskabet tager udgangspunkt i grundlæggende porteføljeteori vedrørende sammensætning af optimale porteføljer² og de investeringsprincipper, som navnlig kan tilskrives Benjamin Graham, og som den succesfulde investor Warren Buffett har anvendt over et halvt århundrede til at skabe gode resultater.

Grundtænkerne bag Selskabets investeringsstrategi er:

1. Formueværn
 - Selskabet skal søge at undgå tab, idet tab er ødelæggende for et langsigtet attraktivt afkast.
- 25 2. Diversifikation
 - Selskabets aktiver skal stort set altid være investeret i aktiver med forskelligartede afkast- og risikokarakteristika med henblik på at minimere risikoen.
- 30 3. Aktiv formueforvaltning
 - Selskabet skal have en lang investeringshorisont, men skal med henblik på at forøge det langsigtede afkast og begrænse risikoen kunne operere med en skiftende aktivsammensætning og et varierende investeringsomfang.
- 35 4. Absolut nettoafkast
 - Selskabets styring skal udelukkende ske med henblik på at maksimere det langsigtede absolute nettoafkast, da dette afkastmål i sidste ende er det eneste, som gavner Selskabet og dets aktionærer.
- 40 5. Integritet
 - Selskabet skal holde fast i dets strategi og principper, også selvom det indebærer, at det, med dets anskuelser, i perioder står alene i forhold til omverdenen. Dette er afgørende for, at Selskabet kan skabe tilfredsstillende resultater.

45 ProtectorINVEST A/S er underlagt investeringsmæssige begrænsninger i henhold til Selskabets vedtægter. Herudover fastlægger direktionsinstruksen nøjere investerings- og risikorammer for Selskabets investeringsstrategi med henblik på at fastlægge en overgrænse for den maksimale risiko, som Selskabet kan påtage sig.

50 Den vigtigste overgrænse for udøvelsen af Selskabets investeringsaktiviteter er, at den maksimale belåning på investeringstidspunktet kan udgøre 67 % af aktivernes værdi svarende til en soliditet på minimum 33 %. Ved opgørelsen heraf indgår samtlige indirekte investeringer i børsnoterede investeringsfonde eller afledte finansielle instrumenter. Herudover gælder, at den samlede nettoeksponering i alle aktiver og passiver, afledte finansielle instrumenter, valuta, og børsnoterede investeringsfonde på eksponeringstidspunktet maksimalt kan andrage DKK 300 for hver DKK 100 i egenkapital. Eksponeringen mod obligatio-

² Markowitz, H., 1952: "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, Vol VII, No. 1, Marts 1952, samt Sharpe, W., F., 1994: "The Sharpe Ratio", *The Journal of Portfolio Management*, Efterår 1994

ner med en rating på AA eller højere samt afledte instrumenter på renter indgår ikke i beregningen af den samlede nettoeksponering.

5 Selskabet tilstræber at sammensætte en optimal portefølje med det højest mulige risikojusterede afkast med henblik på at generere det højest mulige nettoafkast efter skat og omkostninger. Set over en meget lang periode forventes porteføljen gennemsnitligt at blive gearet en gang svarende til, at den investerede kapital gennemsnitligt forventes at udgøre 200 % af egenkapitalen. Målt over en 20-årig analyseperiode fra medio 1987 til medio 2007 har den historisk optimale portefølje bestået af omtrent 70 % obligationer, 20 % REITs og 10 % globale aktier³. I den nærmeste fremtid forventes Selskabets portefølje at afvige herfra⁴, men set over en meget lang tidshorizont er det sandsynligt, at Selskabets portefølje gennemsnitligt vil bestå af ca. to dele obligationer for hver del risikofyldte aktiver, i form af REITs og globale aktier.

15 En historisk analyse baseret på den nævnte 20-årige analyseperiode viser, at den historisk optimale portefølje gearet en gang over en 20-årig periode har haft et gennemsnitligt afkast på 13,98 % p.a. og udsving omkring dette afkast svarende til en standardafvigelse på 10 %. Globale aktier havde i den samme periode til sammenligning et afkast på 11,60 % og en standardafvigelse på 14,17 %. Den historiske analyse viser, at porteføljen har haft en lavere risiko samt færre og mindre negative afkast i forhold til aktiemarkedet. Derudover har den angivne portefølje haft mindre sandsynlighed for store tab men også leveret højere positive afkast.

20 En betydelig risikofaktor ved investering i Selskabet udgøres af den risiko, der knytter sig til Porteføljeforvalters varetagelse af sit hverv. Sammensættes således en inoptimal portefølje, og træffes der kontinuerligt uhensigtsmæssige beslutninger vedrørende navnlig aktivsammensætning, enkeltinvesteringer og investeringsomfang, kan risikoen blive markant højere end den, der gør sig gældende for en optimal portefølje. For en uddybning af risikoen ved investering i Selskabet henvises til afsnittet om risikofaktorer⁵.

30 Selskabet har mulighed for at lånefinansiere investeringer, hvilket i sig selv forøger risikoen for tab. Især i det seneste årti har der været mulighed for at anvende investeringsstrategier baseret på permanent lånoptagelse til finansiering af gearede investeringsporteføljer, bestående af aktier og oftest lange obligationer med en høj direkte rente, med et succesfuldt resultat⁶. Det er Selskabets opfattelse, at sådanne strategier ikke nødvendigvis vil kunne generere tilsvarende høje afkast i fremtiden og vil kunne være mere risikofyldte end det historisk set har været tilfældet. Selskabet betragter det derfor som en betydelig fordel, at det er fritstillet med hensyn til anvendelse af fremmedfinansiering således, at der kun gøres brug heraf, når Selskabet vurderer, at sandsynligheden for et attraktivt afkast vurderes klart at overstige risikoen for at lide et tab.

40 I forbindelse med en fremtidig tilpasning af de globale ubalancer er det sandsynligt, at en betydelig global vækstnedgang samt eventuelt højere inflation og renteniveauer vil blive resultatet. En sådan økonomisk udvikling vil alt andet lige udøve en negativ indflydelse på afkastudviklingen for stort set alle investeringsaktiver. En sådan udvikling ville på en gang være en mulighed og en udfordring for Selskabet. Det er Porteføljeforvalters opfattelse, at Selskabet ikke er afhængig af en generel positiv udvikling for at kunne opfylde dets målsætning.

45 Under den givne markedsmæssige baggrund vil ProtektorINVEST A/S' afkastmålsætning stille høje krav til Porteføljeforvalteren. Outperformance i forhold til de generelle aktie-, obligations- og REIT-indeks vil efter Selskabets opfattelse i særlig grad bero på evnen til at foretage en hensigtsmæssig allokering på aktivklas-

³ Som benchmark for obligationer anvendes en kombination af EFFAS > 1 og en 5-årig dansk statsobligation. Dette skyldes at EFFAS > 1 ikke dækker hele analyseperioden, hvorfor den 5-årige danske statsobligation er anvendt som approksimation for de første 5 års historik. Som benchmark for globale aktier anvendes MSCI World Net Value, mens REITs repræsenteres ved FTSE NAREIT Equity Index.

⁴ Afsnit 5.

⁵ Afsnit 3.

⁶ Jf. tabel 3.a, 3.b og figur 3.7.

ser, geografiske områder og sektorer, samt i et vist omfang tillige på evnen til at foretage selektive investeringer i værdipapirer, som vil klare sig bedre end deres respektive aktivklasse.

- 5 Med udgangspunkt i de aktuelle markedsforhold (ultimo 2007) forventer Selskabet at investere en væsentlig andel af den rejste kapital i nøje udvalgte aktier. Aktieeksponeringen forventes dog at afvige markant fra sammensætningen i de ledende aktieindeks. Derudover forventer Selskabet at have en begrænset eksponering mod REITs, idet aktivklassen er forholdsvis dyrt prisfastsat. Endelig forventer Selskabet, at obligationsbeholdningen overvejende vil bestå af obligationer med en relativ lav renterisiko.
- 10 På tidspunktet for offentliggørelse af prospektet har selskabet ikke foretaget nogen investeringer. De planlagte investeringer, som er beskrevet i afsnit 4, forventes påbegyndt umiddelbart efter tegningsperiodens afslutning.
- 15 Udbuddet vil bestå af minimum 995 stk. nye aktier á nominelt DKK 100.000. Den eksisterende aktionær (EgnsINVEST Management A/S) 5 stk. aktier á nominelt DKK 100.000 udbydes sammen med de nye aktier.
- 20 Udbuddet gennemføres, såfremt der minimum tegnes 995 stk. nye aktier á nominelt DKK 100.000 svarende til et samlet udbud på nominelt DKK 99.500.000. Der udbydes maksimalt 10.000 aktier á nominelt DKK 100.000, svarende til et samlet udbud på nominelt DKK 1.000.000.000.
- 25 De udbudte aktier tegnes til DKK 101.500 pr. aktie á nominelt DKK 100.000, franko. Tegningskursen svarer til kurs 100 med tillæg af forventede omkostninger ved Udbuddet, ialt DKK 1.500 pr. aktie. Kursen ligger fast i tegningsperioden.
- 30 Aktierne udbydes i perioden 28. januar 2008 til 13. februar 2008, begge dage inklusive. For en uddybning af tegningsbetingelser henvises til afsnittet herom.
- Betaling finder sted den 19. februar 2008 mod registrering af aktierne i Værdipapircentralen.
- Første handelsdag på First North forventes at blive den 20. februar 2008. Kortnavnet er PROINV

3. Risikofaktorer

5 Investering i Aktierne indebærer risici. Potentielle investorer bør som led i deres overvejelse om, hvorvidt de skal investere i de udbudte Aktier, nøje vurdere informationerne i dette afsnit samt Prospektets øvrige oplysninger. Risikofaktorerne jf. afsnit 3 er belyst efter Selskabets bedste skøn. Skøn vedrørende resultatforventningerne og risici er, grundet Selskabets korte historik, alene foretaget på baggrund af Selskabets forventninger til markedet og samarbejdspartners skøn af markedet og ejdomsinvestering.

10 De nedenfor anførte risici er ikke udtømmende men indeholder efter Selskabets vurdering de væsentligste risici. Endvidere er rækkefølgen, hvori risikofaktorerne beskrives, ikke et udtryk for disses betydning.

Realiseres en eller flere af de beskrevne risikofaktorer, vil kursen på Selskabets Aktier kunne falde, og investorerne vil kunne miste hele eller dele af deres investering.

15 Da udviklingen af de makroøkonomiske risici og de specifikke risici kan have en betydelig indflydelse på Selskabets resultater og dermed på investors afkast, bør investor søge professionel rådgivning inden en eventuel investering, herunder rådgivning om skatteforhold.

3.1. Historiske risikomål

20 ProtektorINVEST A/S er et nystiftet selskab og kan derfor ikke vise en faktisk, historisk risiko for Selskabet. Imidlertid kan den historiske risiko for en portefølje, opstillet ud fra Selskabets investeringsstrategi, give et godt bidrag til vurderingen af risikoen ved investering i Selskabet samt belyse egenskaberne ved Selskabets strategi.

25 Ved enhver form for historisk analyse er det vigtigt at understrege, at fortiden ikke nødvendigvis er en god indikator for den fremtidige udvikling. Er risikoen målt over en meget lang tidshorison, er den historiske risiko dog et godt, om end ikke det bedste bud på fremtiden.

30 I de følgende afsnit omkring historiske risikomål er der, med mindre andet er nævnt, benyttet en analyseperiode på 20 år, som strækker sig over perioden fra medio 1987 til medio 2007⁷. Det er tilstræbt at anvende data for en analyseperiode af længst mulig varighed med henblik på at afspejle en mere fuldstændig repræsentation af mulige markedsforhold. Gennem analyseperioden er der som udgangspunkt benyttet en optimal portefølje, der afspejler, hvordan Selskabet ifølge investeringsstrategien gennemsnitligt ville have tilstræbt at have sammensat dets portefølje i det givne tidsrum. Denne, i historisk henseende, optimale portefølje har bestået af cirka 70 % fordelt i obligationer, 10 % i aktier og 20 % i REITs⁸. Den optimale portefølje er fundet ud fra simpel porteføljetheori ved at optimere det risikojusterede afkast over analyseperioden⁹.

40 Den historiske risikoprofil for Selskabets investeringsstrategi kan belyses på flere måder. Det nok mest benyttede risikomål er opgørelsen af en porteføljes standardafvigelse, som angiver porteføljens historiske udsving omkring middelværdien¹⁰. Foruden en analyse af den historiske standardafvigelse på porteføljen, vil porteføljens tabsfrekvens samt dårligste og bedste afkast blive analyseret.

45 En potentiel risiko ved Selskabets investeringsstrategi er desuden, hvis Selskabet på en systematisk måde skulle tilsidesætte dets investeringsstrategi og træffe investeringsmæssige dårlige valg. Den historiske risiko ved systematisk at træffe dårlige investeringsmæssige valg og derved sammensætte den i historisk

⁷ Datamaterialet er indhentet fra Bloomberg.

⁸ I Prospektet anvendes 3 måneders US Generic Government Bonds, som approksimation for den risikofrie rente.

⁹ Markowitz, H., (1952): "Portfolio Selection", *The Journal of Finance*, vol VII, No. 1, Marts 1952.

¹⁰ Standardafvigelsen alene er kun et præcist mål for risiko, så længe afkastserien er normalfordelt. Dette er ikke tilfældet for den historiske portefølje og heller ikke i overensstemmelse med ProtektorINVEST A/S' strategi om færre tab. Som det er gældende for finansiel teori accepteres bruddet på denne forudsætning.

henseende gennemsnitligt set mest risikofyldte og inoptimale portefølje inden for Selskabets investerings- og risikorammer er derfor tillige analyseret.

3.1.1. Risiko målt ud fra standardafvigelse

- 5 Tabel 3.a illustrerer historiske afkast og risici givet ved standardafvigelsen. Tabellen er opdelt i de tre aktivklasser, som Selskabet primært har til formål investere i, og der er valgt indeks for de respektive aktivklasser, som dels giver mulighed for en lang analyseperiode og dels giver det mest repræsentative billede af Selskabets strategi. Obligationer er repræsenteret ved EFFAS-indekset med varighed større end 1 samt en 5-årig dansk statsobligation¹¹, aktier ved MSCI World Net Value og REITs ved FTSE NAREIT Indeks. Porteføljen er valutaafdækket, og det forudsættes, at der kan lånes til 3 måneders CIBOR uden tillæg.
- 10 Over analyseperioden har obligationerne haft den klart laveste risiko på 4,31 % i årlig standardafvigelse. REITs udmærker sig ved at have en lavere standardafvigelse samt et højere afkast end aktier, hvilket i allokeringssammenhæng alt andet lige bevirker en højere andel af REITs frem for aktier.

Tabel 3.a: Afkast og risiko på optimal portefølje

	Obligationer		Aktier		REIT		Portefølje		Portefølje (1xgearing)	
	Afkast	Std.afv.	Afkast	Std.afv.	Afkast	Std.afv.	Afkast	Std.afv.	Afkast	Std. afv.
1 år	-0,19%	2,50%	25,34%	6,84%	35,99%	12,48%	6,88%	3,43%	11,39%	6,84%
2 år	2,52%	2,77%	17,39%	7,68%	24,24%	14,07%	7,82%	3,62%	13,53%	7,24%
3 år	4,08%	2,64%	17,86%	7,52%	27,49%	16,22%	9,46%	4,23%	17,07%	8,47%
5 år	5,23%	2,94%	13,47%	13,77%	24,44%	14,28%	8,96%	3,79%	15,46%	7,61%
10 år	5,83%	2,99%	10,22%	14,41%	15,56%	13,80%	7,95%	4,15%	12,60%	8,33%
15 år	6,59%	3,58%	10,90%	13,47%	15,41%	13,08%	8,61%	4,28%	13,00%	8,59%
20 år	8,50%	4,31%	11,60%	14,17%	14,02%	13,00%	10,22%	5,06%	13,98%	10,00%

- 15 Note: Optimal portefølje: Obligationer 70%, Aktier 10% og REIT's 20%. Afkast for den gearede portefølje er justeret for låneomkostninger.

- 20 Samvariationen mellem de enkelte aktivklasser samt den lave andel af aktier og REITs i optimalporteføljen, jf. tabel 3.a, bevirker, at risikoen i den ugearede portefølje stort set bliver på niveau med en ren obligationsinvestering, dog med et væsentligt højere afkast. I det efterfølgende vises den teoretiske optimale porteføljes historiske standardafvigelser overfor MSCI World Net, jf. figur 3.1. Hermed illustreres porteføljens risiko i forhold til det generelle aktiemarked.

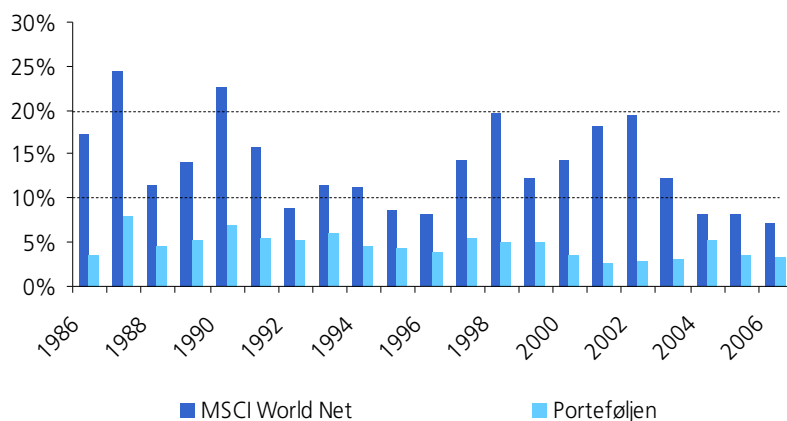
25

30

35

¹¹ Da EFFAS >1 ikke dækker hele analyseperioden, men perioden fra ultimo 1991 og frem, er der før denne dato, som approksimation, benyttet en 5-årig dansk statsobligation.

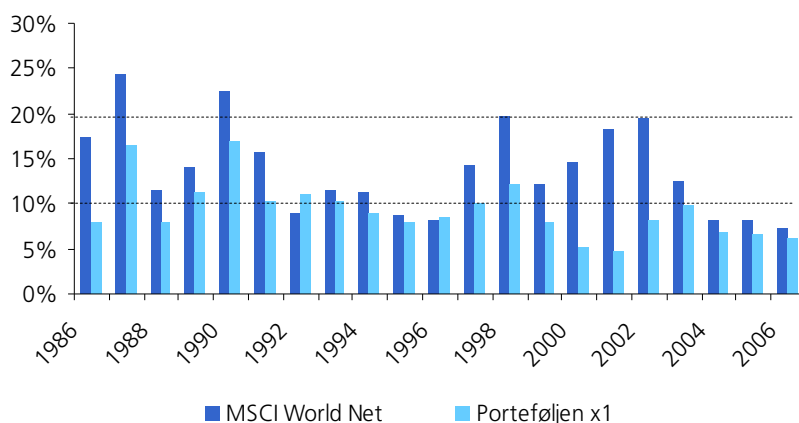
Figur 3.1: Historiske standardafvigelser for den teoretiske optimale portefølje og MSCI World Net



Note: Årlige standardafvigelser for den ugearede portefølje og MSCI World Net.

- 5 For at give et mere retvisende udtryk for porteføljens risiko under Selskabets investeringsstrategi er porteføljen gearet 1 gang svarende til, at den investerede kapital er på 200 % af egenkapitalen, jf. figur 3.2. Målt over en lang tidshorizont forventer Selskabet således gennemsnitligt at have et gearingsniveau på 1 (soliditet på 50 %) svarende til, at halvdelen af Selskabets mulighed for at anvende fremmedkapital til finansiering af dets investeringer gennemsnitligt forventes at være udnyttet.

Figur 3.2: Historiske standardafvigelser for den teoretiske optimale gearede portefølje og MSCI World Net



Note: Årlige standardafvigelser for den gearede portefølje og MSCI World Net.

- 10 Ved en sammenligning af figur 3.1 og 3.2 fremgår det, at standardafvigelsen på den gearede portefølje i stort set samtlige år, har været mindre end standardafvigelsen på aktiemarkedet. Endvidere fremgår det, at et gearingsniveau, der fordobler den investerede kapital, stort set har fordoblet risikoen¹².

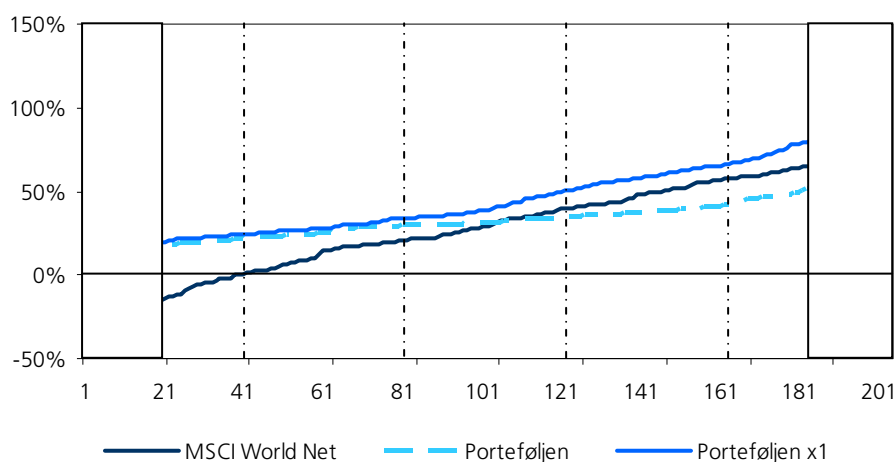
¹² Lånerenten kan have indflydelse på den gearede porteføljens risiko. Foretages der lån i fremmed valuta, bidrager dette med yderligere risiko.

3.1.2. Dårligste og bedste afkast

En væsentlig del af strategien for Selskabet er at søge at undgå tab. Dette giver anledning til anvendelse af alternativer til standardafvigelsen som mål for risikoen på Selskabets investeringsstrategi.

- 5 Ved at se på Rullende afkast for porteføljen over 3-årige perioder synliggøres et andet mål for risiko i form af antallet af observerede tab. Figur 3.3 viser afkastene for MSCI World Net og den optimale portefølje gearet og ugearet for rullende 3-års-perioder over analysehorisonten¹³. Afkastene er sorteret fra laveste til højeste.

Figur 3.3: Fra laveste til højeste afkast



- 10 Note: Grafen er inddelt i femte dele, hvor de matte linier til venstre indikerer afkast ProtektorINVEST A/S forsøger at undgå, mens de matte linier til højre repræsenterer afkast Selskabet ofte vil acceptere at give afkald på, idet disse perioder ofte er forbundet med en betydelig risiko. De matte linier udgør tilsammen ca. 20 % af udfaldene. De enkelte afkastobservationer er baseret på 3-årige perioder.

- 15 Ud fra grafen ses det, at den historiske portefølje – gearet eller ej – ikke har genereret negative afkast i nogen 3-årig periode over analysehorisonten. Dette skyldes især diversifikationseffekterne ved porteføljesammensætningen samt den relativt store andel af obligationer. Den gearede portefølje har kun genereret lavere afkast end den ugearede portefølje for fem af observationerne. Udnyttelsen af fremmedfinansiering i analyseperioden ville således have virket som et forstærkende element til at opnå en afkastserie med væsentlig større positive afkast samtidig med, at den optimale porteføljes attraktive karakteristika ville have medført en stabil afkastserie med få negative afkast. Beregningerne er, som tidligere anført, foretaget ud fra historiske data og skal ikke opfattes som en garanti for, at Selskabet vil kunne sammensætte en ligeså optimal portefølje i fremtiden. Resultaterne er dog et udtryk for, at strategien om at nedbringe sandsynligheden for tab ved at udnytte aktiver med forskellige afkast- og risikokarakteristika samt attraktive samvariationer er velfunderet.

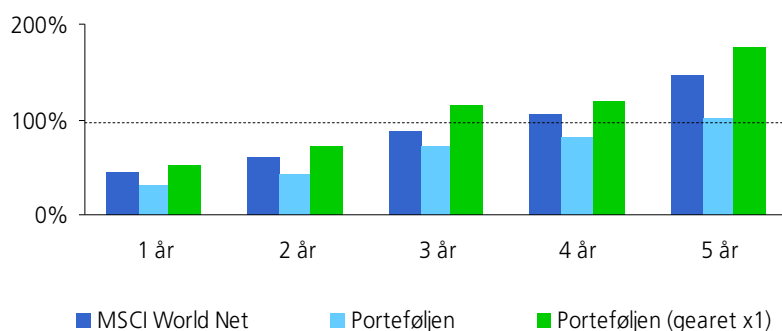
- 30 For andre periodelængder end tre år har den gearede portefølje reelt kun resulteret i negative afkast i rullende perioder kortere end to år, mens der historisk set kan observeres negative afkast over alle helårige rullende perioder kortere end fem år for MSCI World Net. Diversifikationseffekten ved at anvende flere aktivklasser, deriblandt REITs, har historisk set resulteret i en portefølje med relativ lav risiko og færre negative afkast, end det er tilfældet for MSCI World Net.

¹³ 3-årig rullende perioder over en 20-årig horisont betyder, at analysen er baseret på 204 observationer.

Med hensyn til de ekstreme positive afkast har den gearede portefølje i forhold til MSCI World Net givet højere afkast på trods af den relativt lave risiko. Sammenlignet med det generelle aktiemarked har den ugearede portefølje givet en smule lavere maksimale gevinster for alle periodelængder.

- 5 I Figur 3.4 illustreres de maksimale afkast observeret for forskellige tidshorisonter for både den gearede og ugearede portefølje sammenlignet med MSCI World Net.

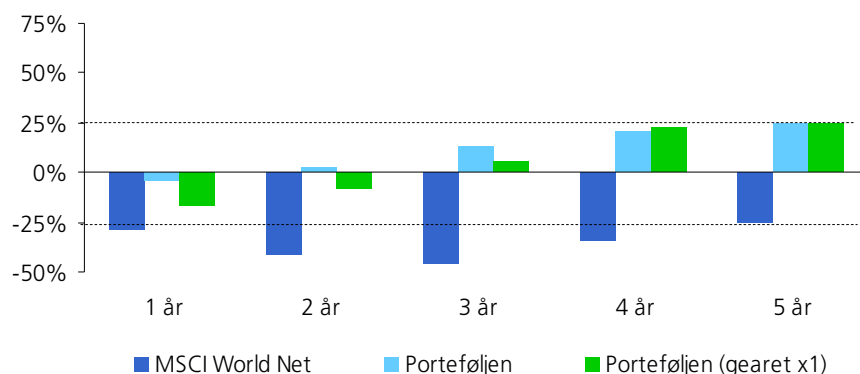
Figur 3.4: Maksimale rullende afkast



10 Note: Grafen viser maksimale Rullende afkast over perioder på 1, 2, 3, 4 og 5 år for den gearede og ugearede historisk optimale portefølje og MSCI World Net.

- 15 Kun for den gearede portefølje er der observeret højere afkast end det generelle aktiemarked for de viste tidshorisonter. De lavere afkast for den ugearede portefølje kan fortolkes som en omkostning i forhold til den stabilitet, der opnås i form af færre negative afkast og som resultatet af en høj obligationsandel i porteføljen. Denne egenskab fremgår tydeligt af figur 3.5. I analyseperioden er der ikke observeret negative afkast for den ugearede og gearede optimale historiske portefølje i tidsperioder af mere end henholdsvis et og to års varighed. Samtidig er der observeret negative afkast over alle tidshorisonter for MSCI World Net.

Figur 3.5: Minimale rullende afkast



- 20 Note: Grafen viser minimale Rullende afkast over perioder på 1, 2, 3, 4 og 5 år for den gearede og ugearede historisk optimale portefølje og MSCI World Net Value.

Som anført er ovenstående beregninger baseret på historiske afkast for en teoretisk optimal portefølje og er derfor ikke nødvendigvis et udtryk for forventningerne til fremtidige afkast og risici. Selskabets strategi er dog at søge at sammensætte en portefølje, der gennemsnitlig set indeholder disse egenskaber.

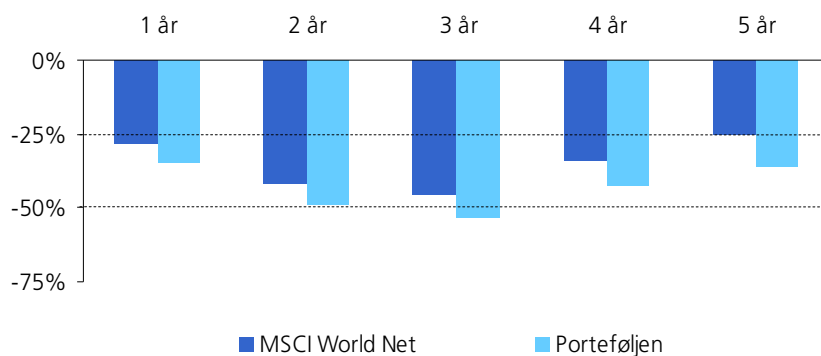
5 3.1.3. Risiko ved en inoptimal portefølje

Som tidligere nævnt giver de historiske data ikke nødvendigvis et repræsentativt billede af den fremtidige risiko i Selskabet. Både sammensætningen af aktiver og passiver samt den samlede eksponering kan således efter omstændighederne afvige betydeligt fra den historisk optimale portefølje.

- 10 For at illustrere risikoen ved, at Porteføljeforvalteren udnytter sine beføjelser på en uhensigtsmæssig måde og dermed ikke følger den tilsigtede strategi, vises et eksempel, hvor det forudsættes, at Selskabets investeringsrammer har været udnyttet maksimalt til at investere i den værst tænkelige aktivkombination over den 20-årige periode. Den værst tænkelige historiske portefølje har bestået af 120 % aktier målt i procent af egenkapitalen, da aktier, ud fra en sammenligning af risikjusterede afkast, har været det mindst attraktive aktiv med en årlig standardafvigelse på 14,17 % og et gennemsnitlig årligt afkast på 11,60 %. Til sammenligning har REITs haft en standardafvigelse på 13,00 % og genereret et afkast på 14,02 %¹⁴.

- 15 Da Selskabets portefølje som udgangspunkt ikke vil være sammensat på den angivne måde, og da både aktivfordelingen og finansieringen i Selskabet reelt vil variere over tid, giver den inoptimale portefølje ikke et billede af strategien eller den forventede risiko. Da det er muligt at sammensætte en portefølje svarende til den inoptimale portefølje inden for Selskabets investerings- og risikorammer, tjener eksemplet derfor til at tydeliggøre, at der inden for disse rammer er en risiko for at generere betydelige tab.

Figur 3.6: Minimale rullende afkast for MSCI World Net og mest inoptimale portefølje



- 25 Note: Figuren viser minimale Rullende afkast over perioder på 1, 2, 3, 4 og 5 år for den mest inoptimale portefølje og MSCI World Net.

- 30 Den historisk inoptimale portefølje, jf. figur 3.6, giver et markant anderledes billede, end det var tilfældet for den optimale portefølje i figur 3.4. De maksimale tab overstiger således tabene for MSCI World Net for alle investeringshorisonter.

¹⁴ Beregningerne er baseret på samme datagrundlag som for den optimale portefølje, hvilket indebærer, at valutakursudsving ikke har indflydelse på de angivne afkast og risici. Porteføljen er således valutaafdækket, og det forudsættes, at der lånes til 3 måneders CIBOR uden tillæg.

3.2. Risici ved aktiv formueforvaltning

Analysen af den historiske risiko¹⁵ bygger på de mest anerkendte metoder fra den finansielle teori. Svagheden ved metoderne er, at de ikke afspejler konsekvenserne af aktiv formueforvaltning.

5 Bestemmelsen af den optimale og inoptimale portefølje bygger på historiske data fra analyseperioden. Over denne periode findes den porteføljesammensætning, som gennemsnitlig har været mest optimal eller inoptimal at holde over hele perioden. Gennemsnitsbetragtningen ignorerer muligheden for at øge vægtningen i en eller flere af porteføljens aktivklasser i perioder med henblik på at øge det samlede afkast og/eller reducere den samlede porteføljerisiko.

10 Ulempen ved teorien er, at den finder den mest hensigtsmæssige aktivallokering, som det ville have været mest fordelagtigt at holde over hele analyseperioden. Teorien forudsætter derfor en strategi, hvor vægterne holdes konstante over hele investeringshorisonten. Dermed ignoreres muligheden for periodevis at over-/undervægte en eller flere aktivklasser i bestræbelserne på at øge det langsigtede absolutte nettoafkast.

15 En nærmere analyse af den aktive investeringsproces er naturligvis vanskelig, idet det kræver en dynamisk tilgangsvinkel til porteføljeoptimeringen. De historiske data viser, at hvis de enkelte aktivklasser blot nogle ganske få gange var blevet nedbragt/øget i perioder, hvor disse syntes relativt dyre/billige, ville dette have haft en betydelig positiv effekt på det samlede risikojusterede afkast. Teoretisk set er den modsatte situation, dvs. at enkelte aktivklasser øges/nedbringes, i perioder, hvor disse er relativt dyre/billige, også mulig. Aktiv formueforvaltning kan, sammenholdt med gennemsnitsbetragtninger for en passiv styret portefølje, således både forøge eller forringe det risikojusterede afkast.

20 Den historiske analyse baserer sig endvidere på indeks for de enkelte aktivklasser. Selskabets eksponering mod de enkelte aktivklasser vil ofte afvige, endog betydeligt, fra den værdipapirsammensætning, der ligger til grund for de anvendte indeks. Ved den aktive styring er der derfor yderligere risici forbundet med enkeltpapirudvælgelse og i forbindelse med valutakursudsving, der knytter sig til investering i værdipapirer i fremmedvaluta.

25 Porteføljeoptimeringens gennemsnitsbetragtning baseret på en lang tidshorisont er teoretisk set det bedste bud på risikoen ved Selskabets strategi, men grundet ovenstående kritikpunkter vil aktivsammensætningen samt afkast og risiko for den historisk optimale portefølje ikke give en dækkende beskrivelse af den fremtidige udvikling. Derudover kan specifikke forhold for den anvendte periode have afgørende betydning for den teoretisk set optimale fordeling mellem aktivklasserne. Eksempelvis faldt renteniveauet betydeligt i analyseperioden, hvorfor en obligationsandel på 70 % ikke nødvendigvis vil være den optimale målt over andre tidsperioder af lang varighed og derfor ikke nødvendigvis i fremtiden. For en nærmere diskussion af Selskabets fremtidige udvikling henvises til afsnittet om forventninger til fremtiden¹⁶.

3.3. Renterisiko

40 Renteændringer vil både kunne påvirke aktivsiden og passivsiden i Selskabet. I forbindelse med obligationsinvesteringer har renten indflydelse på obligationsafkastet, da kursværdien vil falde ved rentestigninger og stige ved rentefald. Samtidig kan renten også, idet omfang Selskabet har benyttet lånekapital til finansiering af dets investeringer, have direkte indflydelse på finansieringsomkostningerne.

45 Renterisikoens indflydelse på den samlede porteføljes risiko afhænger dermed af aktivernes og passivernes sammensætning samt af størrelsen på renteudsvinget. Da rentestigninger generelt har en negativ indvirkning på aktivers værdi, kan ændringer i renteniveauet også have en effekt på kursudviklingen for aktier og REITs.

¹⁵ Afsnit 3.1.1.

¹⁶ Afsnit 5.

For så vidt angår renterisikoen på Selskabets investeringer henvises til afsnittet om risiko målt ud fra standardafvigelse¹⁷, mens renterisikoen i forbindelse med Selskabets finansiering er belyst nærmere i afsnit 3.7 nedenfor om finansieringsrisiko¹⁸.

5

3.4. Aktierisiko

Selskabets aktieeksponering er behæftet med en generel markedsrisiko i form af daglige udsving på aktiemarkedene. Aktiemarkedet kan både stige og falde som følge af selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markeds-mæssige og generelle økonomiske forhold. Selskabet kan samtidig tage positioner i udenlandske selskaber, hvorfor Selskabet kan være eksponeret mod landespecifikke forhold.

10

I forbindelse med investering i udenlandske aktier kan der tillige være en større eller mindre valutarisiko. Valutarisikoen er nærmere beskrevet i afsnittet herom¹⁹.

15

Performance for aktieandelen i Selskabets portefølje vil yderligere afhænge af de foretagne aktievalg. Udviklingen for de enkelte aktier vil navnlig afhænge af de enkelte selskabers driftsmæssige og økonomiske udvikling. Enkeltaktier kan dog have kursudsving, der ikke direkte kan henføres til det enkelte selskabs udvikling, og kursudsving kan som følge af den generelle markedsrisiko være større eller mindre end markedet som helhed.

20

Ovenstående risikofaktorer er ikke udtømmende, idet andre faktorer, herunder forhold der er nævnt andetsteds i afsnit 3, ligeledes kan have indflydelse på aktiekurserne. Desuden kan aktier reagere forskelligt på de samme forhold og hændelser.

25

3.5. REITs risiko

Andele i REITs handles og erhverves som aktier. De samme risici, som knytter sig til aktier, gør sig også gældende for REITs. Der er dog væsentlige karakteristika ved REITs, som adskiller aktivklassen fra det generelle aktiemarked, hvilket også kommer til udtryk ved den lave historiske samvariation mellem REITs og aktier.

30

Generelt har de risikofaktorer, som knytter sig til erhvervsejendomsmarkedet en væsentlig betydning for risikoen ved investering i REITs. Det drejer sig navnlig om prisudviklingen på erhvervsejendomsmarkedet, overbebyggelse – som kan være med til at øge andelen af ledige ejendomme – lejemålbegrænsninger, udviklingen i lejepriserne og renteændringer. Også ejendomsbeskatning samt udviklingen i den generelle økonomi er relevante risikofaktorer i forbindelse med investeringer i REITs. Derudover eksisterer der også en risiko for, at lejere ikke overholder deres forpligtelser. Visse REITs er desuden afhængige af offentlige bevillinger og tilskud.

35

Der findes REITs inden for mange forskelligartede ejendoms-kategorier, herunder kontorer, butikker og indkøbscentre, lejligheder, hospitaler og plejehjem, hoteller samt industri- og logistikejendomme. Herudover kan den enkelte REITs' ejendomsbesiddelse være mere eller mindre koncentreret på visse lande, regioner eller byer. De angivne risikofaktorer for erhvervsejendomme kan, afhængig af tidspunktet, ejendoms-kategorien og den enkelte REIT, have en forskellig betydning og relevans, ligesom der kan være specifikke forhold, herunder regionale forhold, som kun er relevante for visse REITs.

40

45

REITs udbetaler generelt forholdsvis høje udbytter sammenlignet med aktier. Generelt påvirkes aktivklassen derfor i meget høj grad af udviklingen og niveauet for de løbende udbyttebetalinger.

¹⁷ Afsnit 3.1.1.

¹⁸ Afsnit 3.7.

¹⁹ Afsnit 3.6.

5 En væsentlig betragtning i forbindelse med investering i REITs er, at udviklingen på det private ejerboligmarked generelt har ringe direkte betydning for REITs. Udviklingen på det private boligmarked har imidlertid betydning for samfundsøkonomien og dermed også, på længere sigt, for REITs. For REITs, der opererer inden for boligejendomme, er en negativ udvikling for det private ejendomsmarked ikke entydig dårlig, idet en sådan udvikling typisk vil medføre et lavere udbud af nye huse og lejligheder. Endvidere vil de private husholdninger under sådanne omstændigheder typisk udvise større forsigtighed med at foretage boliginvesteringer, hvilket vil understøtte lejemarkedet.

10 For at begrænse risikoen hidrørende fra REITs må REIT-eksponeringen, inklusive afledte finansielle instrumenter på REITs i procent af egenkapitalen, ikke overstige 120 % af egenkapitalen. De nærmere begrænsninger vedrørende REIT-eksponeringen er beskrevet i afsnittet om REITs²⁰ samt i afsnittet om investerings- og risikorammer²¹.

3.6. Valutarisiko

15 Selskabet kan investere i aktier, REITs og obligationer på stort set alle globale markeder og optage lån i fremmed valuta²². Afhængig af Selskabets nettoeksponering over for fremmed valuta vil Selskabet således kunne påtage sig en valutarisiko. Risikoen ved en nettoeksponering i fremmed valuta er belyst gennem de historiske niveauer for standardafvigelsen på en række hovedvalutaer, jf. tabel 3.b.

Tabel 3.b: Standardafvigelser for valuta

	USDDKK	JPYDKK	GBPDKK	EURDKK	CHFDKK
	Std. afv.	Std. afv.	Std. afv.	Std. afv.	Std. afv.
1 år	6,45%	6,12%	4,27%	0,11%	3,64%
2 år	7,51%	6,20%	4,00%	0,21%	4,16%
3 år	7,30%	7,31%	4,62%	0,22%	4,42%
5 år	8,48%	7,63%	5,59%	0,21%	9,97%
10 år	9,28%	12,01%	7,07%	N/A	12,70%
15 år	9,51%	11,47%	7,50%	N/A	16,13%
20 år	10,08%	10,87%	7,24%	N/A	15,89%

20 Note: Tabellen viser annualiserede standardafvigelser over forskellige tidshorisonter. Der er kun data for EURDKK siden lanceringen af euroen.

25 Der er over perioden taget udgangspunkt i de globale kernevalutaer: USD, JPY, GBP, EUR og CHF. Set over en 20-årig periode har de nævnte valutaers udsving over for DKK medført standardafvigelser på omkring 10 % med GBP og CHF som undtagelser. Britiske pund har i perioden haft den laveste standardafvigelse på 7,24 %, mens schweiziske franc har haft den højeste på godt 16 %. Dette har dog ændret sig markant i de seneste år. Euro har i de sidste fem år haft den laveste standardafvigelse på 0,21 %, hvilket naturligtvis skyldes Danmarks fastkurspolitik over for euroen.

30 Generelt vil Selskabet være påpasselig med at have en større nettoeksponering i valutaer, der traditionelt har store udsving overfor DKK. For at begrænse den samlede risiko er der fastsat begrænsninger på størrelsen af eksponeringen, Selskabet netto kan etablere i fremmed valuta. Disse grænser er angivet i afsnittet om investerings- og risikorammer²³.

3.7. Finansieringsrisiko

35 Selskabet kan anvende fremmedfinansiering, herunder eventuelt i form af lån i fremmed valuta, til at øge eksponeringen mod den foretrukne portefølje. Afhængig af omfanget og sammensætningen af en eventuel finansiering kan en investering i Selskabet tillige være forbundet med en større eller mindre finansieringsrisiko.

²⁰ Afsnit 4.5.5.

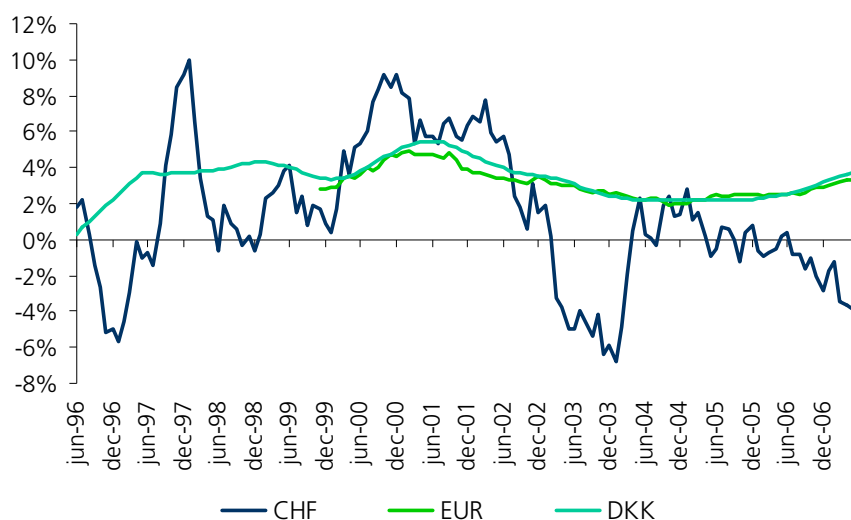
²¹ Afsnit 4.3.

²² Jf. dog Selskabets investerings- og risikorammer, *afsnit 4.3*.

²³ Afsnit 4.3.

I forbindelse med anvendelsen af fremmedfinansiering udgør udsvingene i lånerenten samt valutarisikoen på eventuelle lån optaget i fremmed valuta Selskabets samlede finansieringsrisiko. Alt afhængig af valutakurs- og renteutviklingen kan finansieringsrenten, inklusive valutaeffekter, således blive både lavere eller højere end tilsigtet og derved bidrage både positivt eller negativt til porteføljens afkast.

Figur 3.7: Udviklingen i finansieringsrenterne



Note: Finansieringsrenten i DKK inklusive valutakurseffekter ved lån optaget i DKK, EUR og CHF.

I Figur 3.7 er de effektive finansieringsomkostninger ved låneoptagelse i DKK, EUR og CHF illustreret. Fastkurspolitikken vedrørende den danske krone har gjort, at valutarisikoen knyttet til Euro har været minimal. Ved optagelse af lån i Euro har valutakursudsving derfor ikke spillet en betydelig rolle for de effektive finansieringsomkostninger. Af Figur 3.7 fremgår det, at omkostningen ved at optage lån i DKK eller EUR i juli 2007 lå på omkring 3,5 % p.a., eksklusiv det rentetillæg Selskabet skal betale i forhold til den gældende interbank- eller pengemarkedsrente. Finansieringsomkostningen ved optagelse i CHF har i perioden været væsentligt mere varierende end ved låneoptagelse i DKK og EUR. Dette skyldes valutakomponenten, der øger den samlede finansieringsrisiko. Ved udgangen af juni 2007 ville en finansiering i CHF kunne foretages til omkring 2,5 % p.a., eksklusiv tillæg.

Tabel 3.c: Finansieringsrenter inklusive valutakurseffekter og standardafvigelser

	CHF EFF Rente	Std. afv.	EUR EFF Rente	Std. afv.	DKK EFF Rente	Std. afv.
1 år	0,60%	2,25%	3,03%	0,23%	3,06%	0,12%
2 år	-0,06%	2,75%	2,73%	0,26%	2,64%	0,15%
3 år	0,72%	2,66%	2,54%	0,27%	2,49%	0,13%
5 år	0,24%	3,20%	2,63%	0,27%	2,72%	0,17%

Note: Tabellen viser årlige finansieringsrenter inklusive valutakurseffekter og standardafvigelser for disse.

I Tabel 3.c fremgår standardafvigelserne for de effektive finansieringsomkostninger over perioden. Fastkurspolitikken jf. ovenfor gør, at risikoen målt ved standardafvigelsen ved låneoptagelse i DKK og EUR er yderst beskeden og kan henføres til udsving i selve renteniveauet. For CHF er standardafvigelsen betydeligt højere som følge af de større udsving i valutakursen²⁴.

²⁴ Standardafvigelsen på valutaen isoleret set, fremgår af tabel 3b.

3.8. Kreditrisiko

5 Samtlige fordringer i form af obligationer indebærer en vis kreditrisiko i det omfang udstederen af obligationen (fordringen) ikke er i stand til at opfylde forpligtelserne i henhold til fordringens bestemmelser. Finansmarkedernes vurdering af kreditrisikoen er, set over længere tidshorisoner, meget varierende. I perioder, hvor kreditrisikoen vurderes at være høj eller stigende, vil kreditspændene på lavere ratede obligationer udstedt af udstedere med en kreditværdighed, der er lavere end den højeste rating AAA, have en tendens til at blive udvidet. Dette vil kunne medføre forholdsvis kraftige kursfald på sådanne obligations-

10 typer, herunder navnlig de lavest ratede obligationer benævnt "junk bonds". Den gennemsnitlige rating på Selskabets obligationsportefølje skal mindst ligge på "Investment grade niveau". En obligationsportefølje med rating på dette niveau vil kun være aktuel i tilfælde, hvor lavere ratede obligationer er meget attraktivt prisfastsat. For at begrænse den samlede risiko er der fastsat begrænsninger på størrelsen af den eksponering, Selskabet kan etablere i lavere ratede obligationer, jf. afsnittet om investerings- og risikorammer²⁵.

15 Kernen i Selskabets univers inden for obligationer er danske stats- og realkreditobligationer. Kreditrisikoen i Selskabet vurderes derfor generelt at være begrænset.

20 3.9. Andre risici

3.9.1. Adgang til finansiering

Selskabet vil ofte anvende lån til finansiering af dets investeringer. Det er derfor væsentligt for Selskabets muligheder for at gennemføre dets investeringsstrategi og dermed opnå den ønskede afkastudvikling, at det både på kort og lang sigt har rådighed over den tilsigtede finansiering.

25 Der forventes stillet kreditfaciliteter på DKK 200 mio. til rådighed for Selskabet. Låneaftalerne vil blive indgået på sædvanlige markedsvilkår. Der forventes endvidere tilknyttet en hensigtserklæring om udvidelse af det samlede kreditomfang forholdsmeæssigt i takt med udviklingen i Selskabets egenkapital.

30 Såfremt de anførte kreditfaciliteter ikke stilles til rådighed for Selskabet, vil konsekvensen kunne være, at Selskabet ikke fuldt ud vil kunne gennemføre dets investeringsstrategi. Selskabet vil i tilfælde heraf således være afskåret fra at anvende lånefinansiering til erhvervelse af værdipapirer, hvilket potentielt vil kunne forringe Selskabets muligheder for at præstere et højt afkast.

35 Selskabets ledelse skønner, at Selskabets kreditfaciliteter, nettoprovenuet fra Udbuddet samt overskudslividitet fra driften, vil være tilstrækkelig til at dække Selskabets kapitalbehov i mindst 12 måneder.

3.9.2. Operationel risiko

40 Selskabet følger specifikke rutiner og udfører en lang række opgaver i forbindelse med Selskabets drift. Derudover anvendes der i vid udstrækning it-systemer til at understøtte investeringsbeslutningerne, hvorfor bortfald af de personelle ressourcer og nedbrud af it-systemer er Selskabets væsentligste operationelle risici. Tillige udgør menneskelige fejl i forbindelse med betjeningen af it-systemerne en potentiel risiko.

²⁵ Afsnit 4.3.

3.9.3. Afviklings- og modpartsrisiko

5 Ved handel, afvikling og indgåelse af finansielle kontrakter er der en afviklings- og modpartsrisiko. Risikoen består navnlig i, at modparten på indgåede finansielle kontrakter ikke vil være i stand til at overholde sine forpligtelser i relation til betaling eller levering af den finansielle modydelse. Ved indgåelse af depotaf-
taler eller i forbindelse med oprettelse af modparter vil Selskabet i hvert enkelt tilfælde nøje vurdere afvik-
lings- og modpartsrisiciene.

3.9.4. Kursdannelse

10 Selskabet har indgået en aftale om market making med Sparekassen Kronjylland. I henhold til aftalen stiller Sparekassen Kronjylland kontinuerligt kurser på Selskabets aktier på First North. I henhold til aftalen vil market maker tilstræbe at spreadet mellem købs- og salgspriser vil ligge på niveauet 0,75 %. Market maker vil under normale markedsforhold stille priser på handelsposter på kr. 1 mio. på både købs- og salgssiden.

15 Selskabet og Porteføljeforvalteren er ikke forpligtet til at stille priser i Selskabets aktier og er ej heller forpligtet til at indløse aktionærernes aktier. Porteføljeforvalteren vil dog flere gange dagligt opgøre den indre værdi på Selskabets aktier.

20 Kursudviklingen for Selskabets aktier afhænger af udbud og efterspørgsel i markedet. Af denne grund er der ingen sikkerhed for, at værdien af Selskabets aktier altid vil blive handlet til indre værdi. Aktier i investeringselskaber svarende til Selskabet vil typisk blive handlet til kurser tæt på den indre værdi, hvilket tillige forventes at blive tilfældet for Selskabets aktier. Skulle værdien af Selskabets aktier falde til et niveau under den indre værdi, har Selskabet mulighed for at købe egne aktier, såfremt dette er i aktionærernes interesse. Selskabet er dog ikke forpligtet til at købe egne aktier.

25 I tilfælde af lovgivningsmæssige eller force majeure lignende forhold, som har markant betydning for de finansielle markeders vilkår og funktion, forbeholder market maker sig ret til at ændre købs- og salgsbetingelserne og/eller i kortere perioder suspendere prisstillingen²⁶.

3.9.5. Skattemæssige risici samt andre politiske risici

30 Selskabet har ikke oplysninger om eventuelle statslige, økonomiske, skattemæssige, monetære eller politiske initiativer, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte betydning for dets virksomhed. Det er imidlertid af afgørende betydning for Selskabets fremtidige indtjeningsudvikling at skattemyndighederne ikke vælger at betragte Selskabet som næringsdrivende ved handel med aktier.

35 Hvorvidt et selskab beskattes som næringsdrivende ved handel med aktier, afgøres efter en konkret vurdering. Der lægges i denne forbindelse blandt andet vægt på omfanget af aktiehandel, ejertid og kapitalforhold. Næringsbeskattede selskaber er generelt skattepligtige af kursgevinst og -tab på aktier. Selskabet vil ved tilrettelæggelsen af sin aktivitet og formueforvaltningsstrategi søge at tilsikre, at Selskabet som udgangspunkt vil blive betragtet som ikke-næringsdrivende. Selskabet vil dog etablere og administrere aktieporteføljen således, at porteføljen opdeles i en omsætningsbeholdning og en anlægsbeholdning. Det følger af offentliggjort skattepraksis, at investeringselskaber m.v. kan have en beholdning af både nærings- og ikke-næringsaktier. Det er Selskabets opfattelse, at aktierne i omsætningsbeholdningen, skattemæssigt skal anses som næringsaktier, mens aktierne i anlægsbeholdningen ikke skal anses som næringsaktier. Selskabet vil derved være generelt skattepligtigt af gevinst og tab på aktierne i omsætningsbeholdningen, mens aktierne i anlægsbeholdningen beskattes efter aktieavancebeskatningslovens almindelige regler.

Det er Selskabets vurdering, at Selskabet ved at indrette sin formueforvaltningsstrategi og administration i overensstemmelse med den nuværende skattepraksis udelukkende vil blive betragtet som næringsdrivende for så vidt angår aktier i omsætningsbeholdningen, men der kan ikke gives nogen garanti herfor.

5 4. Beskrivelse af ProtektorINVEST A/S

Selskabet bekræfter, at oplysninger i Prospektet fra tredjemand er gengivet korrekt, og at der efter udsteders overbevisning ud fra de oplysninger, der er offentliggjort af tredjemand, ikke er udeladt fakta, som kan medføre, at de gengivne oplysninger er unøjagtige eller vildledende.

4.1. Introduktion til ProtektorINVEST A/S

10 ProtektorINVEST A/S er et nystiftet selskab²⁷, der primært er indrettet med henblik på formuende juridiske eller fysiske personers investeringsmæssige behov. Ideen til Selskabet udspringer af en vision om at skabe en hensigtsmæssig totalløsning med henblik på akkumulering af kapital for den pågældende kreds af investorer. Med ProtektorINVEST A/S er der efter Selskabets opfattelse skabt et investeringselskab karakteriseret ved:

- 15
- En stor sandsynlighed for et højt stabilt afkast efter skat og omkostninger
 - En lav sandsynlighed for tab selv på relativt korte tidshorisonter
 - At udgifter til porteføljevaltning i vidt omfang afhænger af Selskabets langsigtede resultater
 - En hensigtsmæssig planlægning af Selskabets skattemæssige forhold
- 20
- Et minimum af administrative byrder og besvær for aktionærerne

Det er Selskabets formål at maksimere det absolutte nettoafkast efter skat og omkostninger gennem en strategi, der er indrettet med henblik på at maksimere det langsigtede risikostyrede afkast samt på at undgå tab.

25 Selskabet kan investere i aktier, obligationer og børsnoterede ejendomsselskaber (REITs) og må til brug for investering i de nævnte aktiver optage lån på indtil 200 % af egenkapitalen svarende til en soliditet på minimum 33 %. Selskabet kan endvidere anvende afledte finansielle instrumenter eller indirekte investeringer til at opnå den samme eksponering eller med henblik på at ændre eller reducere den samlede risiko.

30 Set fra aktionærernes side er Selskabet at betragte som en totalløsning, idet Selskabet, for så vidt angår det kapitalindskud, det modtager i forbindelse med nærværende udbud, varetager alle de opgaver og foretager alle de investeringsmæssige valg, som en investor typisk konfronteres med. Det gælder først og fremmest aktivallokering, udvælgelse af enkeltinvesteringer og risikostyring af f.eks. valuta- og renterisici.²⁸ Aktionærerne i Selskabet drager desuden fordel af minimale administrative byrder og af at Selskabets aktiviteter er tilrettelagt på en i skattemæssig henseende hensigtsmæssig måde. For investorer, der overvejer at erhverve aktier i Selskabet indebærer de anførte forhold, at Selskabet er velegnet til anbringelse af såvel en del som hele deres likvide formue.

35 Det er Selskabets målsætning via et højt stabilt afkast efter skat og omkostninger at forrente egenkapitalen med 100 % over alle fremtidige 7-års perioder svarende til, at værdien af aktionærernes investering i Selskabet fordobles hvert syvende år. Det er Selskabets ambition mindst at opfylde den angivne målsætning, men målsætningen er ikke og må ikke forveksles med en garanti. Af hensyn til Selskabets muligheder for at opfylde målsætningen, er dette ikke bundet til at følge noget benchmark.

²⁷ Selskabet er stiftet den 30. november 2007 af EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

²⁸ Bilag 2.

Administrator har i henhold til aftale vedlagt Prospektet, påtaget sig markedsføring og alle administrative opgaver²⁹. Porteføljeformaleren har påtaget sig det fulde investeringsansvar og står for alle investeringsbeslutninger. Udgifterne til porteføljevaltning er, for en betydelig dels vedkommende, bestemt af Selskabets langsigtede resultater. Selskabets udgifter er beskrevet i afsnittet om væsentlige aftaler³⁰.

5

Selskabet er af skattemæssige årsager særligt velegnet for formuende investorer, som planlægger at tegne aktier ved hjælp af frie midler eller med opsparat likvid kapital i et anparts- eller aktieselskab. Selskabet vil stort set altid være eksponeret på tværs af de væsentligste aktivklasser – aktier, obligationer og fast ejendom (eksponering mod fast ejendom opnås primært via en særlig type børsnoterede ejendomsselskaber, som benævnes REITs) – og egner sig derfor både til investorer, der ønsker at investere en del af eller hele deres likvide formue.

10

4.2. Selskabets investeringsstrategi

Investeringsstrategien i Selskabet søger at kombinere det bedste fra praksis og teori. Fra investeringspraksis bygger den først og fremmest på de investeringsprincipper, som den succesfulde investor Warren Buffett dygtigt har anvendt samt delvis har beskrevet, men som navnlig kan tilskrives Benjamin Graham³¹. Disse principper har vist deres styrke over meget lange perioder – et halvt århundrede – og Selskabet er ikke bekendt med nogen investor eller investeringspraksis, der har haft eller henholdsvis har ført til lignende resultater³².

15

20

Selvom der på en del områder ikke er helt overensstemmelse mellem den almindeligt anerkendte investeringsteori og den anførte investeringspraksis, søger Selskabet at forene det bedste af to verdener. Dette sker ved at kombinere de fundamentale opdagelser i porteføljeteorien vedrørende risikonedbringelse og sammensætning af optimale porteføljer med det udprægede fokus på at søge at undgå tab og på kun at investere i undervurderede aktiver, som følger af den anførte investeringspraksis.

25

4.2.1. Grundtanker bag Selskabet

Samlet set bygger Selskabets investeringsstrategi på følgende generelle anskuelser og principper vedrørende investering:

30

1. Formueværn
 - Selskabet skal søge at undgå tab, idet tab er meget skadelige for mulighederne for at opnå et langsigtet attraktivt afkast.
2. Diversifikation
 - Selskabets midler skal stort set altid være investeret i aktiver med forskelligartede afkast- og risikokarakteristika med henblik på at minimere risikoen.
3. Aktiv formueforvaltning
 - Selskabet skal have en lang investeringshorisont, men skal med henblik på at forøge det langsigtede afkast og begrænse risikoen kunne operere med en skiftende aktivsammensætning og et varierende investeringsomfang.
4. Absolut nettoafkast
 - Selskabets styring skal udelukkende ske med henblik på at maksimere det langsigtede absolute nettoafkast, da dette afkastmål i sidste ende er det eneste, som gavner Selskabet og dets aktionærer.
5. Integritet
 - Selskabet skal holde fast i dets strategi og principper, også selvom det indebærer, at det i perioder står alene i forhold til omverdenen med dets anskuelser. Kun på den måde kan Selskabet skabe tilfredsstillende resultater over en lang tidshorisont.

35

40

45

²⁹ Bilag 1.

³⁰ Afsnit 4.6.

³¹ Graham, B., 1986: "The Intelligent Investor – Revised Edition", *HarperBusiness Essentials*.

³² Berkshire Hathaway, Årsrapport 2006, side 3, <http://www.berkshirehathaway.com/2006ar/2006ar.pdf>.

4.2.1.1. Formueværn

- 5 Det er Selskabets holdning, at det er afgørende for Selskabets langsigtede succes at tilstræbe at beskytte formuen mod tab. Denne holdning skal ikke opfattes som en garanti men som en konstatering af, at tab af en vis varighed og størrelse er meget skadelige for mulighederne for at opnå et langsigtet, attraktivt afkast. Efter Selskabets opfattelse er ingen eller begrænsede tab afgørende for et højt langsigtet afkast. Warren Buffett har i udpræget grad påpeget vigtigheden af at undgå tab, hvilket tillige kommer tydeligt til udtryk i de opnåede resultater. For Selskabet udgør dette derfor også en vigtig målsætning.
- 10 Denne målsætning skal på ingen måde opfattes som en garanti. Uanset hvor meget Porteføljeforvalteren bestræber sig på at realisere denne målsætning, vil Selskabet undertiden, om end forhåbentligt kun kortvarigt, lide tab på enkeltinvesteringer, på en aktivklasse eller på den samlede portefølje. Dette er en nødvendig konsekvens af, at Selskabet og dets investorer forventer et attraktivt langsigtet afkast, hvilket ikke kan opnås uden en vis risiko.
- 15 Selskabet har mulighed for at lånefinansiere investeringer, hvilket i sig selv forøger risikoen for tab. Det er derfor Selskabets opfattelse, at investering for lånte midler kun bør ske, når Selskabet i udpræget grad vurderer, at sandsynligheden for et attraktivt afkast overstiger risikoen for at lide et tab.
- 20 Især i det seneste årti har der været mulighed for at anvende investeringsstrategier baseret på permanent lånoptagelse til finansiering af gearede investeringsporteføljer, bestående af aktier og oftest lange obligationer med en høj direkte rente, med et succesfuldt resultat. Det er Selskabets opfattelse, at sådanne strategier ikke nødvendigvis vil kunne generere tilsvarende høje afkast i fremtiden og med en vis sandsynlighed vil kunne være mere risikofyldte end det historisk set har været tilfældet. Selskabet betragter det derfor som en betydelig fordel, at det er fritstillet med hensyn til anvendelse af fremmedfinansiering, således
- 25 at der kun gøres brug heraf, når Selskabet i udpræget grad vurderer, at sandsynligheden for et attraktivt afkast overstiger risikoen for at lide et tab.
- 30 Selskabets investeringsstrategi forudsætter, at tab først og fremmest kan søges undgået i kraft af følgende foranstaltninger og principper:
- 35
 - Investeringer i aktiver behæftet med risiko, herunder først og fremmest aktier og REITs, vil alene blive foretaget, hvis investeringen vurderes at have en tilfredsstillende sikkerhedsmargin. Herved forstås, at markeds- eller handelsværdien er betragteligt lavere end den vurderede forretningsmæssige værdi. Dette indebærer, at Selskabet undertiden vil kunne have en investeringsstil, der går imod aktuelle trends og overbevisninger i markedet.
 - 40
 - Selskabets portefølje skal grundlæggende altid være sammensat af forskellige aktivtyper med forskellige afkast- og risikokarakteristika, hvilket dog vil blive fraveget, hvis en eller flere aktivtyper vurderes at være betydeligt overvurderet. Inden for de enkelte aktivklasser skal investeringerne endvidere være fordelt på et hensigtsmæssigt antal udstedere.
 - 45
 - Selskabets aktivsammensætning og investeringsomfang kan variere betydeligt. Jo mindre attraktivt forholdet mellem en aktivtypes eller et værdipapirs afkastpotentiale og tabsrisiko vurderes at være, desto mere vil eksponeringen blive reduceret. På samme måde vil det samlede investeringsomfang afhænge af en vurdering på porteføljeniveau – dvs. på tværs af de enkelte aktivklasser – af en teoretisk optimal porteføljes afkastpotentiale og tabsrisiko sammenholdt med den risikofri rente. Selskabet vil i kraft af de nævnte betragtninger navnlig søge helt at undgå at være eksponeret mod aktiver, hvis prisfastsættelse ikke forekommer forsvarlig ud fra historiske data og teoretisk anerkendte værdiansættelsesmetoder.
 - 50
 - Etablering af alternative positioner karakteriseret ved afkast- og risikokarakteristika, der adskiller sig fra Selskabets primære investeringsaktiver og som med stor sandsynlighed vil kunne beskytte mod tab, hvis de risikoscenarier, Selskabet vurderer som relevante, materialiserer sig.

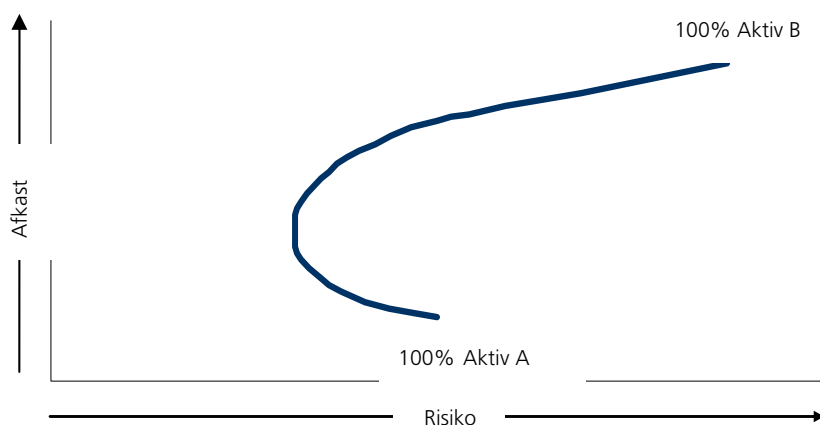
Der er ingen garanti for, at Porteføljeforvalter vil kunne iagttage de anførte principper på en hensigtsmæssig måde, og iagttagelse af de anførte principper er ikke en garanti for at tab kan undgås.

4.2.1.2. Diversifikation

- 5 Selskabets strategi tager som nævnt udgangspunkt i almindelig anerkendt porteføljeteori³³, der blandt andet påviser, at investering i flere aktivtyper med forskellige afkast- og risikokarakteristika vil resultere i et mere attraktivt risikojusteret afkast end en tilsvarende investering i en enkelt aktivtype.

³³ Markowitz (1952).

Figur 4.1. Kritisk rand

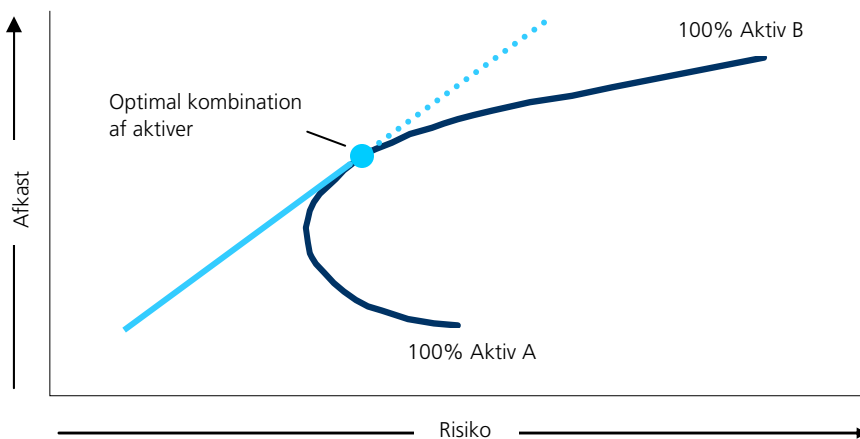


Note: Afkast- og risikoforhold for forskellige kombinationer af aktiv A og aktiv B.

5

I overensstemmelse hermed vil Selskabet søge at investere i en optimal kombination af aktiver, herunder navnlig globale aktier, REITs og obligationer, der efter Selskabets opfattelse burde sikre det højst mulige risikojusterede merafkast sammenlignet med den risikofrie rente³⁴.

Figur 4.2. Den optimale portefølje



10

Note: Figuren viser den teoretisk optimale portefølje som det punkt, hvor linjen, der udspringer fra den risikofrie rente, tangerer den efficiente rand.

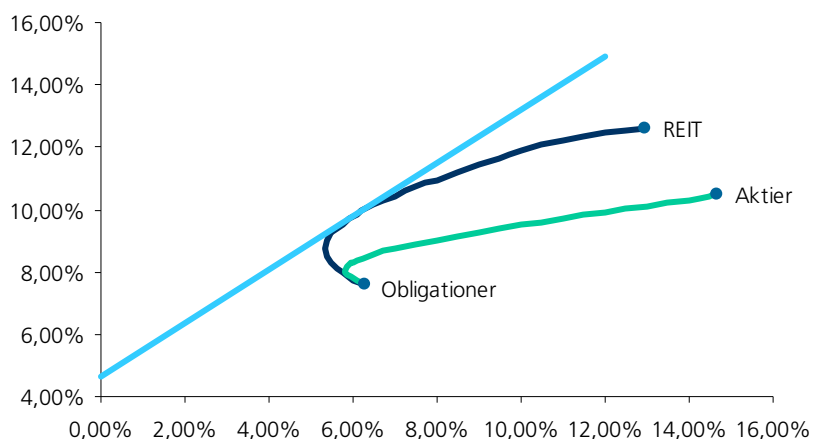
15

Selskabet har identificeret muligheder for at forbedre afkast-/risikoforholdet, som efter Porteføljeforvalters vurdering kun i ringe grad udnyttes af danske og europæiske porteføljeinvestorer. Selskabets mulighed for at investere i REITs er et eksempel på, hvorledes afkast-/risikoforholdet kan forbedres sammenlignet med en traditionel portefølje bestående af aktier og obligationer.

20

³⁴ Den risikofrie rente er et teoretisk begreb, der angiver det afkast, investorer kan opnå uden at påtage sig risiko. Alle investeringer vurderes således i forhold til den risikofrie rente.

Figur 4.3. Efficiant rand med og uden REITs



5 Note: Figuren illustrerer effekten ved at inddrage REITs i porteføljen, baseret på data fra perioden 1986 - 2006. Diversifikationen gør det muligt at kombinere aktiverne til porteføljer, der historisk set giver højere afkast til samme risiko, men også lavere risiko til samme afkast.

10 Det skal præciseres, at de identificerede muligheder for at forbedre afkast-/risikoforholdet, herunder navnlig inddragelsen af REITs i en portefølje, baserer sig på viden og analyser, der støtter sig på historiske data. Der er ingen garanti eller sikkerhed for, at Selskabet i fremtiden vil kunne opnå tilsvarende fordele og ej heller, at Selskabet på ethvert givet tidspunkt konkret vil være eksponeret mod eksempelvis REITs. For så vidt angår Selskabets forventninger til fremtiden henvises til afsnit 5.

4.2.1.3. Aktiv formueforvaltning

15 Selskabet har en lang investeringshorisont, hvorfor investerings- og finansieringsbeslutninger dikteres af langsigtede vurderinger af den samlede porteføljes afkastpotentiale og risiko. Den aktive formueforvaltning samler sig navnlig om vægtningen af aktiver og eventuelle passiver i porteføljen samt om valget af investeringsaktiver.

Asset allocation

20 Porteføljeskift mellem forskellige aktivtyper og et skiftende, samlet investeringsomfang er den centrale del af Selskabets investeringsstrategi, idet det er Selskabets opfattelse, at fordelingen mellem forskellige aktivklasser er afgørende for det langsigtede afkast. Aktiv forvaltning af de forskellige aktivklassers vægtning og omfang i en portefølje benævnes sædvanligvis asset allocation og behandles uddybende i afsnit 4.4.

25 For Selskabet indebærer asset allocation styring af den samlede porteføljes risiko og afkast. Ved sammensætningen af Selskabets portefølje er valutaforhold, og eventuelt tillige passivernes risici, derfor et integreret led i sammensætningen af Selskabets portefølje af aktiver og eventuelle passiver.

Værdipapirudvælgelse

30 Selskabet vil i overensstemmelse med tidligere anførte investeringspraksis tilstræbe at skabe et merafkast ved at foretage tilvalg og fravalg af aktiver ud fra en vurdering af sandsynligheden for, at investeringen vil bibeholde dens værdi og generere et attraktivt afkast. Dette opnås efter Selskabets opfattelse bedst ved som udgangspunkt kun at investere i aktiver, som vurderes at være af en høj kvalitet og være attraktivt prisfastsat, samt ved at udvise forsigtighed med at basere beslutninger på skøn eller forudsigelser om fremtiden. På denne måde går Selskabets bestræbelser primært på at sikre sig en betydelig margin mod fejlbedømmelser og/eller mod ufavorable fremtidige omstændigheder.

35

4.2.1.4. Absolut nettoafkast

Selskabet, aktionærerne, Administrator og Porteføljeformaler har en entydig fælles interesse i at maksimere det absolutte nettoafkast efter skat og omkostninger.

5 Erfaringerne fra investeringspraksis viser desværre, at interessen fra såvel investorsiden og pressen som udbyderne af investeringsprodukter ofte samler sig om (kortsigtede) afkast før skat og omkostninger. For Selskabet er det alene det langsigtede absolutte nettoafkast, som tæller. Den valgte organisationsform – aktieselskabet, strukturerne omkring Selskabet, herunder Administrators og Porteføljeformalerens honorering og Selskabets investeringsstrategi, er således indrettet med sigte på at opfylde dette mål.

10

Akkumulering af kapital i Selskabet

Selskabet er indrettet med henblik på at opfylde de kapitalforvaltningsmæssige behov, der gør sig gældende for formuende fysiske eller juridiske personer, herunder navnlig aktie- og anpartsselskaber. For denne personkreds, som typisk har hovedparten af deres investeringskapital i privat regi eller i et selskab, akkumuleres kapital ud fra en skattemæssig synsvinkel mest hensigtsmæssigt i aktieselskabsform. Dette skyldes, at den løbende beskatning af såvel kursgevinster, renteindtægter og aktieudbytter er væsentligt lavere end beskatningen af de nævnte indtægter hos fysiske personer, og at der derfor kan oparbejdes større investeringsmæssige værdier i et selskab.

15

20 Ved en privatpersons salg af aktier i Selskabet vil en eventuel værdistigning på aktierne, som modstykke til den lavere løbende beskatning, blive beskattet som aktieindkomst med mellem 28 % og 47,5 %, hvorved den samlede beskatning (den løbende beskatning i Selskabet samt skat ved afståelse af aktionærens aktiebesiddelse i Selskabet) kommer op på niveauet for beskatning af investeringsafkast oppebåret i personligt regi. I det omfang én aktionær i Selskabet venter med at afhænde sine aktier i Selskabet, vil den effektive skattesats (den betalte skat omregnet til nutidsværdi) imidlertid, som følge af udskydelsen af skatten på værditilvæksten på aktierne, blive gradvist lavere.

25

30 En lav effektiv skattesats eller den kendsgerning, at der i forbindelse med Selskabets drift forventes at skulle udredes relativt lave skatter i Selskabet af dets løbende indtægter, betyder, at selskabet har gode muligheder for at have større værdier investeret, end det er tilfældet ved opsparring i personlig regi eller i en pensionsordning. Dette er en meget væsentlig forudsætning for et langsigtet attraktivt afkast. Større investeringsmæssige værdier giver således over tid et betragteligt merafkast, idet der er et større beløb, udmålt i kroner og øre at modtage aktieudbytter og renteindtægter af samt at beregne kursgevinster af.

30

35 Hensigtsmæssig struktur

Selskabet er indrettet med sigte på at levere aktionærerne én investeringsmæssig totalløsning, der vil kunne være mere attraktiv end alternative løsninger, herunder "gør-det-selv" løsninger. Dette søges blandt andet opnået ved, at der i vederlaget til Porteføljeformaler er et incitament til, at Selskabets investeringsvirksomhed resulterer i et langsigtet attraktivt afkast efter skat og omkostninger ved en relativ lav risiko.

40

45 Det skal pointeres, at Selskabets indretning indebærer, at Porteføljeformaleren ikke belønnes for varierende afkast samt lave eller negative afkast. Tværtimod giver aftalen om skønsmæssig porteføljepleje³⁵ mellem Selskabet og Porteføljeformaleren et incitament til at sikre solide, høje, men ikke ekstremt høje og typisk risikofyldte, langsigtede afkast. Aftalen er konstrueret således, at Porteføljeformaleren ikke blot skal optjene et overskud svarende til eventuelle underskud i et flere foregående år, men tillige skal præstere et årligt overskud efter skat og omkostninger på minimum 4 % af egenkapitalen primo for at være berettiget til at modtage et performanceafhængigt honorar. Porteføljeformaleren og aktionærerne i Selskabet har på den måde en sammenfaldende interesse i solide, langsigtede afkast efter skat og omkostninger.

50

³⁵ Bilag 2.

4.2.1.5. Integritet

Selskabet tilstræber til enhver tid at kunne forholde sig nøgternt til investeringsmuligheder uanset markedsstemningen. Selskabet anser det således for afgørende at være tro mod grundprincippet om, at investeringsvirksomhed adskiller sig fra spekulation ved at fokusere på investeringer, der efter Selskabets vurdering er karakteriseret ved, med stor sandsynlighed, dels at kunne bibeholde deres værdi og dels at give et langsigtet attraktivt afkast. Selskabets fokus på at forblive nøgtern og at holde fast ved sine grundprincipper vil under tiden indebære en risiko for kritik. Det er imidlertid Selskabets holdning, at Selskabet og dets aktionærer i det lange løb er bedst tjent med konsekvent at iagttage de grundlæggende investeringsprincipper.

4.3. Investerings- og risikorammer

Selskabet er underlagt investeringsmæssige begrænsninger i henhold til Selskabets vedtægter³⁶. Der er herudover udarbejdet en instruks fra Selskabets bestyrelse til Selskabets direktion. Instruksen fastlægger nøje investerings- og risikorammer for Selskabets investeringsstrategi med henblik på at fastlægge en overgrænse for den maksimale risiko, som Selskabet kan påtage sig.

Den vigtigste overgrænse for udøvelsen af Selskabets investeringsaktiviteter er, at den maksimale belåning på investeringstidspunktet kan udgøre 67 % af aktivernes værdi svarende til en soliditet på minimum 33 %. Ved opgørelsen heraf indgår samtlige indirekte investeringer i børsnoterede investeringsfonde eller afledte finansielle instrumenter. Herudover gælder, at den samlede nettoeksponering i alle aktiver og passiver, afledte finansielle instrumenter, valuta, og børsnoterede investeringsfonde på eksponeringstidspunktet maksimalt kan andrage DKK 300 for hver DKK 100 i egenkapital. Eksponeringen mod obligationer med en rating på AA eller højere samt afledte instrumenter på renter indgår ikke i beregningen af den samlede nettoeksponering.

For aktier, REITs og kreditobligationer, er der fastlagt følgende restriktioner på den maksimale eksponering på investeringstidspunktet:

Tabel 4.a: investeringsrestriktioner

		Eksponering i procent af egenkapitalen		
Aktivklasse		Minimum position i alt	posi- tion i alt	Maksimum posi- tion i alt
Aktier og REITs	Aktier og REITs i alt	0		160
	Børsnoterede aktier	0		120
	Enkelt aktiesektor ³⁷	0		60
	Unoterede aktier	0		10
	Emerging markets REITs	0		10
Kreditobligationer (BBB – A+)	Virksomheds- og lande- obligationer	0		150

Maksimalt 10 % af egenkapitalen må investeres i kreditobligationer, aktier eller REITs udstedt af én udsteder. Indirekte investeringer i de respektive aktivklasser via andele i børsnoterede investeringsfonde eller via afledte finansielle instrumenter medgår i opgørelsen af den skitserede maksimale eksponering i procent af egenkapitalen for de enkelte aktivklasser.

Kreditobligationer defineres af Selskabet som obligationer, der ikke er danske stats- og realkreditobligationer eller obligationer, hvis rating er lavere end AA. Selskabets beholdning af kreditobligationer skal på

³⁶ Bilag 3.

³⁷ Sektordefinitionen baseres som udgangspunkt på MSCI World indeksets definitioner heraf.

investeringstidspunktet, uanset om de pågældende obligationer er erhvervet direkte i markedet eller indirekte gennem afledte finansielle instrumenter, minimum have en rating svarende til "investment grade" (BBB kreditrating eller højere). For kreditobligationer erhvervet indirekte gennem børsnoterede investeringsfonde³⁸, kan der kun investeres i fonde, hvis vedtægter pålægger den pågældende fond at investere i en portefølje af kreditobligationer med en gennemsnitlig rating på minimum BBB.

En betydelig del af den samlede risiko ved investering i de respektive aktivklasser samt ved eventuel gældsfinansiering kan efter omstændighederne bestå i valutakursudsving knyttet til aktivsiden og/eller passivsiden. Der henvises i den forbindelse til afsnittet om valutarisiko³⁹, hvoraf det navnlig fremgår, at valutaer uden for det valutaområde, som Danmark har valgt at lægge sig op af, nemlig euro-området, er markant mere risikable end navnlig de centraleuropæiske valutaer; euro'en og schweizer francen. I henhold til aftalen med Porteføljeforvalteren er der derfor vedtaget grænser for den valutarisiko, Selskabet kan påtage sig på eksponeringstidspunktet.

Selskabet vil maksimalt kunne have en samlet nettoeksponering mod andre valutaer end DKK og EUR på 300 % af egenkapitalen. Udover denne begrænsning gælder der følgende restriktioner for enkeltvalutaer:

Tabel 4.b: Valutarestriktioner

	Maksimal nettoeksponering i procent af egenkapitalen	
Valuta	Enkeltvaluta	Valutagruppen
CHF	200	200
SEK, NOK, GBP	100	150
USD, JPY	100	150
Andre valutaer	50	100

4.4. Asset allocation

Selskabets investerings- og finansieringsbeslutninger fastlægges ud fra langsigtede vurderinger af den samlede porteføljes afkastpotentiale og risiko. Asset allocation, herunder vægtningen af aktivtyper, eventuelle passiver samt Selskabets samlede valutaeksponering, bliver derfor Selskabets centrale investeringsopgave.

4.4.1. Aktivsammensætning

Aktivsammensætningen i Selskabet vil variere alt efter Selskabets opfattelse af, hvordan der bedst muligt skabes et langsigtet, højt afkast under hensyntagen til den overordnede risiko. Investeringen i den ønskede aktiv-/værdipapirsammensætning sker primært ved direkte erhvervelse af enkeltstående værdipapirer, men vil også ske via afledte finansielle instrumenter, herunder futures, eller via investering i børsnoterede investeringsfonde.

Beslutningen vedrørende aktivsammensætningen tager udgangspunkt i en sontring mellem aktiver, som Selskabet definerer som henholdsvis risikofyldte aktiver og lavrisiko aktiver. Selskabet definerer risikofyldte aktiver som aktier og REITs, og lavrisiko aktiver som obligationer, der klassificeres som meget kreditværdige, dvs. typisk stats- og realkreditobligationer, eller andre obligationer med kreditrating på niveauet AA eller højere.

Korrelationen mellem aktier og obligationer samt mellem REITs og obligationer har over de seneste 20 år været omtrent 0. Dette betyder, at der stort set ikke har været nogen sammenhæng mellem afkastudvik-

³⁸ Se afsnit 4.5.8 for Selskabets definition af børsnoterede investeringsfonde.

³⁹ Afsnit 3.6.

lingen på aktiverne. Samtidig gælder det, at såvel REITs som aktier målt over en 20-års periode har en standardafvigelse, der er omtrent tre gange højere end standardafvigelsen for stats- og realkreditobligationer.

5 De nævnte sammenhænge mellem lavrisiko og risikofyldte aktiver indebærer ifølge porteføljeteorien, at det grundlæggende altid er fordelagtigt at have flere aktivklasser i porteføljen. De historiske standardafvigelser betyder, at den optimale portefølje historisk set ud fra porteføljeteorien har bestået af 2-3 gange så mange obligationer som risikofyldte aktiver (aktier og REITs), svarende til ca. 70 % obligationer og 30 % i aktier og REITs.

10

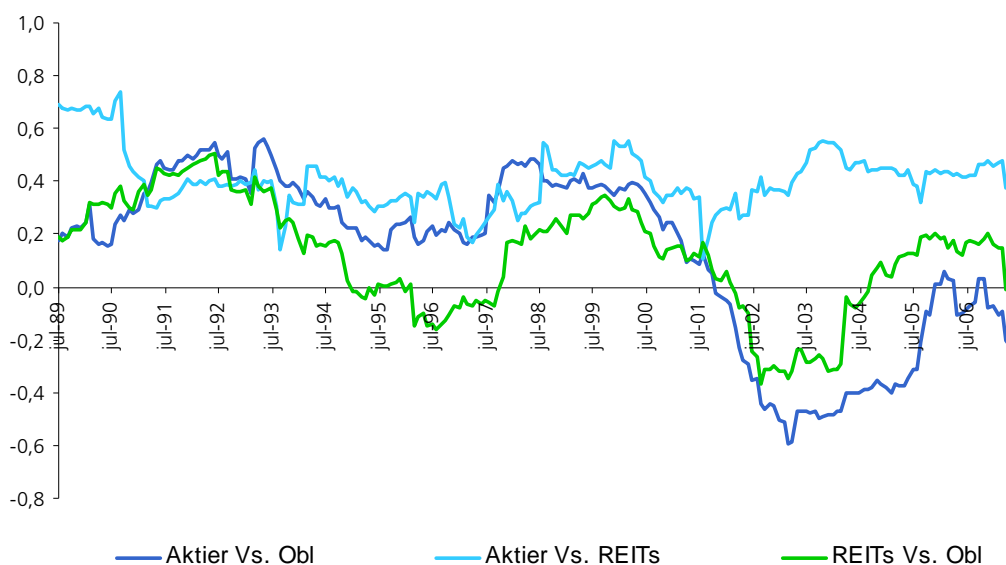
Set over en meget lang tidshorisont er det forventeligt, at Selskabets portefølje vil afspejle de nævnte porteføljemæssige sammenhænge. Selskabet anser det derfor for sandsynligt, at porteføljen over en meget lang tidshorisont gennemsnitligt vil bestå af ca. to dele lavrisiko aktiver for hver en del risikofyldte aktiver.⁴⁰

15

I Figur 4.4 vises de 3-årige rullende korrelationer mellem Selskabets tre hovedaktivklasser; aktier, REITs og obligationer. Grafen illustrerer stabiliteten i aktivernes korrelation med hinanden. Korrelationen mellem de to risikofyldte aktivklasser (aktier og REITs) er den mest stabile sammenhæng, hvorimod korrelationen mellem obligationer og de mere risikofyldte aktiver har større udsving over perioden. Ser man eksempelvis på perioden fra starten af 2000 til medio 2003, er det tydeligt, at der sker en kraftig ændring i korrelationen mellem de risikofyldte aktiver og obligationerne. Dette kan formentlig forklares ved en faldende risikovillighed og dermed "flugt" til mindre risikable aktiver i forbindelse med aktiemarkedets fald i samme periode.

20

Figur 4.4. Rullende 3-årige korrelationer



25

Afhængigt af de forventede afkast, korrelationer og ikke mindst en vurdering af tabsrisikoen for aktier, REITs og obligationer samt niveauet for den risikofri rente vil den konkrete porteføljesammensætning have en tendens til at afvige fra den gennemsnitlige porteføljesammensætning. Denne investeringsmæssige tilgang understøttes af, at de sædvanlige sammenhænge mellem aktivklasserne periodevis kan træde ud

30

⁴⁰ Når udtrykket "gennemsnitlig portefølje" anvendes i nærværende prospekt er det denne sammensætning der henvises til.

5 af kraft, herunder navnlig i perioder med finansiell uro⁴¹. Det vurderes, at porteføljen typisk vil indeholde mellem 10-60 % risikofyldte aktiver, men at andelen ganske ofte vil befinde sig i yderpunkterne af dette spænd svarende til, at andelen af risikofyldte aktiver vil være på mellem 10-20 % eller 50-60 % af den investerede kapital. Samlet set vil Selskabet dog søge at fastholde et nogenlunde ensartet overordnet risikoniveau målt ud fra porteføljens samlede standardafvigelse. Det indebærer, at rammerne for at benytte fremmedfinansiering som udgangspunkt vil blive udnyttet i mindre grad, hvis risikofyldte aktiver udgør en stor andel af den samlede portefølje.

10 Risikofyldte aktiver varierer meget i pris og kan efter Selskabets opfattelse i store perioder være enten over- eller undervurderede. Dette er hovedårsagen til, at Selskabet forventer, at porteføljens sammensætning forholdsvis hyppigt ikke vil svare til den gennemsnitlige porteføljesammensætning.

4.4.2. Yderpunkter i porteføljefordeling

15 Under meget ekstreme markedsforhold vil den konkrete porteføljefordeling kunne afvige betydeligt fra den forventede gennemsnitlige porteføljefordeling. Særligt når risikofyldte aktiver vurderes at være enten meget billige eller meget dyre ud fra såvel en absolut som relativ betragtning, vil markante afvigelse fra den typiske porteføljesammensætning kunne forekomme.

20 Selskabet vil som et led i sin investeringsvirksomhed operere med en løbende risikovurdering ud fra de til enhver tid gældende markedsforhold, som udmønter sig i en beslutning om, hvilket niveau af risikovillighed Selskabet maksimalt vil påtage sig under de givne forhold. Uanset markedsforholdene er der dog fastsat en overgrænse for, hvilket risikoniveau Selskabet maksimalt kan påtage sig på porteføljeniveau, jf. oven for i afsnittet om investerings- og risikorammer⁴².

4.4.3. Lavrisiko aktiver og risikofyldte aktiver

25 Analysen af de enkelte aktivklassers fordelagtighed er central og kan have en stor betydning for Selskabets afkast og risiko. Vurderingen af, om Selskabet skal have forholdsvis få eller mange risikofyldte aktiver i sin portefølje, baseres på en analyse af tabsrisikoen og det langsigtede afkastpotentiale for de enkelte aktivklasser. Analyser heraf bygger på mange forskelligartede faktorer, herunder navnlig rente- og aktiemarkedsdata, data og nøgletal for REITs og relevante ejendomsmarkeder samt nationaløkonomiske nøgletal.

4.4.4. Rente- og kreditrisiko

35 Ved fastlæggelsen af den samlede allokering af aktiver og passiver tages der særskilt stilling til den ønskede kredit- og renterisiko på porteføljeniveau. De nævnte risici knytter sig direkte, i større eller mindre grad, til obligationer men tillige indirekte til de øvrige aktivklasser, herunder navnlig REITs samt finansielle aktiver.

40 Ved fastlæggelsen af Selskabets eksponering mod obligationer lægges der afgørende vægt på, at disse supplerer Selskabets øvrige investeringer godt i en porteføljemæssig sammenhæng. Det betyder, at investeringer med et forventet højt direkte afkast og samtidig lav risiko generelt vil blive foretrukket.

45 Ved fastlæggelsen af det ønskede renterisikoniveau finder navnlig følgende beslutningsgrundlag anvendelse:

- Vurdering af det absolutte renteniveau
- Vurdering af realrenteniveauet
- Forventninger til inflation og vækst
- Rentekurvens udseende i Danmark og på globalt plan

⁴¹ Jf. figur 4.4

⁴² Afsnit 4.3.

Kun når værdiansættelsen af obligationer vurderes meget attraktiv, vælges en høj renterisiko. En lav eller mellem renterisiko forventes i de fleste situationer at resultere i det bedste risikojusterede afkast for porteføljen under et.

5 **4.4.5. Sektorvalg og geografisk fordeling**

En væsentlig vurdering i forbindelse med sammensætningen af Selskabets aktiver og passiver er hvilken eksponering, der skal være mod bestemte sektorer i økonomien samt mod bestemte geografiske og valutamæssige områder.

10 Der er fastlagt begrænsninger for den maksimale eksponering mod én sektor, jf. afsnittet om investerings- og risikorammer⁴³, ligesom der er begrænsninger på Selskabets nettoeksponering mod bestemte valutaer, jf. afsnittet om investerings- og risikorammer⁴⁴. Selskabet har ikke fundet det hensigtsmæssigt at formulere geografiske begrænsninger, idet virksomhederne og de internationale kapitalmarkeder i dag er meget integrerede således, at mange virksomheder som eksempelvis er hjemmehørende i et land reelt kan være
15 eksponeret mod fjerntliggende markeder.

4.4.6. Aktier eller REITs

20 Analyser⁴⁵, inklusive vore egne, påviser, at samvariationen mellem REITs og aktier målt over en lang periode er relativ lav og at muligheden for at investere i REITs historisk set klart har forbedret en porteføljes egenskaber.⁴⁶

Suppleres en portefølje af aktier og obligationer med REITs, har det historisk set været muligt at opnå et væsentligt højere afkast ved enhver risiko. Det har endvidere været muligt at sammensætte en portefølje med et risikoniveau, som er lavere end nogen kombination af aktier og obligationer og som tilmed har et
25 højere afkast.

Både for REITs og aktier gælder det imidlertid, at risikoen målt ved standardafvigelsen er høj sammenlignet med obligationer. Samtidig har de to aktivklasser det meste af tiden haft en forholdsvis lav, men dog væsentlig positiv korrelation. Inden for den samlede mængde af risikofyldte aktiver, som Selskabet ønsker
30 at eksponere sig imod, skal der derfor tages stilling til, hvordan fordelingen mellem REITs og aktier skal være.

Selskabet har udviklet velegnede analyseværktøjer til at vurdere hvilke aktivklasser, der alt andet lige tilbyder det mest attraktive forhold mellem afkastpotentiale og risiko. Ved vurderingen indgår blandt andet en bedømmelse af konjunktursituationen, renteforhold, udviklingen på relevante ejendomsmarkeder samt
35 nøgletal for REITs og aktier.

4.4.7. Investeringsomfang og finansiering

40 Muligheden for at øge investeringsomfanget ved hjælp af fremmedfinansiering er en væsentlig del af Selskabets strategi og er en beslutning, der principielt træffes uafhængigt af sammensætningen af porteføljen. Hovedårsagen til, at anvendelse af fremmedfinansiering kan være en væsentlig bestanddel af Selskabets strategi, er, at gode investeringsmuligheder er sjældne og bør udnyttes, når de er der. Brugen af fremmedfinansiering understøttes dog endvidere af, at det teoretisk set kan påvises, at et højere afkast opnås bedst ved at skalere en optimal portefølje med fremmedfinansiering frem for at investere i andre
45 kombinationer af aktiver, herunder navnlig flere risikofyldte aktiver.

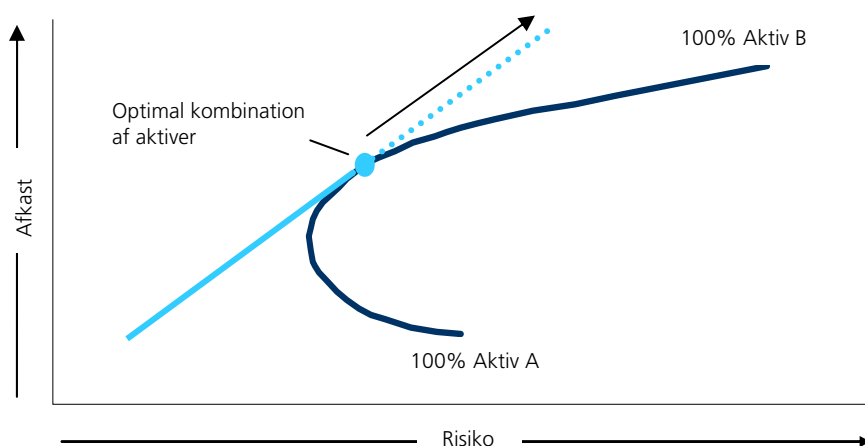
⁴³ Afsnit 4.3.

⁴⁴ Afsnit 4.3.

⁴⁵ Se eksempelvis <http://www.nareit.com> (publications). "Portfolio Diversification through REITs – A Look at the Ibbotson Analysis", 2006.

⁴⁶ Se porteføljeegenskaberne for en portefølje med REITs sammenlignet med en portefølje, der kun består af aktier og obligationer i figur 4.3.

Figur 4.6. Kritisk rand med fremmedfinansiering



5

Note: Eksempel på efficient rand med et risikofrit aktiv og fremmedfinansiering. Den optimale portefølje sammensætning er uændret, men afhængig af det lånte beløbs størrelse bevæger porteføljen, og dermed risikoen og afkastet, sig i pilens retning.

10

Når Selskabet i stigende grad vurderer, at det langsigtede afkastpotentiale for en given porteføljesammensætning estimeret for en lang investeringshorisont på mindst tre år er meget attraktivt sammenholdt med den risikofri rente, vil mulighederne for at øge investeringsomfanget i den "optimale" portefølje ved hjælp af lånefinansiering blive udnyttet i tiltagende omfang. Grafisk kan det illustreres ved *Figur 4.6.* i form af, at Selskabet vil være indstillet på at bevæge sig ud af tangentlinjen⁴⁷.

15

De seneste 20-25 år har været præget af, at stort set alle ledende centralbanker har fokuseret meget på at bekæmpe inflation og sikre en lav og stabil prisudvikling. Det er en af de væsentligste årsager til, at renteniveauet har været næsten kontinuert faldende i perioden. Selvom de enkelte aktivklasser har udvist betydelige forskelle med hensyn til, hvilke tidspunkter de har givet positive afkast, har det faldende renteniveau set over hele den nævnte tidshorisont haft en afgørende betydning for, at stort set alle aktivklasser har givet forholdsvis høje afkast. Ifølge investeringsteorien værdiansættes en investering (eller et aktiv) værdi ved at tilbagediskontere investeringens fremtidige betalingsstrømme til nutidsværdi med en kalkulationsrente, som typisk i større eller mindre grad knytter sig til det gældende renteniveau. Et faldende renteniveau medfører derfor, at værdien af en investering eller et aktiv bliver højere, samtidig med at låneomkostningerne bliver lavere. Udviklingen har derfor haft den følgerkning, at investeringsstrategier baseret på lånoptagelse har været særligt fordelagtige.

20

25

30

Især i det seneste årti har der været mulighed for at anvende investeringsstrategier baseret på permanent lånoptagelse til finansiering af gearede investeringsporteføljer, bestående af aktier og oftest lange obligationer med en høj direkte rente, med et succesfuldt resultat. Det er Selskabets opfattelse, at sådanne strategier ikke nødvendigvis vil kunne generere tilsvarende høje afkast i fremtiden og vil kunne være mere risikofyldte end det historisk set har været tilfældet. Selskabet betragter det derfor som en betydelig fordel, at det er fritstillet med hensyn til anvendelse af fremmedfinansiering således, at der kun gøres brug heraf, når Selskabet vurderer, at sandsynligheden for et attraktivt afkast vurderes klart at overstige risikoen for at lide et tab.

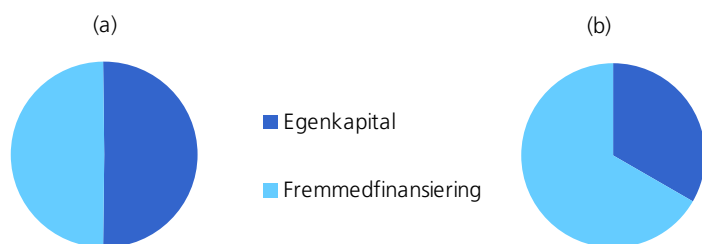
35

⁴⁷ Pilen i figur 4.6

Selskabet forventer over en lang tidshorizont et gennemsnitligt gearingsniveau på 1, svarende til at Selskabet i gennemsnit forventer at operere med en soliditet på 50 % (egenkapitalandel på 50 %). Den faktiske udnyttelse af Selskabets rammer for at anvende fremmedfinansiering vil dog afhænge af de faktiske markedsforhold.

5

Figur 4.7. Gennemsnitlig og maksimal gearing ved investering i den optimale portefølje



Note: Diagram (a) viser forholdet mellem egenkapital og gæld ved den forventede gennemsnitlige gearing, mens diagram (b) viser forholdet ved en maksimal gearing for den optimale portefølje.

10 Selskabets forventning om periodevist at besidde en relativ stor andel af risikofyldte aktiver og samtidig anvende fremmedfinansiering betyder, at porteføljens standardafvigelse målt over korte perioder vil være højere end den historisk målte gennemsnitlige standardafvigelse for den historisk optimale portefølje. Selvom risikofyldte aktiver måtte blive vurderet som værende attraktivt prisfastsat, betyder det således ikke, at udsvingene eller standardafvigelsen på disse vil være lavere i sådanne perioder – snarere tværtimod. Desuden vil anvendelsen af fremmedfinansiering kunne øge porteføljens samlede risiko yderligere.

20 Selskabets målsætning er at levere et attraktivt langsigtet nettoafkast. Et væsentligt led heri er at undgå tab. Det er imidlertid ikke et selvstændigt mål for Selskabet altid og under alle markedsforhold at have lavest mulig udsving på porteføljen. Det er et bevidst led i Selskabets strategi, at det særligt i perioder, hvor risikofyldte aktiver er attraktivt prisfastsat, vil udsætte sig for potentielt at opleve relativt høje udsving (høj standardafvigelse) på porteføljen. På mellemlang til lang sigt er det således Selskabets opfattelse, at sandsynligheden for at lide et tab på investeringer foretaget i sådanne perioder, vil være meget lav.

25 Uanset hvor attraktive investeringsmulighederne måtte forekomme vil Selskabet samlet set søge at fastholde et, efter Selskabets opfattelse, acceptabelt overordnet risikoniveau målt ud fra porteføljens samlede standardafvigelse. Dette indebærer som udgangspunkt, at i takt med at risikofyldte aktiver udgør en stigende andel af den samlede portefølje, vil rammerne for at benytte fremmedfinansiering blive mindsket. Selskabets rammer betyder at risikofyldte aktiver i porteføljen højest kan andrage 160% af egenkapitalen ved maksimal gearing, svarende til 53% af den investerede kapital jf. tabel 4.a. Der er ingen begrænsning på andelen af obligationer.⁴⁸

4.5. Værdipapirudvælgelse

Efter der er taget beslutning om den ønskede "asset allocation", udvælger Selskabet de foretrukne værdipapirer eller afledte finansielle instrumenter inden for de enkelte aktivklasser.

4.5.1. Aktier

Selskabets generelle investeringsprincipper om formueværn, diversifikation, aktiv formueforvaltning, absolut nettoafkast samt integritet finder tillige anvendelse på aktieinvesteringer. Det har navnlig betydning for Selskabets

- Aktieunivers og -begrænsninger

⁴⁸ Ved lavere gearingsniveauer kan andelen af risikofyldte aktiver dog andrage mere end 53% af den investerede kapital – og ved lavere eller ingen gearing kan andelen andrage op til 100%.

- Aktieudvælgelse
- Investeringshorisont

4.5.1.1. Aktieunivers og –begrænsninger

5 Selskabet investerer primært i børsnoterede selskaber på fondsbørser eller andre regulerede markeder, der er offentligt anerkendte, regelmæssigt arbejdende og åbne for offentligheden.

10 Selskabet koncentrerer sig typisk om en relativ lille, men veldiversificeret, global aktieportefølje på 20-40 selskaber. Højest 10 % af egenkapitalen må være investeret i én enkelt aktie. Endvidere må højest 10 % af egenkapitalen være investeret i "emerging market" lande, da investeringer i disse lande er forbundet med større volatilitet og høj risiko som følge af politiske og økonomiske forhold. Hertil anvendes Morgan Stanleys⁴⁹ definition og klassifikation af, hvorvidt et land er et emerging market land. I tilfælde af, at Selskabet udnytter investeringsrammerne for aktier fuldt ud, må maksimalt 50 % af Selskabet samlede aktieeksponering knytte sig til én sektor jf. tabel 4.a. Såfremt dette indeks ophører med at eksistere eller ikke er dækkende anvendes et andet anerkendt indeks. Herudover er der ingen geografiske eller valutariske eksponeringsrestriktioner. Selskabet er desuden fritstillet med hensyn til, hvilke sektorer det vælger at investere i.

20 Som det fremgår, er der ikke særskilt fastlagt geografiske begrænsninger for Selskabets aktieinvesteringer, idet den samlede eksponering mod enkeltlande eller regioner vil blive fastlagt under hensyntagen til den overordnede risiko. Baggrunden herfor er navnlig, at valutaeksponeringen betragtes som en "asset allocation" beslutning. Beslutningen om Selskabets samlede valutaeksponering er således løsrevet fra udvælgelsen af enkeltaktiver, herunder aktier. Ønsker Selskabet eksempelvis at købe amerikanske aktier, men ikke at påtage sig en USD risiko, vil valutaeksponeringen fra de erhvervede aktier således blive afdækket.

4.5.1.2. Aktieudvælgelse

30 Selskabets aktieinvesteringer forventes at kunne bidrage til Selskabets målsætning om at maksimere det langsigtede absolutte nettoafkast gennem selektive investeringer i aktier, som vurderes at være undervurderede i forhold til den skønnede forretningsmæssige værdi. Investeringer i undervurderede selskaber yder efter Selskabets opfattelse en beskyttelse mod tab og er således et afgørende led i princippet om formueværn.

35 Selskabet søger at analysere og evaluere den forretningsmæssige værdi ved at afgøre, hvad det enkelte selskab ud fra en konservativ vurdering kunne sælges for i det private marked eller ved at afgøre, hvad værdien af dets aktiver ville være i en likvidation. Ved at fokusere på selskaber, hvis værdi ud fra børskurserne er prisfastsat betydeligt under den skønnede forretningsmæssige værdi, minimeres risikoen for permanent tab af kapital samtidig med, at afkastpotentialet forøges.

40 Selskabet følger ikke nogen mekanisk investeringsstilart defineret af P/E-niveauer, vækstrater eller andre nøgletal og datainput. Det afgørende er alene, at sandsynligheden for, at aktien vil bibeholde dens værdi og generere et attraktivt afkast, vurderes at være høj i både absolut forstand og sammenlignet med andre aktier. Selskabet vil tilstræbe at undlade at investere i virksomheder, der ikke opfylder disse betingelser. Der vil derfor være en præference for:

- 45
- Selskaber, hvis kursniveau kan retfærdiggøres af en indtjeningsvækst, som sammenlignet med konservative forventninger til selskabets fremtidige indtjeningsvækst vurderes at være meget lav. Der investeres således ikke i selskaber, hvis prissætning er bundet op på en høj eller tvivlsom fremtidig vækst
 - 50
 - Solide selskaber, som har en god, lang og helst stabil indtjeningshistorie
 - Velkonsoliderede selskaber med en lav gældsætning og et højt frit cash-flow
 - Selskaber, som har en stærk markedsposition

⁴⁹ <http://www.msibarra.com/products/indices/stdindex/methodology.html>

- Selskaber, der udbetaler et højt løbende udbytte eller foretager store tilbagekøb af egne aktier
 - Selskaber med en god ledelse
- 5 De enkelte selskabers vægtning i den samlede aktieportefølje fastlægges under hensyntagen til, at risikoen er balanceret bedst muligt. Investering i børsnoterede aktier vil oftest blive foretaget i forbindelse med en eller flere af følgende hændelser:
- 10
- Generelle aktiemarkedskriser og generel økonomisk afmatning
 - Industrikriser
 - Overdreven rente- og inflationsfrygt
 - Negative virksomhedsspecifikke nyheder
 - Specielle situationer, f.eks. en annonceret aftale om fusion, frasalg og lign
- 15 På de nævnte tidspunkter vil selskaber med de ønskede karakteristika i reglen kunne anskaffes på attraktive vilkår. Dette indebærer, at Selskabets investeringsvirksomhed undertiden går imod aktuelle trends og overbevisninger i markedet.

4.5.1.3. Investeringshorisont

- 20 Selskabet har en relativ lang investeringshorisont. Det er efter Selskabets opfattelse i overensstemmelse med målet om at opnå et langsigtet attraktivt nettoafkast.

25 Det langsigtede fokus skyldes navnlig at kortsigtede kursbevægelser i høj grad er tilfældige i deres natur, svære og nok nærmere umulige at forudse. Selskabet ser det derfor som uhensigtsmæssig investeringspraksis at forsøge at udnytte kortsigtede kursbevægelser på aktiemarkedene. Endvidere begrænses muligheden for at profitere af kortsigtede dispositioner mærkbart af, at en stor handelsaktivitet medfører betydelige meromkostninger, herunder navnlig i form af handelskommissioner, depotgebyrer og administrationsomkostninger.

30 Ikke mindst betyder de skattemæssige forhold for aktieselskaber, som Selskabet er underlagt, at det er mest fordelagtigt for Selskabet at operere med en relativ lang investeringshorisont. Kursgevinster på aktier ejet af et selskab er således skattefrie, såfremt aktierne har været ejet i mere end tre år. Den kendsgerning, at det i forbindelse med Selskabets drift ikke er nødvendigt at udrede skatter af såvel urealiserede kursgevinster som realiserede kursgevinster på aktier ejet i mere end tre år, betyder, at Selskabet har bedre muligheder for at foretage hensigtsmæssige omlægninger uden skattemæssige konsekvenser end det er tilfældet for opsparing i privat regi eller i en pensionsordning. Dette er en meget væsentlig forudsætning for et langsigtet attraktivt afkast. Lavere løbende beskatning i forbindelse med omlægninger åbner op for at have større værdier investeret, hvilket i givet fald vil give et betragteligt merafkast over tid, idet der er et større beløb udmålt i kroner og øre at modtage aktieudbytter og renteindtægter af samt at beregne kursgevinster af.

40 Selskabets direkte eksponering i aktier forventes som følge af Selskabets relativt lange investeringshorisont ikke at blive omsat særligt hyppigt. Afhændelse af aktier forventes primært at ske som følge af følgende forhold:

- 45
- Aktiens prissætning svarer til eller overstiger Selskabets "fair-value estimat"
 - Ændringer i ledelses- og markedsmæssige forhold vurderes at være fundamentalt negative for Selskabets fremtidsudsigter
 - Andre investeringsmuligheder forventes at generere et betydeligt højere afkast
- 50

4.5.2. REITs

Selskabet kan investere direkte i børsnoterede ejendomsselskaber eller indirekte gennem investering i børsnoterede investeringsfonde, der har til formål at investere i disse selskaber. Selskabet må højst inve-

stere 10 % af egenkapitalen i børsnoterede ejendomsselskaber i emerging market lande og højst 10 % af egenkapitalen må være investeret i et enkelt selskab.

5 I USA, hvor den overvejende del af investeringsmulighederne inden for de nævnte børsnoterede ejendomsaktieselskaber forefindes, benævnes de nævnte selskaber Real Estate Investment Trusts (REITs). REITs kan navnlig karakteriseres ved, at de udelukkende beskæftiger sig med investering i samt drift af fast ejendom og i visse tilfælde med finansiering af fast ejendom. REITs er kendetegnet ved en særlig skattemæssig stilling. REITs beskattes således ikke, hvis de opfylder en række betingelser, herunder først og fremmest, at de udlodder minimum 90 % af deres løbende skattepligtige indkomst til aktionærene.

10 Uden for USA har der i en lang række lande i en kortere eller længere årrække eksisteret lignende ordninger, og trenden går i retning af, at sådanne selskabstyper indføres i stadig flere lande. Selskabet betragter REITs som en selvstændig aktivklasse, idet afkast- og risikokarakteristika for REITs adskiller sig markant fra både aktier og obligationer⁵⁰. REITs kan dog på mange måder sammenlignes med aktier. De handles på store anerkendte børser (f.eks. New York Stock Exchange), er meget omsættelige og er underlagt tilsynsmyndigheder i deres respektive hjemlande; f.eks. U.S. Securities and Exchange Commission i USA (svarende til Finanstilsynet i Danmark).

15

På tilsvarende vis, som det gør sig gældende for aktier, vil Selskabet søge at investere i REITs, som sammenholdt med deres fremtidsudsigter vurderes at være attraktivt prissat.

20

Interessen for REITs beror navnlig på følgende forhold:

- 25
 - REITs prissætning på aktiemarkedene udvikler sig sjældent i takt med prissætningen på obligationer eller aktier. F.eks. har REITs i de seneste 20 kalenderår ikke givet tab i de samme år som aktier⁵¹. Investering i REITs giver derfor en såkaldt diversifikationsfordel, der vil kunne medvirke til at reducere udsvingene på Selskabets egenkapital.
 - REITs forpligtelse til at udbetale mindst 90 % af indkomsten som udbytte betyder, at det er aktionærene, der selv beslutter, hvad de gør med deres andel af overskuddet og ikke det enkelte selskabs ledelse.
 - 30 - I forhold til investering direkte i fast ejendom har REITs den fordel, at de er meget likvide, billige at handle, ikke medfører administrativt arbejde og er investeret i tusindvis af ejendomme frem for blot nogle få, hvilket giver øget risikospredning. Samtidig beskattes REITs på en hensigtsmæssig måde.
 - 35 - Aktiemarkedets prissætningsmekanisme giver nogle gange investorer mulighed for at købe REITs til priser, der betyder, at de ejendomsporteføljer, der ejes af de pågældende REITs, indirekte anskaffes til priser på op til 20-50 % under den pris, som de pågældende ejendomme handles til på det direkte ejendomsmarked.

4.5.3. Obligationer

40 Efter at niveauet for rente- og kreditrisikoen er fastlagt, udvælges de mest attraktive obligationer i investeringsuniverset.

Kernen i investeringsuniverset er danske stats- og realkreditobligationer, og alle alternativer vurderes i forhold til en placering i disse.

45

En vurdering af nuværende renteforskelle, forventet rente- og valutakursudvikling og eventuelle afdækningsomkostninger er med til at bestemme, om en placering i udenlandske stats-, realkredit- eller erhvervsobligationer er attraktive sammenlignet med danske stats- og realkreditobligationer.

50 Falder vurderingen ud til fordel for danske stats- og realkreditobligationer, foretages en vurdering af disses indbyrdes fordelagtighed.

⁵⁰ Se tabel 3.a. side 13.

⁵¹ Målt ud fra FTSE NAREIT Equity Index og MSCI World Net.

5 Ved vurdering af stats- og realkreditobligationers relative fordelagtighed tages der udgangspunkt i realkreditobligationers nuværende merrente i forhold til den forventede og historiske udvikling. Vurderes merrenten på danske realkreditobligationer at være attraktiv i forhold til den vurderede merrisiko sammenlignet med statsobligationer, vil det alt andet lige betyde en høj andel af realkreditobligationer i porteføljen.

10 Når fordelingen mellem stats- og realkreditobligationer er fastlagt, vælges den enkelte obligation på basis af:

- 10 ▪ Selskabets forventning til rentekurvens udvikling og hvilke obligationer, der vil profitere mest af denne udvikling.
- 15 ▪ Den nuværende og forventede udvikling i obligationens merrente i forhold til swap og statsrenter.
- 15 ▪ Beregninger af horisontafkast for forskellige rentescenarier sammenlignet med horisontafkastet for relevante alternativer.
- 15 ▪ Forventninger til andre forhold, der kan påvirke obligationens relative prisfastsættelses såsom skift i låntagerpræferencer, konverteringsbølger m.v.

20 I særlige tilfælde kan Selskabet vælge at opnå en bestemt ønsket eksponering indirekte ved placering i børsnoterede obligationsfonde.

25 Ved placering i udenlandske obligationer eller obligationsfonde vurderes kreditrisikoen på den samlede obligationsportefølje. Den gennemsnitlige rating på obligationsporteføljen skal mindst ligge på "Investment grade niveau" BBB. En obligationsportefølje med rating på minimumsniveauet vil kun være aktuel i tilfælde, hvor lavt ratede obligationer er meget attraktivt prisfastsat. For at begrænse den samlede risiko er der fastsat begrænsninger på størrelsen af den eksponering, Selskabet kan etablere i lavere ratede obligationer, jf. afsnittet om investerings- og risikorammer⁵².

30 Selskabet kan anvende afledte finansielle instrumenter til at nedbringe eller forøge den samlede renterisiko. Ligeledes kan afledte finansielle instrumenter anvendes til at ændre renterisikoens fordeling på rentekurven.

4.5.4. Alternative aktiver

35 ProtektorINVEST A/S vil i de tilfælde, hvor det skønnes at være mere hensigtsmæssigt end direkte investeringer i enkeltstående værdipapirer inden for aktier, obligationer og REITs, benytte muligheden for at opnå den ønskede eksponering via investeringer i afledte finansielle instrumenter eller i børsnoterede investeringsfonde.

4.5.5. Børsnoterede investeringsfonde

40 Selskabet vil herunder udelukkende investere i Exchange Traded Funds (ETF's) og Closed-end Funds (CEF's). ETF's og CEF's deler adskillige karakteristika med traditionelle investeringsforeninger, heriblandt diversifikationsfordele, professionel administration og risikostyring samt myndighedstilsyn. I lighed med traditionelle fonde, kan de nævnte fonde have til formål at investere i en bred vifte af aktivtyper, herunder navnlig REITs, obligationer, aktier og råvarer. Closed-end Funds adskiller sig imidlertid fra traditionelle investeringsforeninger, idet CEF's ikke er åbne for løbende emissioner eller indløsninger. Typisk rejser CEF's kapital gennem en initial tegningsperiode, hvorefter aktiebeviserne handles på en børs til en pris, der afspejler udbuds- og efterspørgselsforholdene på markedet.

50 Den markedsbestemte prissætning af CEF's betyder, at aktier i en given CEF, i modsætning til investeringsbeviser i traditionelle investeringsforeninger, undertiden kan handles til en pris, der kan afvige betragteligt fra den indre værdi. Denne omstændighed betyder, at det kan være muligt at købe en given CEF's portefølje af aktiver til en lavere pris, end de pågældende aktiver kan erhverves for i markedet. Dette for-

⁵² Afsnit 4.3.

hold frembyder, undertiden særligt inden for CEF's med høje løbende udbytter, mulighed for at opnå overnormale afkast sammenholdt med tilsvarende investeringer i de underliggende aktiver, f.eks. obligationer og REITs.

- 5 Foruden muligheden for at opnå en løbende merrente, giver kursudviklingen på CEF's mulighed for realisering af ekstraordinære kursgevinster set i forhold til kursudviklingen på de underliggende aktiver. Det gælder i det tilfælde, at spændet mellem kurs og indre værdi indsnævres. Med udgangspunkt i Selskabets egne statistiske analyser kan det påvises, at standardafvigelsen dvs. variationen på kursen er betragtelig højere end standardafvigelsen på den indre værdi. Netop dette forhold resulterer løbende i købs- og salgsmuligheder, som med fordel kan udnyttes til at generere et højt samlet afkast sammenlignet med investeringer med tilsvarende risikoprofil.

- 10 Fejlbedømmelser med hensyn til valg af investeringstidspunkt, samt med hensyn til hvilke CEF's der investeres i, kan dog navnlig på kort sigt medføre en højere risiko for tab.

- 15 I det omfang Selskabet investerer i CEF's, vil det primært ske med henblik på at opnå en eksponering mod obligationer og REITs, og i forbindelse med at disse handles til kurser betydeligt under den indre værdi. For kreditobligationer erhvervet indirekte gennem børsnoterede investeringsfonde, kan der kun investeres i fonde, hvis vedtægter pålægger den pågældende fond at investere i en portefølje af kreditobligationer med en gennemsnitlig rating på minimum BBB. Desuden vil likviditeten i de enkelte fonde indgå i vurderingen.

4.5.6. Afledte finansielle instrumenter

- 25 Selskabet kan anvende afledte finansielle instrumenter (terminsforretninger, futures, optioner og lignende) til risikoafdækning, som alternativ til en direkte investering i det underliggende aktiv eller med henblik på at ændre porteføljens eksponering.

- 30 Selskabet vil navnlig benytte afledte finansielle instrumenter med sigte på at
- Afdække risiko knyttet til risikoscenarier eller en given investering
 - Udnytte skævheder i prissætningen på investeringsmarkeder
 - Ændre risikoeksponeringen

4.6. ProtektorINVEST A/S' relevante aftaler

- 35 Selskabet har indgået aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler med EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S og administrations- og markedsføringsaftale med EgnsinVEST Management A/S.

4.6.1 Aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler mellem Selskabet og EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

- 40 Selskabet har indgået aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler med EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S. I henhold til aftalen varetager EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S skønsmæssig porteføljepleje af Selskabets aktiver og stiller direktør og lokaler til rådighed for Selskabet.

- 45 Aftalen er uopsigelig i tre år, hvorefter den kan opsiges med 12 måneders varsel.

- 50 EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S (Porteføljeforvalter) honoreres for denne aftale med et resultatafhængigt vederlag, der i det omfang Porteføljeforvalter jf. nedenfor er berettiget til at modtage dette, skal svare til 10% af Selskabets endelige årsresultat. Det vil sige 10% af årets resultat efter skat og omkostninger. Vederlaget kan maksimalt andrage 1,5% af Selskabets egenkapital ifølge den senest aflagte halvårsrapport. Vederlaget faktureres endeligt en gang årligt straks efter godkendelse af Selskabets årsrapport på den ordinære generalforsamling og betales kontant i forbindelse hermed.

5 Porteføljeforvalter er ikke berettiget til at modtage et resultatafhængigt vederlag, såfremt Selskabets endelige årsresultat i et regnskabsår er mindre end 0. Herudover skal vederlaget reduceres fuldt ud, i det omfang den akkumulerede forrentning efter skat og omkostninger af aktionærernes indskud, eksklusiv tegningstillæg, er mindre end 4% p.a. regnet fra det/de tidspunkt(er), hvor Selskabet modtager tegningsbeløbet/-beløbene. Selskabets aktionærer har således fortrinsret til en akkumuleret forrentning på 4 % p.a. af deres indskud eksklusiv tegningstillæg, før der skal betales vederlag i henhold til aftalen.

10 Aftalen med EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S er vedlagt i bilag 2.

4.6.2 Aftale om administration og markedsføring mellem Selskabet og EgnsinVEST Management A/S

15 Selskabet har indgået en aftale om administration og markedsføring med EgnsinVEST Management A/S. Aftalen omfatter alle opgaver i relation til Selskabets løbende aktiviteter, herunder drift og administration af Selskabet samt salg og markedsføring af Selskabets aktier.

Aftalen er uopsigelig i tre år, hvorefter den kan opsiges med 12 måneders varsel.

20 EgnsinVEST Management A/S honoreres for denne aftale med et vederlag på 1% pr. år. Vederlaget afregnes med månedlige rater á 0,0833% ved udgangen af hver måned på baggrund af egenkapitalen ultimo samme måned. I det omfang Selskabets bogførte egenkapital ved slutningen af en måned overstiger DKK 250 mio., beregnes der et honorar med udgangspunkt i en sats for vederlag på 0,8% pr. år for den overskydende dels vedkommende.

25 Ud over ovennævnte vederlag afholder selskabet følgende omkostninger:

- Omkostninger til VP og udstedende institut
- Vederlag til eksterne rådgivere
- Omkostninger til optagelse til handel på First North
- 30 ▪ Vederlag til Certified Adviser
- Bestyrelseshonorar
- Løbende vederlag til First North
- Depotgebyrer
- Handelsomkostninger
- 35 ▪ Omkostninger til revision
- Vederlag til aktiebogsfører
- Omkostninger i forbindelse med afholdelse af generalforsamlinger
- Andre tilsvarende eller lignende omkostninger.

40 Aftalen med EgnsinVEST Management A/S er vedlagt i bilag 1.

45 Såvel EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S som EgnsinVEST Management A/S er ejet af EgnsinVEST Holding A/S, der igen er ejet af en større kreds af mindre og mellemstore pengeinstitutter. Direktionen består i alle tre selskaber af Thorkild Steen Sørensen. Bestyrelsen i EgnsinVEST Holding A/S består af direktører fra pengeinstitutter, som er aktionærer i selskabet. Bestyrelsen i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S og EgnsinVEST Management A/S består af fonds- og likviditetschefer på under- og vicedirektørniveau i pengeinstitutter fra aktionærkredsen.

50 4.6.3 Market maker aftale

Selskabet har indgået en aftale om market making med Sparekassen Kronjylland. I henhold til aftalen stiller Sparekassen Kronjylland kontinuerligt kurser på Selskabets aktier på First North. I henhold til aftalen vil market maker tilstræbe at spredet mellem købs- og salgspriser vil ligge på niveauet 0,75 %. Market

maker vil under normale markedsforhold stille priser på handelsposter på kr. 1 mio. på både købs- og salgssiden.

5 Aftalen kan opsiges med 6 måneders varsel.

Som vederlag for opgaverne modtager Sparekassen Kronjylland et vederlag på DKK 1.900 pr. måned og oppebærer herudover spreadindtjening og handelskurtaget.

10 5. Forventninger til fremtiden

15 Det er efter Selskabets opfattelse ikke muligt at forudsige den kortsigtede udvikling for de investeringsmarkeder, Selskabet opererer på, og som konsekvens heraf ej heller muligt at fremsætte forventninger til Selskabets kortsigtede indtjeningsudvikling. De almindelige markedskræfter samt et utal af andre faktorer uden for Selskabets kontrol indebærer således, at tilfældigheder kan og ofte vil spille en afgørende rolle for investeringsmarkedernes kortsigtede udvikling. Selskabets fokus er derfor rettet mod at analysere tabsrisikoen og det langsigtede afkastpotentiale, hvilket både gælder for enkeltstående aktiver, aktivklasseniveau og på porteføljeniveau.

20 Selskabet vurderer, at verdensøkonomiens ubalancer i de kommende år vil komme til at spille en afgørende rolle for udviklingen på aktie-, REIT-, obligations- og valutamarkedene og dermed også for tabsrisikoen og afkastpotentialet ved investerings- og finansieringsdispositioner.

25 I de seneste år har den udviklede verdens centralbanker og regeringer over en bred kam gjort alt, hvad der stod i deres magt for at skabe vækst, samtidig med at de økonomiske ubalancer i, og mellem, de enkelte lande har fået lov at udvikle sig stadig mere uhensigtsmæssigt. I tråd hermed har problemstillingen påkaldt sig en tiltagende opmærksomhed blandt økonomiske og politiske beslutningstagere.

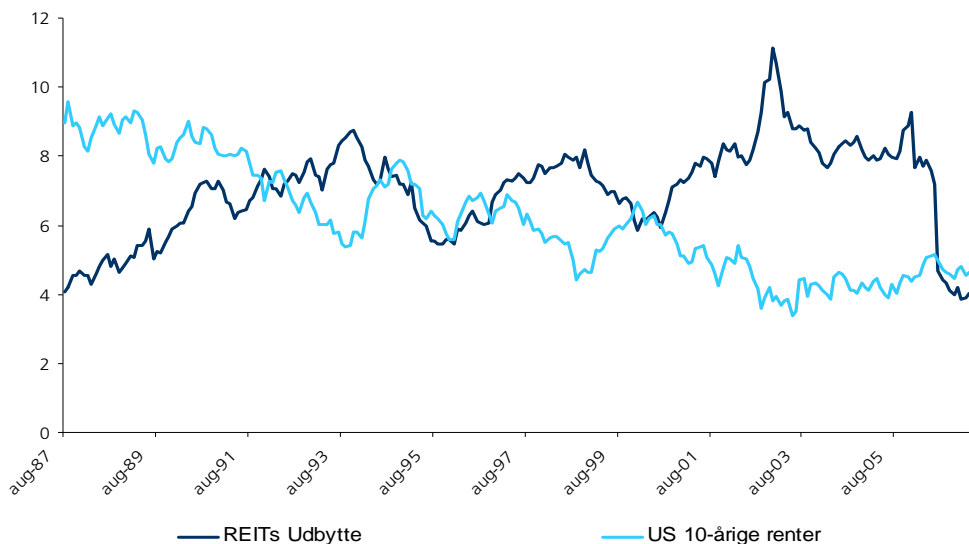
30 Verdensøkonomien siges at befinde sig i et udforsket territorium med hensyn til størrelsen af de globale ubalancer.⁵³ Verdensøkonomien vurderes således at stå over for store udfordringer. USAs økonomi er i helt afgørende grad stadig afhængig af den amerikanske forbruger. I USA befinder den private opsparing sig på et meget lavt niveau, og gældsætningen i forhold til indkomsterne ligger på et særdeles højt niveau, samtidig med at der er behov for, at der spares op til forsørgelsen af en aldrende amerikansk befolkning. Overforbruget finansieres ved, at USA gældsætter sig i en usædvanlig hast til lande som Kina og Japan, hvis befolkninger, modsat den amerikanske, opsparer en usædvanlig høj andel af deres indkomster. Desværre bliver der ikke gjort noget helhjertet forsøg på at iværksætte de nødvendige tilpasninger, hvorved løsningen på problemstillingen, som formentlig under alle omstændigheder ikke bliver let, kun vil blive hårdere og sværere.

40 I forbindelse med en fremtidig tilpasning af de globale ubalancer vurderes det at være sandsynligt, at en betydelig global vækstnedgang samt eventuelt højere inflation og renteniveauer vil blive resultatet. En sådan økonomisk udvikling vil alt andet lige udøve en negativ indflydelse på afkastudviklingen for stort set alle investeringsaktiver. Dette vil på en gang være en mulighed og en udfordring for Selskabet. Det er imidlertid Porteføljeforvalters opfattelse, at Selskabet ikke er afhængig af en generel positiv udvikling for at kunne opfylde dets målsætning.

50 Figur 5.1 viser REITs udbytter overfor de 10-årige amerikanske renter. Ifølge grafen er udbyttebetalingerne fra REITs faldet så kraftigt, at de på nuværende tidspunkt ligger stort set på niveau med den 10-årige rente. Blandt andet set ud fra denne betragtning er det Selskabets holdning, at investeringer i REITs aktuelt er mindre attraktive relativt til både obligationer og aktier.

⁵³ <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2006/20060706/>.

Figur 5.1: REITs udbytte over for de 10-årige amerikanske renter



Note: Grafen viser udviklingen i udbytteprocenten for REITs (mørkeblå kurve) sammenlignet med den 10-årige amerikanske rente (lyseblå kurve) siden august 1987.

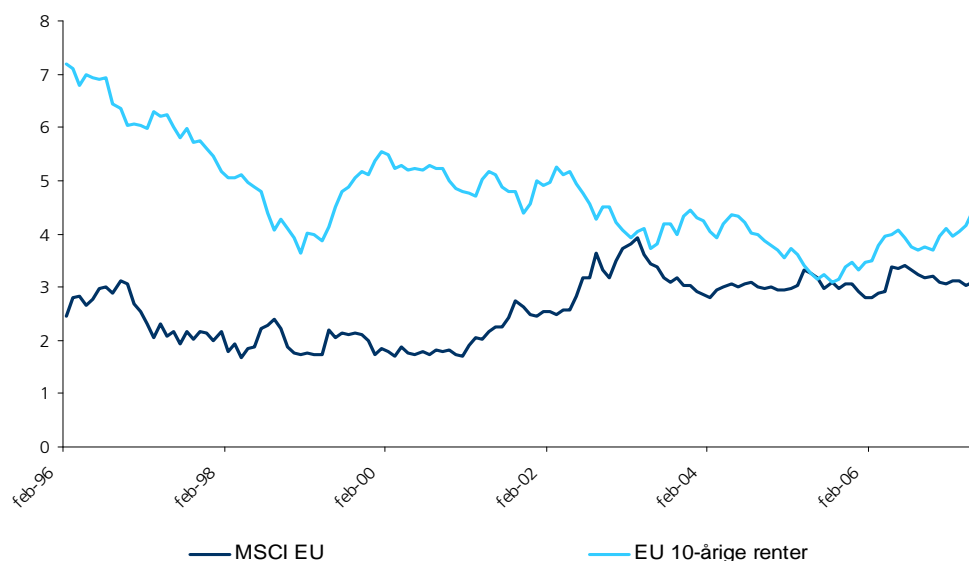
5

Aktuelt er aktiemarkederne, ud fra flere af de ofte anvendte værdiansættelsesmål, herunder P/E, fair værdiansat i et historisk perspektiv. Sammenlignet med obligationer forekommer aktier endog at være ret billige. REITs er som nævnt forholdsvis dyrt prisen fastsat for tiden, og aktier er derfor, set ud fra en meget generel betragtning, også mere attraktive end REITs.

10

I Figur 5.2 er aktieudbyttet overfor de 10-årige renter illustreret. Indsnævringen mellem udbytte og renteniveauet betyder, at aktier, bedømt alene ud fra dette forhold, forekommer at være en mere attraktiv investering relativt til lange obligationer.

Figur 5.2: Aktieudbytte over for de 10-årige europæiske renter

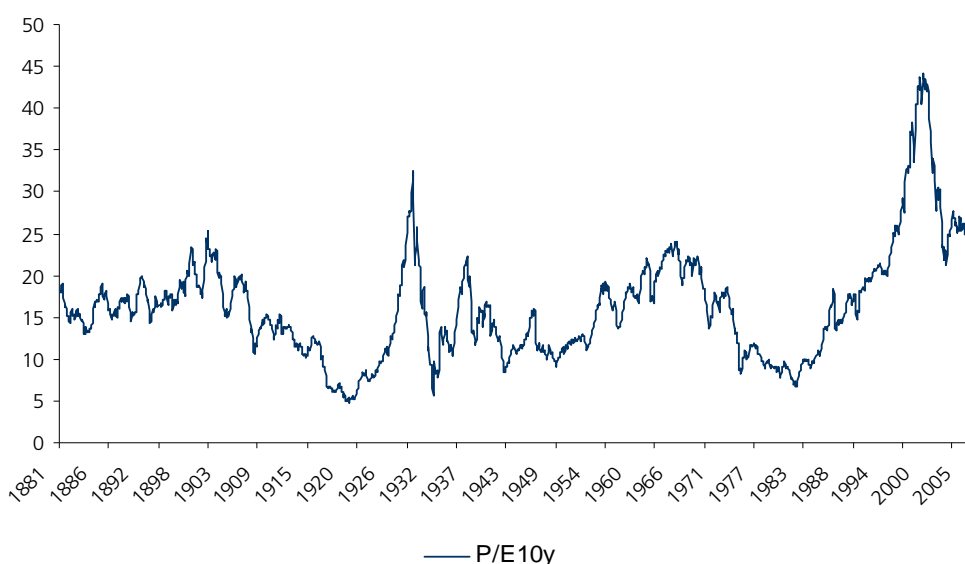


Note: Grafen viser udviklingen i udbytteprocenten for MSCI EU (mørkeblå kurve) sammenlignet med den 10-årige europæiske rente (lyseblå kurve) siden februar 1996.

15

På aktiesiden er der dog en række forhold, som trods den tilsyneladende attraktive prissætning peger på, at der ikke generelt kan ventes høje aktiekast i de kommende år. Betragtes P/E for en gennemsnitlig 10-årig indtjening for SP500, ser prissætningen eksempelvis væsentlig mindre attraktiv ud end det er tilfældet ved en simpel P/E-graf ud fra 1-årige indtjeningsniveauer. Ved at anvende et 10-årigt indtjeningsgennemsnit repræsenterer indtjeningen en længere indtjeningscyklus, og eventuelle ekstremt høje eller lave indtjeningsniveauer vil dermed ikke med samme sandsynlighed kunne give et fejlagtigt indtryk af, hvorvidt den pågældende værdiansættelse er attraktiv eller ej i et historisk perspektiv. Anvendelsen af gennemsnitlige 10-årige indtjeningsniveauer svarer til, at der antages en mere jævn indtjeningsudvikling, hvilket betyder, at P/E-niveauet ikke fremstår kunstigt højt eller lavt, som følge af enkelte perioder hvor indtjeningen går fra høje til lavere niveauer eller omvendt. Grafen giver dermed i højere grad indtryk af, hvad markedet har været villig til at betale per indtjeningskrone.

Figur 5.3: Pris over gennemsnitlig 10-årig indtjening



Note: Grafen viser P/E for en gennemsnitlig 10-årig indtjening.

Virksomhedernes profit i procent af de vestlige økonomiers bruttonationalprodukt er på et niveau, der ligger markant over gennemsnittet de seneste ca. 40 år og på et niveau, der ikke er set tidligere i historien. Samtidig er lønningerne i procent af BNP på det lavest observerede niveau, i al den tid der har været ført statistik herfor. I en konkurrencebetonet økonomi kan meget høje profitrater typisk ikke opretholdes. Den relativt lave lønstigningstakt kan i et vist omfang tilskrives globaliseringen. Der er dog indikationer på, at den deflationære effekt fra indlemmelsen af lande som Kina i den globale økonomi er kraftigt aftagende og måske endda allerede er begyndt at virke inflationært. Høje profitrater er desuden et tilbagevendende cyklisk fænomen, som typisk har været efterfulgt af lav indtjeningsvækst i en årrække frem. Givet at aktiemarkedet i kraft af middel til høje P/E niveauer indiskonterer et højt fremtidigt indtjeningsniveau, vil en normalisering af virksomhedernes profitrater med stor sandsynlighed resultere i relativt svage og for mange markedsdeltagere sikkert skuffende afkast.

Den omstændighed, at aktiemarkedet har haft en yderst god og næsten ubrudt positiv udvikling, der strækker sig over en periode på omtrent fem år er en yderligere faktor, der giver anledning til forsigtighed. En udvikling svarende til den seneste årrækkes aktieudvikling er således meget sjældent forekommet i et historisk perspektiv.

5 Under den givne markedsmæssige baggrund vil Selskabets afkastmålsætning stille høje krav til Portefølje-forvalteren. Outperformance i forhold til de generelle aktie-, obligations- og REIT indeks vil efter Selskabets opfattelse i særlig grad bero på evnen til at foretage en hensigtsmæssig allokering på aktivklasser, geografiske områder og sektorer, samt i et vist omfang tillige på evnen til at foretage selektive investeringer i værdipapirer, som vil klare sig bedre end deres respektive aktivklasse.

10 Med udgangspunkt i de aktuelle markedsforhold (ultimo 2007), forventer Selskabet at investere en væsentlig andel af den rejste kapital i nøje udvalgte aktier. Aktieeksponeringen forventes dog at afvige markant fra sammensætningen i de ledende aktieindeks. Derudover forventer Selskabet at have en begrænset eksponering mod REITs, idet aktivklassen aktuelt som nævnt er forholdsvis dyrt prisfastsat. Endelig forventer Selskabet, at obligationsbeholdningen overvejende vil bestå af obligationer med en relativ lav renterisiko.

6. Baggrund for optagelsen

6.1. Baggrund

- 5 EGNS-INVEST-organisationen har mange års erfaring med at strukturere, udbyde og administrere børsnoterede værdipapirer i form af investeringsfondsandele m.v. Der har dog i de senere år været en stigende interesse for andre investeringsformer herunder investering i aktieselskaber, der har investering som formål.
- 10 ProtektorINVEST A/S er stiftet med henblik på – via en optagelse til handel på First North - at give en større kreds af aktionærer adgang til et investeringsselskab, som er indrettet med henblik på at akkumulere kapital/opsparring for formuende juridiske eller fysiske personer. Selskabet forventer ved Udbuddet at få tilført minimum DKK 100.000.000.
- 15 Det er ledelsens vurdering, at Selskabet især er egnet til investering af frie midler eller opsparet likvid kapital i et anparts- eller aktieselskab.
- Det er Selskabes vurdering, at der i kraft af en optagelse på First North vil kunne opnås en øget synlighed og et forbedret kendskab til Selskabet og dets investeringsstrategi.
- 20 Ved optagelse til handel på First North opnår Selskabet desuden en løbende prisfastsættelse i et likvidt marked, samt at forbedre mulighederne for kommende aktieudvidelser for derved at opnå stordriftsfordele.

6.2. Anvendelse af provenu

- 25 Provenuet fra Udbuddet vil sammen med lånefinansiering blive anvendt til opbygning af en portefølje i henhold til Selskabets investeringsstrategi, jf. afsnit 4.
- Det er i Selskabets vedtægter bestemt, at Selskabet må fremmedfinansiere et beløb svarende til indtil to gange egenkapitalen.
- 30 Ved et Udbud på nominelt DKK 100 mio. vil Selskabet, hvor egenkapitalen udgør minimum 33 pct. af balancen, således kunne opbygge en portefølje op til DKK 300 mio.

7. Oplysninger om selskabet

7.1. Bestyrelse og direktion

5 Selskabet ledes af en generalforsamlingsvalgt bestyrelse på mindst tre og højst seks medlemmer, der vælges for et år ad gangen. Genvalg kan finde sted. Ethvert medlem af bestyrelsen afdgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende er fyldt 70 år.

10 Bestyrelsen vælger et af sine medlemmer som formand samt et medlem som næstformand for bestyrelsen. En direktør i Selskabet må ikke vælges til formand.

Bestyrelsesmøder indkaldes skriftligt – almindeligvis med otte dages varsel.

15 Bestyrelsen er beslutningsdygtig, når over halvdelen af samtlige bestyrelsesmedlemmer er til stede. De i bestyrelsen behandlede emner afgøres ved simpelt stemmeflertal. Formandens stemme er udslagsgivende ved stemmelighed.

Bestyrelsen skal ved en forretningsorden træffe nærmere bestemmelser om udførelsen af sit hverv.

20 Referater af bestyrelsesmøder skal indføres i en protokol, som skal underskrives af de medlemmer af bestyrelsen, som er til stede på møderne.

Selskabet tegnes af bestyrelsens formand eller næstformand i forening med en direktør eller af tre bestyrelsesmedlemmer i forening.

25 7.1.1. Bestyrelse

På datoen for Prospektet består Selskabets bestyrelse af følgende fire medlemmer, der alle er valgt på Selskabets stiftende generalforsamling:

30 Torben Vilsgaard (Formand)

Beskæftigelse: Direktør, Inventure Capital A/S
Arnakvej 32, 8270 Højbjerg

Medlem af bestyrelsen for ProtektorINVEST A/S siden stiftelsen 30.11.07 og formand siden stiftelsen.

Nuværende direktionsposter: Bavneager ApS, Incuba Venture I K/S og Inventure Capital A/S.

Tidligere direktionsposter: Incuba A/S, FCMB ApS og Incuba Komplementar ApS.

35 Nuværende bestyrelsesposter: FCMB ApS, EgnsINVEST Investeringsforvaltningsselskab A/S, , Investeringsforeningen EgnsINVEST, Placeringsforeningen EgnsINVEST, Action Pharma A/S, Liplasome Pharma A/S. og Borean Pharma ApS.

Tidligere bestyrelsesposter: Cellcure A/S, Pine Tree Systems A/S, Inventure Capital A/S, OOVM A/S (formand), og Navigo Systems A/S (formand) V2tel A/S (formand), .

40 Likvidationer: Cobento Biotech A/S (22.06.06, bestyrelsesmedlem) Roche Bio Denmark ApS , (30.07.2007, næstformand).Konkurser: Mondosoft A/S (bestyrelsesmedlem).

45

50 Ove Knudsen (Næstformand)

Beskæftigelse: Underdirektør, Sparekassen Kronjylland

Evasminde 9, 8900 Randers

Medlem af bestyrelsen for ProtektorINVEST A/S siden stiftelsen 30.11.2007 og næstformand siden stiftelsen.

- 5 Nuværende bestyrelsesposter: Icarus Invest A/S, Kronjyllands Erhvervsinvestering A/S, EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S (formand), EgnsinVEST Management A/S (formand) og EgnsinVEST Tyske Ejendomme A/S (formand).

Tidligere bestyrelsesposter: Phønix Invest A/S.

10 Michael Christensen

Beskæftigelse: Instituttleder, ph.d, Handelshøjskolen i Århus

Elmehøj 17, Lisbjerg, 8200 Århus N

Medlem af bestyrelsen for ProtektorINVEST A/S siden stiftelsen 30.11.2007.

Nuværende bestyrelsesposter: Hans Jensen Lubricators A/S.

- 15 Tidligere bestyrelsesposter: Thomas Jensen Holding ApS.

Thorkild Steen Sørensen

Beskæftigelse: Adm. direktør, EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

Strandpromenaden 18, 8700 Horsens

- 20 Medlem af bestyrelsen for ProtektorINVEST A/S siden stiftelsen 30.11.2007.

Nuværende direktionsposter: EgnsinVEST Holding A/S, EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S, EgnsinVEST Management A/S, EgnsinVEST Ejd., Tyskland A/S og EgnsinVEST Tyske Ejendomme A/S.

Tidligere direktionsposter: EgnsinVEST Investeringsforvaltningsselskab A/S.

- 25 Nuværende bestyrelsesposter: EgnsinVEST Investeringsforvaltningsselskab A/S (formand), EgnsinVEST Ejd., Tyskland A/S og EgnsinVEST Tyske Ejendomme A/S.

Likvidationer: Forlaget INVEST A/S (09.05.05, direktør).

7.1.2. Direktion og medarbejdere

- 30 Der er ikke ansat medarbejdere i Selskabet, idet administrationen af Selskabet udføres af EgnsinVEST Management A/S og porteføljeforvaltningen varetages af EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

Som direktør er ansat:

Casper Hasse Leth

- 35 Beskæftigelse: Direktør i ProtektorINVEST A/S og porteføljemanager i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

Trøjborgvej 74, 8200 Århus N

Tidligere direktionsposter: Armada Hosting ApS, Eventure Management A/S, Hasse Holding ApS og Solido Systems A/S.

- 40 Tidligere bestyrelsesposter: Eventure Management A/S og Solido Systems A/S.

Det forventes, at Casper Hasse Leths tidsforbrug til varetagelse af hvervet som direktør i ProtektorINVEST A/S vil svare til en fuldtidsstilling. Herudover vil Casper Hasse leth varetage hvervet som porteføljemanager på ProtektorINVEST A/S i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

45 **7.1.3. Stifter**

Selskabet er stiftet af EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

7.1.4. Honorar til bestyrelse og direktion

- 50 Bestyrelsens honorar fastlægges af generalforsamlingen. Det er på Selskabets stiftende generalforsamling besluttet, at de årlige honorarer gældende for 2008 skal udgøre DKK 30.000 pr. bestyrelsesmedlem, dog DKK 60.000 til bestyrelsesformanden og DKK 45.000 til næstformanden.
-

Direktionen modtager ingen vederlag fra Selskabet, da EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S stiller direktør til rådighed for Selskabet, jf. den indgåede aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler. Aftalen er vedlagt som bilag 2 til Prospektet og er endvidere beskrevet i afsnit 4.6.1.

5

Aflønning af direktionen er en integreret del af det honorar EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S modtager i henhold til den indgåede aftale. Der er indgået en aftale om en begrænset incitamentsbaseret aflønning, som er afhængig af performance og som beløbsmæssigt er maksimeret til DKK 300.000 pr. år. Casper Hasse Leths funktion i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab er, ud over at varetage hvervet som direktør i ProtektorINVEST A/S, at fungere som porteføljemanager for ProtektorINVEST A/S..

10

Der er indgået aftale mellem EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S, Casper Hasse Leth og ProtektorINVEST A/S om, at Casper Hasse Leth i forbindelse med udførelse af sine opgaver i ProtektorINVEST A/S ikke skal være underlagt konkrete instruktionsbeføjelser fra fondsmæglerselskabet, men alene referere til bestyrelsen i ProtektorINVEST A/S.

15

Der er ikke etableret incitamentsordninger eller lignende i Selskabet. Direktionen og Bestyrelsens medlemmer er ikke berettigede til særlige vederlag eller lignende i forbindelse med ophør af deres hverv.

20

Der er heller ikke henlagt eller opsparat beløb til pensioner, fratrædelse eller lignende goder.

7.1.5. Ledelsens økonomiske interesser i Selskabet

Før udbuddet af Aktier i Selskabet ejer bestyrelse og direktion ingen Aktier i Selskabet. Selskabets direktør har afgivet forhåndstilsagn om at tegne 1 mio. kr. i Udbuddet, såfremt dette gennemføres. Der foreligger ikke forhåndstilsagn fra bestyrelsesmedlemmerne om tegning af aktier i Selskabet.

25

Certified Adviser ejer hverken direkte eller indirekte aktier i Selskabet og tegner ikke aktier i forbindelse med Udbuddet.

7.1.6. Bestyrelsens arbejde

Bestyrelsen afholder møde, når formanden skønner det fornødent, samt når det begæres af et bestyrelsesmedlem. Der afholdes mindst fire bestyrelsesmøder om året.

30

7.1.7. God selskabsledelse

Selskabet følger hovedparten af Corporate Governance anbefalingerne..

35

På nedenstående områder har Selskabet dog valgt, at man foreløbigt ikke vil følge anbefalingerne:

Selskabet er bekendt med, at bestyrelsessammensætningen ikke følger Corporate Governance anbefalingerne herom, da to bestyrelsesmedlemmer deltager i ledelsen af EgnsinVEST Management A/S, der er Selskabets administrationsselskab og i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S, der udfører porteføljeforvaltningen for Selskabet. Selskabet har dog besluttet, at man initialt ikke vil følge anbefalingerne om bestyrelsessammensætning, da man vurderer at kunne sikre et velfungerende samarbejde med Porteføljeformaler og Administrator ved den valgte bestyrelsessammensætning.

40

Selskabets indre værdi opgøres og offentliggøres dagligt, hvorfor det ikke vurderes at være hensigtsmæssigt at udarbejde kvartalsrapporter.

45

Meddelelser vil indtil videre kun blive offentliggjort på dansk.

50

Det vurderes at være tilstrækkeligt at afholde fire ordinære bestyrelsesmøder om året.

7.1.8. Revisions- og aflønningsudvalg

Selskabet har ikke nedsat revisions- og aflønningsudvalg.

5 7.1.9. Medarbejdere

Selskabet har udover direktionen ingen medarbejdere, idet alle markedsførings- og administrative opgaver udføres af EgnsinVEST Management A/S, og al porteføljeforvaltning varetages af EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

10 7.1.10. Incitamentsprogrammer

Selskabet har ingen incitamentsprogrammer.

7.1.11. Erklæring om tidligere levned

15 Inden for de seneste fem år har eller er ingen af medlemmerne af bestyrelsen eller direktionen

1. Blevet dømt for svigagtige lovovertrædelser
2. Været involveret i konkurser, bobehandlinger eller likvidationer i selskaber som de sad i ledelsen i, bortset fra det, som er anført i afsnit 7.1.1.
- 20 3. Været genstand for offentlige anklager og/eller sanktioner fra myndigheder eller tilsynsorganer eller af nogen domstol tidligere været frakendt retten til at fungere som medlem af en udsteders ledelse, bestyrelse eller tilsynsorgan eller til at varetage en udsteders ledelse eller andre anliggender

7.1.12. Erklæring om interessekonflikter i forbindelse med udbuddet af Selskabets aktier

25 Hverken medlemmer af Bestyrelsen, EgnsinVEST Management A/S eller EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S har indgået aftaler med eller handler i forståelse med større investorer i Selskabet, kunder, leverandører eller andre, hvorefter disse personer er blevet medlem af Selskabets bestyrelse.

30 Udover som nævnt umiddelbart ovenfor foreligger der ingen potentielle interessekonflikter mellem de pligter, der påhviler bestyrelsesmedlemmerne, EgnsinVEST Management A/S og EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S og disse personers private interesser og/eller pligter over for andre.

Der foreligger intet slægtskab mellem stifteren, direktionen og medlemmerne af Bestyrelsen.

Mulig interessekonflikt mellem Selskabet og EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

35 Da der er sammenfald af et bestyrelsesmedlem mellem EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S og Selskabet, og da den adm. direktør i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S tillige er bestyrelsesmedlem i Selskabet, og da Selskabets direktør tillige er ansat som porteføljemanager i EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S, hvor han bl.a. varetager den skønsmæssige porteføljepleje af Selskabets midler, er der en potentiel fremtidig interessekonflikt ved genforhandling af den indgåede aftale med Selskabet om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler. Parterne er opmærksomme på dette og vil tage højde for dette forhold i forbindelse med fremtidige genforhandlinger, idet det er hensigten, at de uafhængige bestyrelsesmedlemmer vil forestå forhandlingerne og indgåelse af aftalegrundlag i forbindelse med fremtidige genforhandlinger. Aftalens nuværende vilkår er beskrevet i afsnit 4.6.1, og aftalen er vedlagt nærværende prospekt som bilag 2.

45 Mulig interessekonflikt mellem Selskabet og EgnsinVEST Management A/S

5 Da der er sammenfald af et bestyrelsesmedlem mellem EgnsinVEST Management A/S og Selskabet, og da den adm. direktør i EgnsinVEST Management A/S tillige er bestyrelsesmedlem i Selskabet, er der en potentiel fremtidig interessekonflikt ved genforhandling af den indgåede aftale med Selskabet om administration og markedsføring. Parterne er opmærksomme på dette og vil tage højde for dette forhold i forbindelse med fremtidige genforhandlinger, idet det er hensigten, at de uafhængige bestyrelsesmedlemmer vil forestå forhandlingerne og indgåelse af aftalegrundlag i forbindelse med fremtidige genforhandlinger. Aftalens nuværende vilkår er beskrevet i afsnit 4.6.2, og aftalen er vedlagt nærværende prospekt som bilag 1.

10

7.1.13. Fysiske og juridiske personers interesse i udstedelsen af Selskabets aktier

15 EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S har som finansiel formidler og porteføljeformidler for Selskabet en interesse i Udbuddets gennemførelse, idet vederlaget, som EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S modtager fra Selskabet, beregnes af Selskabets portefølje.

EgnsinVEST Management A/S har tilsvarende en interesse i Udbuddets gennemførelse, idet det vederlag, som EgnsinVEST Management A/S i henhold til den indgåede aftale om administration og markedsføring vil modtage fra Selskabet, beregnes af Selskabets egenkapital.

20 I forbindelse med Udbuddet har ingen fysiske eller juridiske personer herudover interessekonflikter, der er væsentlige for Selskabet.

7.2. Aktiekapital og aktionærforhold

7.2.1. Selskabets registrerede aktiekapital

5 ProtektorINVEST A/S er stiftet af EgnosINVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S den 30. november 2007 og har en aktiekapital på nominelt DKK 500.000, før Udbuddet er gennemført.

Selskabet har ikke udstedt konvertible obligationer eller warrants på tegning af aktier. Selskabet har ikke udstedt optioner på køb af aktier.

7.2.2. Bestyrelsens bemyndigelser

10 På Selskabets stiftende generalforsamling blev bestyrelsen bemyndiget til i perioden frem til den næste ordinære generalforsamling at erhverve egne aktier for op til 10 % af Selskabets aktiekapital.

15 På Selskabets stiftende generalforsamling blev bestyrelsen i Selskabet bemyndiget til i tiden indtil den 30. juni 2012 at forhøje Selskabets aktiekapital ad én eller flere gange med indtil nominelt DKK 1.000.000.000. Bestyrelsen er bemyndiget til helt eller delvist at fravige den forholdsmæssige fortegningsret for bestående aktionærer i aktieselskabslovens § 30, stk. 1, såfremt aktietegningen sker til markedskurs.

7.2.3. Større aktionærer

20 Før Udbuddet er EgnosINVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S den eneste aktionær. Samtlige EgnosINVEST Management A/S' aktier vil blive udbudt i forbindelse med Udbuddet.

7.2.4. Udbyttepolitik

De nye aktier bærer fuld ret til udbytte fra og med regnskabsåret 2008.

25 Beslutning om udlodning af udbytte træffes i medfør af aktieselskabsloven på Selskabets ordinære generalforsamling på grundlag af den godkendte årsrapport for det seneste regnskabsår. Generalforsamlingen kan ikke vedtage udlodning af højere udbytte end det af Selskabets bestyrelse anbefalede.

30 Retten til udbytte forældes 3 år efter datoen for den generalforsamling, hvor udbyttebetalingen blev vedtaget.

Der gælder ikke særlige udbytte regler eller procedurer for investorer bosiddende i andre stater. Dog kan der gælde andre skatteregler for disse investorer.

35 Selskabet har ansvaret for at tilbageholde udbytteskat efter de til enhver tid gældende regler.

Det er ikke hensigten at udbetale udbytte, idet dette vurderes at være mest hensigtsmæssigt for flertallet af Selskabets aktionærer.

7.2.5. Generalforsamlinger

40 Generalforsamlingen har den højeste myndighed i Selskabets anliggender inden for de i lovgivningen og Selskabets vedtægters fastsatte grænser.

45 Selskabets generalforsamlinger afholdes på Selskabets hjemsted eller i København. Ordinær generalforsamling afholdes hvert år i så god tid, at den reviderede og godkendte årsrapport kan indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, så den er modtaget i styrelsen inden fem måneder efter regnskabsårets udløb.

Ekstraordinær generalforsamling afholdes, når bestyrelsen eller revisor finder det hensigtsmæssigt. Ekstraordinære generalforsamlinger til behandling af et bestemt angivet emne skal indkaldes senest tre uger efter, at det skriftligt er forlangt af aktionærer, der ejer en tiendedel af aktiekapitalen.

5 Generalforsamling indkaldes af bestyrelsen med mindst otte dages og højst fire ugers varsel. Indkaldelsen offentliggøres via Erhvervs- og Selskabsstyrelsens EDBS-informationssystem og First North samt på selskabets hjemmeside.

10 Forslag fra aktionærerne til behandling på den ordinære generalforsamling må skriftligt være indgivet til bestyrelsen senest 1. februar.

15 Senest otte dage før generalforsamlingen skal dagsorden og de fuldstændige forslag, der skal behandles på generalforsamlingen, og for den ordinære generalforsamlings vedkommende tillige revideret årsrapport, – fremlægges på selskabets kontor til eftersyn for aktionærerne og samtidig tilstilles enhver noteret aktionær, som har fremsat begæring herom.

På generalforsamlingen træffes alle beslutninger ved simpelt flertal bortset fra de tilfælde, hvor aktieselskabsloven kræver kvalificeret flertal.

20 Enhver aktionær har ret til at deltage i generalforsamlingen, når vedkommende senest fem dage før generalforsamlingen mod forevisning af fornøden dokumentation for sin aktieandel har løst adgangskort hos Selskabet.

25 Hvert aktiebeløb på DKK 100.000 giver én stemme.

Stemmeret kan kun udøves for de aktier, som mindst fire uger forud for generalforsamlingen af Selskabet er noteret på vedkommende aktionærs navn.

30 Ingen aktionær kan for egne aktier eller som fuldmægtig for andre aktionærer afgive stemmer for mere end svarende til 5% af den samlede aktiekapital uanset aktiebesiddelsen. For fuldmagter til bestyrelsen gælder ingen begrænsninger. Aktionærer inden for samme koncern, således som dette begreb er fastsat i lovgivningen, kan ikke samlet afgive stemmer for mere end svarende til 5% af den samlede aktiekapital uanset aktiebesiddelsen.

35 En aktionær kan give møde og afgive stemme ved skriftlig dateret fuldmagt til en anden stemmeberettiget aktionær. En fuldmagt kan kun have gyldighed ved førstkommande generalforsamling efter dens udstedelse. Gives fuldmagten til bestyrelsen, kan den kun gives til en bestemt generalforsamling med en på forhånd kendt dagsorden.

40 **7.2.6. Interne regler**

Selskabet har udarbejdet interne regler, som indeholder regler for insideres handel med Selskabets aktier. Reglerne har til formål at udelukke, at intern viden videregives til uvedkommende og at hindre overtrædelse af reglerne om insiderhandel.

45 **7.2.7. Kapitalressourcer**

Inden Udbuddet er Selskabets kapitalgrundlag DKK 500.000, som er indbetalt kontant til Selskabet i forbindelse med dets stiftelse. Selskabet forventes ved Udbuddet at få tilført minimum 99,5 mio. DKK efter omkostninger.

50 I henhold til vedtægterne er bestyrelsen bemyndiget til løbende at optage lån svarende til indtil 2 gange egenkapitalen på tidspunktet for optagelsen af lånet.

Der forventes stillet kreditfaciliteter på DKK 200 mio. til rådighed for Selskabet. Låneaftalerne vil blive indgået på sædvanlige markedsvilkår. Der forventes endvidere tilknyttet en hensigtserklæring om udvidelse af det samlede kreditomfang forholdsæssigt i takt med udviklingen i Selskabets egenkapital.

5

Med udgangspunkt i dette forventede resultat af Udbuddet samt det forventede tilbud om kreditfaciliteter vurderer Bestyrelsen, at kapitalberedskabet er tilstrækkeligt til at gennemføre de planlagte aktiviteter i mindst tolv måneder efter første handelsdag. Bestyrelsen vurderer endvidere, at kapitalgrundlaget vil være tilstrækkeligt til at opretholde tilfredsstillende forvaltning af Selskabets midler. Da tegningen kun gennemføres, såfremt aktiekapitalen efter tegningsperiodens afslutning minimum udgør DKK 100.000.000, vurderes der at være rigelig kapital til dækning af Selskabets omkostninger jf. afsnit 4.6. Selskabet forventes alt afhængigt af udviklingen på de finansielle markeder at give overskud allerede det første år. Indtil selskabet giver overskud finansieres selskabets aktiviteter af den tegnede aktiekapital samt afkastet heraf.

10

På tidspunktet for offentliggørelse af prospektet har selskabet ikke foretaget nogen investeringer. De planlagte investeringer, som er beskrevet i afsnit 4, forventes påbegyndt umiddelbart efter tegningsperiodens afslutning.

15

Der er ingen begrænsninger i brugen af kapitalressourcer, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte indflydelse på udsteders virksomhed.

20

7.2.8. Åbningsbalance

Selskabet er stiftet med åbningsbalancen som angivet i figur 8.1. Åbningsbalancen er revideret af KPMG, jf. erklæringen i afsnit 1.2.

Åbningsbalancen pr. 30. november 2007 for ProtektorINVEST A/S aflægges i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for indregning og måling af aktiver og forpligtelser.

25

Selskabets åbningsbalance i DKK ('000)

Aktiver

Omsætningsaktiver i alt 500.000

Anlægsaktiver i alt -

Aktiver i alt 500.000

Passiver

Egenkapital 500.000

Langfristede gældsforpligtelser -

Kortfristede gældsforpligtelser -

Passiver i alt 500.000

7.2.9. Aktionæroverenskomster

Der er Selskabet bekendt ikke indgået aktionæroverenskomster af nogen art vedrørende nuværende eller kommende aktionærers aktiebesiddelser.

30

7.3. Oplysninger om Selskabets aktier

7.3.1. Aktiernes størrelse

Alle Selskabets aktier er ordinære aktier a nominelt DKK 100.000.

5 7.3.2. Navnenotering

Selskabets aktier udstedes til ihændeoveren, men kan på begæring noteres på navn i Selskabets bøger. Noteringssted er aktionærens kontoførende institut. Investor Services, Helgeshøj Allé 61, Postboks 20, 2630 Tåstrup fører Selskabets aktiebog. Aktierne er elektroniske værdipapirer og registreres i Værdipapircentralen A/S, Helgeshøj Allé 61, Postboks 20, DK 2630 Taastrup.

10

7.3.3. Stemmeret

Stemmeret kan udøves for de aktier, som mindst fire uger forud for generalforsamlingen af Selskabet er noteret på vedkommende aktionærs navn. Hver aktionær har én stemme for hver DKK 100.000 pålydende aktie. Ingen aktionær kan for egne aktier eller som fuldmægtig for andre aktionærer afgive stemmer for mere end svarende til 5% af den samlede aktiekapital uanset aktiebesiddelsen.

15

7.3.4. Omsættelighed

Samtlige aktier er omsætningspapirer, og der gælder ingen indskrænkninger i aktiernes omsættelighed. Selskabet anbefaler, at aktierne navnenoteres.

20

Prisfastsættelsen af Selskabets aktier på First North er underlagt markeds-mæssige forhold. Selskabet forventer at indgå en aftale omkring market making på Selskabets Aktier. Market makeren forventes løbende at stille priser for Selskabets Aktier på First North. Prisstillingen vil være betinget af normale markedsforhold og begrænset til et antal handelsenheder. Det betyder f.eks., at der i perioder ikke vil være priser i Selskabets aktier eller, at der vil kunne forekomme betydelige spænd mellem købs- og salgspriserne.

25

7.3.5. Indløsningsret

Ingen aktionær er forpligtet til at lade sine aktier indløse helt eller delvist.

7.3.6. Rettigheder ved likvidation

30

I tilfælde af solvent likvidation af Selskabet er aktionærene berettiget til at deltage i udlodningen af overskydende aktiver i forhold til deres nominelle aktiebeholdning efter betaling af Selskabets kreditorer.

7.3.7. Særlige rettigheder

Ingen aktier har særlige rettigheder. Selskabet har ikke truffet særlige foranstaltninger for ændring af aktionærernes rettigheder og er således underlagt lovgivningens krav. Ombytningsbestemmelserne følger således lovgivningens regler.

35

Selskabet har ansvaret for at tilbageholde udbytteskat, der efter gældende regler normalt udgør 28%.

Der er ingen begrænsning i, hvor mange aktier en person eller juridisk enhed må eje.

40

7.3.8. Aktieudstedende institut

Sparekassen Kronjylland er bemyndiget til at udstede aktier i Selskabet gennem Værdipapircentralen.

7.4. Øvrige informationer om Selskabet

7.4.1. Navn og hjemsted

ProtektorINVEST A/S
Vitus Berings Plads 5
8700 Horsens

5

Telefon + 45 76 25 01 49
Fax + 45 76 25 01 50
Hjemmeside www.protektorinvest.dk
Email info@protektorinvest.dk

10

Selskabet har ingen registrerede binavne

Selskabets hjemsted er Horsens Kommune.

15

Selskabet er underlagt dansk lovgivning og drives i henhold til aktieselskabsloven og andre regler vedrørende drift af aktieselskaber. Selskabet er endvidere underlagt årsregnskabslovens regler samt de gældende regler for selskaber, der er optaget til handel på First North.

7.4.2. Formål

Selskabets formål er at skabe en langsigtet kapitaltilvækst via porteføljeinvestering for egne og/eller lånte midler i børsnoterede værdipapirer, andre værdipapirer, finansielle instrumenter og likvide midler herunder valuta.

25

Selskabets formål er beskrevet i vedtægternes § 3.

7.4.3. Stiftelse af Selskabet

Selskabet er stiftet den 30. november 2007 af EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S. Selskabet er registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen den 13. december 2007.

7.4.4. Selskabets CVR-nummer

Selskabets CVR-nummer er 31088658.

30

7.4.5. Regnskabsoplysninger

Selskabets regnskabsår løber fra 1. januar til 31. december. Selskabets første regnskabsår løber fra stiftelsen den 30. november 2007 til 31. december 2008.

35

Der er ikke udarbejdet historiske årsrapporter, da Selskabet er nystiftet.

7.4.6. Rets- og voldgiftssager

På datoen for Prospektet er Selskabet ikke indblandet i stats-, rets- eller voldgiftssager og har heller ikke kendskab til at ville blive inddraget i sådanne forløb i fremtiden.

40

Siden udarbejdelse af Selskabets åbningsbalance pr. 30. november 2007 er der ikke indtrådt væsentlige ændringer i Selskabets finansielle eller handelsmæssige stilling.

45

7.4.7. Dokumentationsmateriale

Følgende dokumenter er til rådighed på ProtektorINVESTs hjemmeside, www.protektorinvest.dk, på Selskabets forretningsadresse, Vitus Berings Plads 5, 8700 Horsens og kan udleveres på forlangende:

- 5
- Prospekt
 - Stiftelsesdokument
 - Foreningens vedtægter, som også er en integreret del af Prospektet
 - Åbningsbalance
- 10 Da Selskabet er nystiftet, ligger der ikke historiske årsrapporter eller delårsrapporter til gennemsyn.

7.4.8. Væsentlige kontrakter

Selskabet har indgået følgende væsentlige samarbejdsaftaler. Aftalerne er alle indgået på markedsmæssige vilkår.

15

Aftale om administration og markedsføring

Selskabet har indgået administrations- og markedsføringsaftale med EgnsinVEST Management A/S.

Aftalen er vedlagt som bilag 1 til Prospektet og er endvidere beskrevet i afsnit 4.6.2.

20

Aftale om skønsmæssig porteføljepleje

Selskabet har indgået aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler med EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S.

- 25 Aftalen er vedlagt som bilag 2 til Prospektet og er endvidere beskrevet i afsnit 4.6.1.

7.4.9. Pengeinstitut

Sparekassen Kronjylland er Selskabets pengeinstitut i daglige forretninger.

7.4.10. Nærtstående parter

- 30 Selskabet har indgået administrations- og markedsføringsaftale med EgnsinVEST Management A/S. Aftalen er vedlagt som bilag 1 til Prospektet og er endvidere beskrevet i afsnit 4.6.2.

Selskabet har indgået aftale om skønsmæssig porteføljepleje, direktør og lokaler med EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S. Aftalen er vedlagt som bilag 2 til Prospektet og er endvidere beskrevet i afsnit 4.6.1.

35

Selskabet har ikke herudover aftaler med nærstående parter.

8. Tegningsbetingelser

8.1. Tegningsbeløb

5 Der udbydes minimum 995 stk. Aktier á nominelt DKK 100.000 i fri tegning. Der udbydes maksimalt 10.000 aktier á nominelt DKK 100.000, svarende til et samlet udbud på nominelt DKK 1.000.000.000. Den eksisterende aktionær (EgnsINVEST Management A/S, Vitus Berings Plads 5, 8700 Horsens) fem stk. aktier á nominelt DKK 100.000 udbydes sammen med de nye Aktier. EGNS-INVEST Capital Fondsmægler-

10 selskab A/S har stiftet selskabet den 30. november 2007. EgnsINVEST Management A/S er eneste aktionær i selskabet indtil aktionærens aktiebeholdning forventes solgt i forbindelse med Udbuddet. Der er ingen begrænsninger i den enkelte investors minimums- og maksimumstegning. Det er tilladt at indgive flere tegningsansøgninger.

15 Udbuddet gennemføres, såfremt der minimum tegnes 995 stk. aktier á nominelt DKK 100.000, som sammen med udbuddet af de eksisterende aktier svarer til et samlet udbud på nominelt DKK 100.000.000.

8.2. Overtegning og eventuel reduktion

20 Såfremt det samlede antal modtagne tegningsordrer i forbindelse med udbuddet overstiger antallet af udbudte aktier, vil der blive foretaget en reduktion efter retningslinjer, der fastsættes af Selskabet. Det vil i forbindelse hermed blive tilstræbt at sikre en hensigtsmæssig fremtidig aktionærstruktur under hensyntagen til kriterier som bl.a. investortype og spredning af aktiekapital. Det er endvidere hensigten, at alle ordrer op til et vist niveau sikres fuld tildeling mens ordrer, der overstiger dette niveau, forventes at blive reduceret forholdsmæssigt.

8.3. Tegningskurs

30 De udbudte aktier tegnes til DKK 101.500 pr. aktie á nominelt DKK 100.000, franko. Tegningskursen svarer til kurs 100 med tillæg af forventede omkostninger ved Udbuddet, á DKK 1.500 pr. aktie. Omkostningerne ved Udbuddet fremgår af afsnit 8.10

Kursen offentliggøres i Prospektet og ligger fast i tegningsperioden.

8.4. Tegningsperiode

35 Tegningsperioden strækker sig over perioden fra den 28. januar 2008 til den 13. februar 2008, begge dage inklusive. Alle tegningsordrer, der er indleveret til nedenstående tegningssted senest onsdag den 13. februar 2008 kl. 16.00, vil blive opfyldt til tegningskursen.

8.5. Tegningssted

40 Tegning af aktier i Selskabet kan ske ved at indlevere tegningsblanketten, som er optrykt bagest i Prospektet, i udfyldt og underskrevet stand til et af de pengeinstitutter, EgnsINVEST har samarbejde med, til ordregivers eget kontoførende institut eller direkte til Sparekassen Kronjylland, Tronholmen 1, 8900 Randers, der er koordinerende tegningssted.

45 Afgivelse af tegningsordrer ved indlevering af tegningsblanket er bindende for investor.

8.6. Offentliggørelse af emissionens resultat

Resultatet af emissionen forventes offentliggjort via First North den 14. februar 2008.

8.7. Optagelse til handel på First North

5 Selskabets aktier er søgt optaget til handel på First North. Første handelsdag forventes at blive den 20. februar 2008 efter betaling og registrering af aktierne i Værdipapircentralen.

8.8. Betaling og registrering i Værdipapircentralen

Betaling finder sted den 19. februar 2008 mod registrering af aktierne i Værdipapircentralen.

8.9. Fondskode

På First North forventes Selskabets Aktier registreret med følgende fondskoder:

10 ProtektorINVEST A/S: DK0060118297
ProtektorINVEST A/S, nye (midlertidig): DK0060118370

15 Den midlertidige fondskode skal alene anvendes til tegning af de nye Aktier og vil ikke blive søgt optaget til handel på First North. De nye aktier forventes registreret i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen den 19. februar 2008, hvorfor optagelsen til handel forventes at ske i én ISIN svarende til fondskoden for Selskabets eksisterende aktier. Kortnavnet er PROINV.

8.10. Omkostninger

De samlede omkostninger ved Udbuddet inkl. moms forventes, afhængig af bruttoprovenuet, at udgøre:

20 **Eksterne omkostninger er anslået.**

DKK ('000)	Nominelt	Nominelt	Nominelt
	100.000	200.000	1.000.000.000
Finansiell formidler	0	0	0
Trykning	50	50	50
Annoncering	50	50	50
Samlede honorarer til rådgivere	300	300	300
Optagelse til handel på First North	100	100	300
Øvrige omkostninger	250	500	500
Tegningsprovision	750	1.500	7.500
Samlede omkostninger	1.500	2.500	8.700

25 EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S' rolle som finansiell formidler er helt overvejende at facilitere salgsprocessen. Der ydes ikke særskilt vederlag herfor.

Selskabet har, via administrations- og markedsføringsaftalen med EgnsinVEST Management A/S, indgået aftale med en række pengeinstitutter om, at disse fungerer som tegningssted i forbindelse med emissionen. Disse pengeinstitutter modtager en tegningsprovision på 0,75 pct. af den kapital, som formidles gennem det pågældende pengeinstitut.

8.11. Provenu

8.12. Efter afholdelse af omkostninger i forbindelse med emissionen vil nettoprovenuet ved minimumsudbudet andrage DKK 100.000.000 og ved det maksimale udbud 1.006.300.000. Gældende lovgivning

- 5 Udbuddet gennemføres i henhold til dansk lovgivning. Prospektet er udarbejdet med henblik på at opfylde de standarder og betingelser, der er gældende i henhold til dansk lovgivning. Opstår der en tvist som følge af Udbuddet, skal denne indbringes for en domstol i Danmark.

8.13. Tilbagekaldelse af udbuddet

- 10 Tilbagekaldelse af Udbuddet kan ske indtil dagen før offentliggørelsen af Udbuddets resultat. Tilbagekaldelse kan ske, hvis der indtræffer begivenheder, som efter Selskabets eller EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S' bedste overbevisning vil gøre gennemførelsen utilrådelig

8.14. Handel med og afregning af aktier

- 15 Når aktierne i Selskabet afregnes, vil aktierne blive registreret på konti, der føres af Værdipapircentralen. Kun danske autoriserede institutioner er bemyndigede til at føre konti hos Værdipapircentralen. Værdipapircentralen stiller et centralt elektronisk register over ejerforhold til aktierne til rådighed og fungerer som clearingcenter for alle transaktioner.

8.15. Udvanding

- 20 Der er kun en aktionær i Selskabet på tidspunktet for Udbuddet. Da de eksisterende aktier sælges som en del af Udbuddet, sker der ingen udvanding af eksisterende aktionærer.

8.16. Tidsplan og finansiel kalender

Tidsplan

	Offentliggørelse af Prospekt	24. januar 2008
	Tegningsperioden begynder	28. januar 2008
	Tegningsperioden slutter	13. februar 2008
	Resultatet af Udbuddet offentliggøres	14. februar 2008
	Betaling og registrering	19. februar 2008
	Første handelsdag for aktierne	20. februar 2008
25	<hr/>	
	Forventet offentliggørelse af finansiel information	
	Halvårsrapport	20. august 2008
	Offentliggørelse af årsrapport	19. marts 2009
30	Ordinær generalforsamling	16. april 2009

9. Beskatning

9.1. Skatteforhold for Selskabet

- 5 Selskabet er underlagt dansk lovgivning og beskattes som udgangspunkt efter de regler, der gælder for selskabers investeringer uden for næringstilfælde (selskabsskattelovens, aktieavance- og kursgevinstlovens almindelige regler.)
- 10 Hvorvidt et selskab beskattes som næringsdrivende ved handel med aktier, afgøres efter en konkret vurdering. Der lægges i denne forbindelse blandt andet vægt på omfanget af aktiehandler, ejertid og kapitalforhold. Næringsbeskattede selskaber er generelt skattepligtige af kursgevinst og tab på aktier. Selskabet vil ved tilrettelæggelsen af sin aktivitet og formueforvaltningsstrategi søge at sikre, at Selskabet som udgangspunkt vil blive betragtet som ikke-næringsdrivende. Selskabet vil dog etablere og administrere aktieporteføljen således, at porteføljen opdeles i en omsætningsbeholdning og en anlægsbeholdning. Det følger af offentliggjort skattepraksis, at investeringsselskaber m.v. kan have en beholdning af både nærings- og ikke-næringsaktier. Det er Selskabets opfattelse, at aktierne i omsætningsbeholdningen, skattemæssigt skal anses som næringsaktier, mens aktierne i anlægsbeholdningen ikke skal anses som næringsaktier. Selskabet vil derved være generelt skattepligtig af gevinst og tab på aktierne i omsætningsbeholdningen, mens aktierne i anlægsbeholdningen beskattes efter aktieavancebeskatningslovens almindelige regler.
- 15
- 20 Det er Selskabets vurdering, at Selskabet ved at indrette sin formueforvaltningsstrategi og administration i overensstemmelse med den nuværende skattepraksis udelukkende vil blive betragtet som næringsdrivende for så vidt angår aktier i omsætningsbeholdningen, men der kan ikke gives nogen garanti herfor.
- 25 Hvis reglerne ændres og/eller skattemyndighedernes nuværende praksis ændres, således at de måtte finde, at Selskabet generelt skal betragtes som næringsdrivende med handel med aktier, kan dette få væsentlig negativ indflydelse på Selskabets finansielle stilling.
- 30 I henhold til kursgevinstlovens regler medregnes renteindtægter, renteudgifter, kursgevinster og tab på obligationer, tab og gevinster på valuta og finansielle instrumenter fuldt ud i den skattepligtige indkomst. Adgangen til fradrag for tab på visse aktiebaserede finansielle instrumenter er dog begrænset efter særlige regler.
- 35 For aktieudbytter gælder det som hovedregel, at 66% af udbyttet medregnes til den skattepligtige indkomst.
- 40 Realiserede kursgevinster på aktier, der har været ejet i under tre år, er fuldt ud skattepligtige, medens tab på aktier ejet i under tre år kun kan fradrages i tilsvarende gevinster. Realiserede kursgevinster og tab på aktier ejet i over tre år er skattefrie og medregnes derfor ikke ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst.
- 45 En del af selskabets investeringer kan være i obligations- eller REIT-relaterede CEF's, der i reglen udbetaler månedlige udbytter. Beskatningen af afkast fra investering i CEF's afhænger af, hvordan investeringen skal kvalificeres efter danske skatteregler.

9.2. Skatteforhold for aktionærer

Aktier, der er optaget til handel på First North beskattes efter reglerne for unoterede aktier.⁵⁴

- 5 Følgende er en oversigt over de væsentligste skatteforhold vedrørende besiddelse og overdragelse af unoterede aktier for aktionærer i Selskabet. Oversigten er ikke udtømmende og gælder navnlig ikke for investorer, der handler med aktier som led i deres erhverv og som følge heraf er næringskattepligtige. Potentielle købere af aktier i Selskabet, som er i tvivl om de skattemæssige virkninger af overdragelse og besiddelse af aktierne, anbefales at søge rådgivning hos egne skatterådgivere.
- 10 Selskabet er ikke omfattet af reglerne om investeringselskaber i aktieavancebeskatningslovens § 19.

9.3. Investering med private midler

Nedenstående oversigt gælder, jf. nedenfor alene for investering for almindeligt beskattede private midler.

Tabel 13.a.			
Ejertid	Gevinst ved salg	Tab ved salg	Udbytte
Uanset ejertid	Aktieindkomst*), som beskattes med 28% af de første 45.500 (2007-sats, reguleres årligt) og med 43% af aktieindkomst over 45.500 kr.**)	Kan fradrages i anden aktieindkomst. Skatteværdien af negativ aktieindkomst kan fradrages i skatten af den almindelige indkomst.	Aktieindkomst uanset ejertid. Beskattes med 28% af de første 45.500 (2007-sats, reguleres årligt) og med 43% af aktieindkomst over 45.500 kr.**). Der indeholdes 28% i kildeskat på udbytter.

- 15 *) Samtidig med nedsættelsen af selskabsskattesatsen til 25% er det med virkning fra indkomståret 2008 vedtaget, at aktieindkomst over 100.000 kr. (2007-sats, reguleres årligt) beskattes med 45%. Der er indført særlige regler om opgørelse af en overgangssaldo med henblik på at undgå, at den forhøjede beskatning af aktieindkomst får virkning på opsparat overskud, der er blevet beskattes med den tidligere selskabsskattesats på 28%. Så længe overgangssaldoen er positive, beskattes aktieindkomst med maksimalt 43%.

- 20 **) For ægtefæller, som er samlevende ved indkomstårets slutning, er bundgrænsen 91.000 kr. tilsammen. Tilsvarende gælder for progressionsgrænsen på 100.000 kr., der får virkning fra indkomståret 2008 jf. ovenfor.

25

30

35

⁵⁴ Skatteministeren fremsatte inden udskrivelsen af folketingsvalget et lovforslag (L20 af 4. oktober 2007), der indeholdt en ændret definition af den skattemæssige sondring mellem børsnoterede og unoterede aktier. Lovforslaget bortfaldt med udskrivelsen af folketingsvalget men forventes genfremsat. Hvis lovforslaget genfremsættes med den oprindelige tekst forventes det, at aktier, der er optaget til handel på First North, i skattemæssig henseende fortsat vil være omfattet af de nugældende regler om unoterede aktier.

9.4. Investering med midler fra et selskab

Tabel 13.b.			
Ejertid	Gevinst ved salg	Tab ved salg	Udbytte
Mindre end 3 år	Beskattes som almindelig indkomst med 25 % selskabsskat	Kan kun fradrages i fortjeneste på andre aktier ejet i mindre end tre år. Overskydende tab kan fremføres til modregning i de følgende år	66 % af udbyttet er skattepligtigt og 34 % er skattefrit, svarende til en effektiv beskatning på 16,50 %. Der indeholdes som hovedregel 16,50 % i udbytte-skat. For selskaber, som ejer mindst 15 % (10% fra 2009) af aktiekapitalen i Selskabet A/S er udbyttet skattefrit, såfremt aktierne ejes i en sammenhængende periode på mindst et år, inden for hvilken periode udlodningstidspunktet skal ligge
3 år og derover	Skattefrit	Kan hverken fratrækkes eller anvendes til modregning i de følgende år	
Nærings-aktier*)	Beskattes som almindelig indkomst med 25 % selskabsskat uanset ejertid	Kan fradrages ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst uanset ejertid. Overskydende tab kan fremføres til modregning i de følgende år	100 % af udbyttet er skattepligtigt som almindelig indkomst med 25 %. For selskaber, som ejer mindst 15 % (10% fra 2009) af aktiekapitalen i Selskabet, er udbyttet skattefrit, såfremt aktierne ejes i en sammenhængende periode på mindst et år, inden for hvilken periode udlodningstidspunktet skal ligge

*) Det er investors forhold, der ligger til grund ved vurderingen af, om der er tale om næringsaktier

5

10

9.5. Investering med pensionsmidler

Ved nærværende aktietegning vil der være mulighed for at købe aktier for pensionsmidler. Investering for pensionsmidler vil være omfattet af reglen om, at der maksimalt må investeres for op til 20 % af pensionsordningens værdi i værdipapirer udstedt af samme emittent.

5

Tabel 13.c.**Pensionsmidler****Kursgevinster, kurstab og udbytte**

Rate- og kapitalpensioner

Medregnes i henhold til reglerne i pensionsafkastbeskatningsloven efter lagerprincippet og beskattes med 15 %

10. Rådgivere

10.1. Finansiell formidler

5 EgnslNVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S
Vitus Berings Plads 5
8700 Horsens
www.egnsinvest.dk

10.2. Porteføljeformidler

10 EgnslNVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S
Vitus Berings Plads 5
8700 Horsens
www.egnsinvest.dk

10.3. Administrator

15 EgnslNVEST Management A/S
Vitus Berings Plads 5
8700 Horsens
www.egnsinvest.dk

10.4. Juridisk rådgiver

20 Kromann Reumert
Sundkrogsgade 5
2100 København Ø
www.kromannreumert.dk

10.5. Revisor og skatterådgiver

25 KPMG C.Jespersen, Statsautoriseret Revisionsinteressentskab
Holmboes Allé, 1, 7.
8700 Horsens
www.kpmg.dk

10.6. Certified Adviser

30 Ernst & Young Statsautoriseret Revisionsaktieselskab
Tagensvej 86
2200 København N
www.ey.com/dk

35

11. Definitioner

5	Afledte finansielle instrumenter	Afledte finansielle instrumenter kan eksempelvis være futures, forwards, optioner og terminkontrakter. Prisudviklingen for et sådan instrument er blandt andet afhængig af udviklingen i det underliggende aktiv, som kan være aktier, obligationer eller lignende.
10	CEF	Closed-End-Funds. Markedsprisen på investeringsbeviserne bestemmes ud fra udbud og efterspørgsel, som det er tilfældet med aktier. Det betyder at CEF's kan handle med en discount i forhold til deres indre værdi.
15	Diversifikation	Spredning af risiko over flere aktiver.
	Efficient rand	Samling af porteføljer med lavest mulig standardafvigelse til et givet afkast.
20	ETF	Exchange-Traded-Fund. Principperne for ETF's er de samme som for CEF's. Dog er ETF's noteret på børsen og handler af samme grund tæt ved indre værdi.
25	Futures	Handel med et underliggende aktiv til fastsat fremtidig kurs på et bestemt tidspunkt. Aftalen indgås i dag, og udføres eksempelvis et halvt år fremme i tiden.
	Fremmedkapital	Selskabets lånekapital.
30	Gearing	Investering for lånte midler.
35	Investment grade	En obligation betragtes som "Investment grade", hvis dens kreditrating er BBB eller højere ifølge Standard & Poor's eller Baa3 ifølge Moody's. Generelt giver obligationens rating en indikation af, hvorvidt det er sandsynligt at fordringen opfyldes.
	Indre værdi	Selskabets egenkapital divideret med antallet af aktier.
40	Korrelation	Et standardiseret mål for samvariationen mellem aktiver. Tager en værdi mellem -1 og 1, hvor -1 indikerer perfekt modsat samvariation – det ene aktiv falder, når det andet stiger – og 1 indikerer, at aktiverne stiger og falder sammen.
45	Kreditrating	Et mål for kreditværdigheden. Målet er blandt andet baseret på låne- og tilbagebetalingshistorikken. En lav kreditrating giver større risiko for konkurs og dermed en højere risikopræmie.
	MSCI World Net	Aktieindeks der anvendes som proxy for markedsudviklingen. Indekset indeholder geninvestering af udbytter.

	Normalfordeling	Statistisk fordeling. For normalfordelingen gælder det, at der er lige stor sandsynlighed for at få et afkast der er større eller lavere end middelværdien.
5	Optimal portefølje	Porteføljen med højeste Sharpe Ratio. Forudsætter, at investor kun bekymrer sig om størrelsen på afkast og standardafvigelse.
	Optioner	En option giver retten til at købe eller sælge det underliggende aktiv til en aftalt kurs (strike) på et givet tidspunkt.
10	Portefølje	En samling af flere aktiver. Eksempelvis en kombination af obligationer og aktier.
15	REIT	Real Estate Investment Trust er en betegnelse for et ejendomsselskab, der navnlig er karakteriseret ved at hele beskatningen, som udgangspunkt sker hos aktionærerne frem for i det enkelte selskab. For at blive klassificeret som REIT kræves det typisk, at mindst 90% af indtjeningen udbetales som udbytte. En REIT handles som en hver anden aktie på ledende børser verden over.
20	Rullende afkast	Rullende afkast er løbende afkastberegninger over en given periode. Beregningerne kan eksempelvis være på dags-, måneds- eller årsbasis. Som eksempel kan der beregnes 3-årige rullende afkast over en periode på 20 år baseret på månedsdata. I et sådan tilfælde vil der være 240 ($20 \cdot 12$) observationer i alt og 205 ($240 - (3 \cdot 12 - 1)$) perioder.
25		
	Sharpe-ratio	Forholdet mellem afkastet og risiko. Angiver dermed afkastet per risikoenhed.
30	Selskabet	ProtektorINVEST A/S.
	Standardafvigelse	Anvendes ofte som mål for risiko. Standardafvigelsen beregnes som kvadratroden af variansen.
35	Varians	Beregnes som summen af de kvadrerede afvigelser fra middelværdien og er dermed et udtryk for afkastseriens udsving i forhold til middelværdien.

12. Tegningsblanket

ProtektorINVEST A/S

5 Tegning

Jeg ønsker at tegne aktier i ProtektorINVEST A/S. De udbudte aktier tegnes til DKK 101.500 pr. aktie á nominelt DKK 100.000, franko i tegningsperioden den 28. januar 2008 til den 13. februar 2008, begge dage inklusive. Tegningsordrer skal være indkommet til pengeinstitutterne eller EgnsinVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S senest onsdag den 13. februar kl. 16.00. Beviserne handles første dag på First North den 20. februar 2008.

Jeg ønsker at købe:

15 ProtektorINVEST A/S fondskode DK0060118370

Nominelt _____ eller for kr. _____ i stykstørrelse á nominelt 100.000 kr. De udbudte aktier tegnes til DKK 101.500 pr. aktie á nominelt DKK 100.000, franko.
 20 Betaling: Beløbet ønskes hævet på kontoen den 19. februar 2008:

Pengeinstituttets navn:

Reg. nr.: Kontonr.:

25 Beviserne bedes lagt i Pengeinstituttets navn:

CD-ident.: VP-depotnummer:

30 Navneoplysninger

Stilling: _____ CPR/CVR-nr.: _____

Navn: _____

35

Adresse: _____

Postnr.: _____ By: _____

40

Telefon: _____ Email: _____

Jeg er bekendt med, at tegningen sker på baggrund af det udarbejdede tegningsprospekt, dateret den 24. januar 2008.

Prospektet kan hentes på www.protektorinvest.dk og udleveres fra alle tegningssteder.

45

Dato

Underskrift

50

Tegningsordren sendes til Deres pengeinstitut

5 Koordinerede tegningssted er: Sparekassen Kronjylland
Att.: Finans, Administration
Tronholmen 1
8900 Randers
Tlf. 89 12 24 00
Fax 89 12 24 77
Mail emission@sparkron.dk

10

Samarbejdende pengeinstitutter:

- 15 Agri-Egens Sparekasse
Andelskassen Fælleskassen
Andelskassen J.A.K. Ebeltoft
Andelskassen J.A.K. Slagelse
Andelskassen OIKOS
- 20 bankTrelleborg
Boddum-Ydby Sparekasse
Borbjerg Sparekasse
Broager Sparekasse
Brørup Sparekasse
- 25 Capinordic A/S
Den Jyske Sparekasse
Den lille Sparekasse
DiBa
Djurslands Bank A/S
- 30 Dronninglund Sparekasse
ebh | bank a/s
Finansbanken A/S
Fionia Bank
Flemløse Sparekasse
- 35 Folkesparekassen
Forstædernes Bank A/S
Forvaltningsinstituttet for Lokale Pengeinst.
Frøslev-Møllerup Sparekasse
FSP Pension
- 40 Hals Sparekasse
Handelsbanken
Hunstrup-Østerild Sparekasse

- Hvidbjerg Bank Aktieselskab
- J.A.K. Andelskassen Brenderup
- J.A.K. Andelskassen Rødding
- J.A.K. Andelskassen Varde
- 5 J.A.K. Andelskassen Østervrå
- Klim Sparekasse
- Københavns Andelskasse
- Langå Sparekasse
- Lunde-Kvong Andelskasse
- 10 Løkken Sparekasse
- Max Bank A/S
- Middelfart Sparekasse
- Morsø Andelskasse
- Morsø Bank
- 15 Morsø Sparekasse
- Nordoya Sparikassi
- Ringkjøbing Bank
- Ringkjøbing Landbobank
- Rise Sparekasse
- 20 Roskilde Bank A/S
- Ryslinge Andelskasse
- Rønde og Omegns Sparekasse
- SJE|B
- Skjern Bank
- 25 Skælskør Bank
- Søby-Skader-Halling Spare- og Laanekasse
- Sønderhå-Hørsted Sparekasse
- Spar Mors
- Spar Salling
- 30 Sparbank
- Sparekassen Balling
- Sparekassen Bredebro
- Sparekassen Den lille Bikube
- SPAREKASSEN DJURSLAND
- 35 Sparekassen Faaborg
- Sparekassen Farsø
- Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn
- Sparekassen Himmerland

	Sparekassen Hobro
	Sparekassen Hvetbo
	Sparekassen i Skals
	Sparekassen Kronjylland
5	Sparekassen Limfjorden
	Sparekassen Lolland
	Sparekassen Løgumkloster
	Sparekassen Midtdjurs
	Sparekassen Midtfjord
10	Sparekassen Østjylland
	Sparekassen Thy
	Sparekassen Vendsyssel
	St. Brøndum Sparekasse
	Svendborg Sparekasse
15	Thisted Andelskasse
	Tved Sparekasse
	Tønder Bank A/S
	Ulsted Sparekasse
	Vistoft Sparekasse
20	Vorbasse-Hejnsvig Sparekasse
	Østjydsk Bank A/S

ADMINISTRATIONS- OG MARKEDSFØRINGS-
AFTALE

MELLEM Protektor INVEST A/S

OG EGNS-INVEST Management A/S

INDHOLDSFORTEGNELSE

1.	AFTALENS BAGGRUND OG OMFANG	2
2.	MANAGEMENTS FORPLIGTELSE	3
3.	VEDERLAG M.V.	5
4.	HÆFTELSESFORHOLD, BETALINGER OG MOMS	5
5.	KONTI OG LÅN - ADMINISTRATION	6
6.	MISLIGHOLDELSE OG TAB M.V.	6
7.	TAVSHEDSPLIGT OG VIDEREGIVELSE AF OPLYSNINGER	6
8.	AFTALENS OPHØR	6
9.	ÆNDRINGER I AFTALEN	7
10.	FORTOLKNING	7
11.	TVISTER	7
12.	UNDERSKRIFTER	8

ADMINISTRATIONS- OG MARKEDSFØRINGSAFTALE

MELLEM Protektor INVEST A/S
 Vitus Berings Plads 5
 8700 Horsens

(i det følgende kaldet "Protektor")

OG EGNS-INVEST Management A/S
 Vitus Berings Plads 5
 8700 Horsens

(i det følgende kaldet "Management")

(i det følgende hver især kaldet "Part" og tilsammen "Parterne")

1. **AFTALENS BAGGRUND OG OMFANG**

- 1.1 Protektor er etableret med henblik på at drive investeringsvirksomhed for egne og/eller lånte midler, herunder ved investering i børsnoterede værdipapirer, andre værdipapirer, finansielle instrumenter og valuta.
- 1.2 Protektor forudsættes optaget til handel på First North.
- 1.3 Protektor har indgået en aftale om skønsmæssig porteføljepleje samt lån af direktør og lokaler med EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab ("E-I Capital"), hvorefter E-I Capital skal bistå Protektor med at identificere og erhverve relevante værdipapirer, jf. Protektors investeringsstrategi. E-I Capital skal endvidere løbende udføre porteføljepleje af de erhvervede værdipapirer efter nærmere beskrevne principper og retningslinjer.

- 1.4 Nærværende aftale skal ses i nær sammenhæng med aftalen om skønsmæssig porteføljepleje, jf. pkt. 1.3 ovenfor, og Management skal således forestå og håndtere alle løbende opgaver i relation til Protektor og dets drift.
- 1.5 Denne aftale træder i kraft på det tidspunkt, hvor begge parter har underskrevet aftalen, og det af Protektor planlagte udbud er gennemført.

2. **MANAGEMENTS FORPLIGTELSER**

2.1 Management skal som udgangspunkt forestå alle opgaver i relation til Protektors løbende aktiviteter, drift og administration, herunder i relation til markedsføring af Selskabet.

2.2 Blandt de administrative opgaver kan nævnes:

- Varetagelse af alle Protektors daglige administrative opgaver
- Funktion som sekretariat for Protektors bestyrelse
- Forberedelse og indkaldelse af samt deltagelse i bestyrelsesmøder i Protektor
- Udarbejdelse af protokollater fra bestyrelsesmøder
- Forestå Protektors overordnede bogholderi- og regnskabsførelse
- Udarbejdelse af årsrapport samt nærmere aftalte perioderegnskaber, formueopgørelser m.v.
- Varetagelse af løbende kontakt med Protektors revisorer og øvrige eksterne rådgivere
- Forestå førelsen af Protektors aktiebog og diverse protokoller m.v.
- Overvågning og administration af Protektors låneporteføljer, herunder administration af sikkerhedsstillelse
- Varetagelse af diverse koordineringsopgaver i forbindelse med investering
- Forhandling af lånetilsagn vedr. lån til Protektor i forbindelse med investering
- Udarbejdelse af aktionærinformation
- Indkaldelse til og gennemførelse af generalforsamlinger i Protektor
- Indgåelse af market-maker aftale samt varetagelse af kontakt til market-maker

- Bistand til Protektor til varetagelse af forholdet til First North og Certified Adviser

2.3 Markedsføringsopgaver i relation til Protektor udgør navnlig:

- Indgåelse af distributionsaftaler med pengeinstitutter omkring salg af Protektors aktier
- Udgivelse af diverse nyhedsbreve
- Varetagelse af annoncering samt vedligeholdelse/opdatering af hjemmesiden
- Varetagelse af salg/kontakt til samarbejdspartnere; herunder afholdelse af kurser for pengeinstitutternes medarbejdere samt deltagelse i kundearrangementer i pengeinstitutterne
- Medvirke til udarbejdelse af tegnings- og informationsmateriale ved udvidelse af Protektors kapital

2.4 Parterne er enige om, at foranstående eksempler på Managements opgaver ikke er udtømmende, men alene vejledende. Parterne er ligeledes enige om, at Management skal være berettiget til at outsource/uddelegere opgaverne i det omfang, dette vurderes at være hensigtsmæssigt. I det omfang, der er sket outsourcing af opgaverne under denne aftale, påhviler det Management at sørge for løbende kontrol af og opfølgning på, at samtlige disse outsourcete opgaver udføres på forsvarlig og fuld tilfredsstillende vis.

Protektor dækker følgende omkostninger

- Omkostninger til VP og udstedende institut
- Vederlag til eksterne rådgivere
- Omkostninger til optagelse til handel på First North
- Vederlag til Certified Adviser
- Bestyrelseshonorar

- Løbende vederlag til First North
- Depotgebyrer
- Handelsomkostninger
- Omkostninger til revision
- Vederlag til aktiebogsfører
- Omkostninger i forbindelse med afholdelse af generalforsamlinger
- Andre tilsvarende eller lignende omkostninger

3. **VEDERLAG M.V.**

- 3.1 Som vederlag for Managements opgaver jf. afsnit 2 oppebærer Management fra Aftalens ikræfttrædelsestidspunkt et vederlag 1 % pr. år. Vederlaget afregnes med månedlige rater a' 0,0833% ved udgangen af hver måned på baggrund af egenkapitalen ultimo samme måned.

I det omfang Protektors bogførte egenkapital ved afslutningen af en måned overstiger DKK 250 mio., beregnes der et honorar med udgangspunkt i en sats for vederlag på 0,8% pr. år for den overskydende dels vedkommende. Denne del af vederlaget afregnes med månedlige rater a' 0,0667% pr. måned.

- 3.2 Vederlaget faktureres umiddelbart efter opgørelsen af vederlaget og betales kontant i forbindelse hermed.

4. **HÆFTELSESFORHOLD, BETALINGER OG MOMS**

- 4.1 Protektor indestår for betalingen af de udgifter, som Management har påtaget sig på vegne af Protektor i henhold til nærværende Aftale. Management bærer risikoen for den momsmæssige behandling af ydelser fra Management til Protektor og for, at momsregnskaber, der føres af Management for Protektor, er korrekte.

5. **KONTI OG LÅN - ADMINISTRATION**

- 5.1 Management skal foranledige, at Protektors likvide midler indestår på konti i anerkendte danske pengeinstitutter i Protektors navn.
- 5.2 Management skal have tegningsret til de i pkt. 5.1 anførte konti og er forpligtet til alene at foretage træk på kontiene til betaling af udgifter fastlagt i eller som udspringer af eller skal afholdes som følge af bemyndigelser afgivet under nærværende Aftale.
- 5.3 Management skal alene være berettiget til at oprette konti i Protektors navn efter modtagelse af bemyndigelse eller instruktion herom fra Protektors bestyrelse.

6. **MISLIGHOLDELSE OG TAB M.V.**

- 6.1 Såfremt en Part væsentligt misligholder sine forpligtelser i henhold til denne aftale, er den anden Part berettiget til straks og uden varsel at ophæve aftalen ved skriftlig meddelelse herom til den anden Part.
- 6.2 Management skal ikke være ansvarlig for skader eller tab, som skyldes forhold uden for Managements kontrol og Management skal ligeledes ikke være ansvarlig for følgeskader, driftstab eller indirekte tab i øvrigt.

7. **TAVSHEDSPLIGT OG VIDEREGIVELSE AF OPLYSNINGER**

- 7.1 Alle informationer vedrørende Parterne, skal anses for fortrolige, også efter denne aftales ophør, medmindre andet følger af retsfor skrifter, krav fra offentlige myndigheder eller i henhold til retslige afgørelser eller af selskabets notering på First North.

8. **AFTALENS OPHØR**

- 8.1 Aftalen kan af begge Parter opsiges med 12 måneders varsel til udgangen af en måned ved skriftlig meddelelse herom til den anden Part. Dog kan aftalen ikke opsiges før 3 år fra underskrivelsen. Vederlag, som er afregnet til Management, tilbagebetales ikke.
- 8.2 Protektor er ved ophør af denne aftale forpligtet til at ændre navn således, at "Protektor INVEST" og/eller "EGNS-INVEST" ikke indgår i dets hoved- eller binavne og er desuden forpligtet til på enhver anden måde at ophøre med at bruge navnet eller logoet, der knytter sig hertil i forbindelse med dets virksomhed.

9. **ÆNDRINGER I AFTALEN**

9.1 Aftalen kan kun ændres skriftligt.

10. **FORTOLKNING**

10.1 Såfremt en eller flere af bestemmelserne i Aftalen måtte være ugyldige eller i øvrigt ikke kan opretholdes som følge af ufravigelig lovgivning, senere ændringer i lovgivningen eller meddelte myndighedskrav, er Parterne enige om, at Aftalen ikke i sin helhed skal anses for ugyldig eller opsagt. I stedet må der foretages sådanne ændringer af Aftalen, som måtte være nødvendige eller hensigtsmæssige for så vidt muligt at opretholde og ikke forrykke retsforholdet, således som dette er udtrykt i Aftalen.

11. **TVISTER**

11.1 Eventuelle tvistigheder mellem Parterne i anledning af denne aftale og dens rette fortolkning skal afgøres ved voldgift.

11.2 Voldgiftsretten skal bestå af 2 upartiske personer, af hvilke Parterne hver vælger én, hvorefter disse i fællesskab udpeger en opmand. Såfremt voldgiftsmændene ikke kan enes om valget af opmand, skal denne udnævnes af Præsidenten for Højesteret.

11.3 Så snart en af Parterne har meddelt den anden part sit ønske om, at en tvist skal overgives til voldgift, og denne har meddelt den anden Part, hvem man har udpeget som voldgiftsmand, skal den anden Part udpege sin voldgiftsmand, og hvis denne ikke har gjort dette inden 1 måned efter, at denne har modtaget meddelelsen fra den første Part, skal denne være berettiget til også at udpege den anden voldgiftsmand.

11.4 Den første Part skal fremsætte sin påstand skriftligt inden 1 måned efter, at voldgiftsmændene har anmodet denne om at gøre dette. Den anden Part skal derpå afgive sit svar inden 1 måned efter, at denne har modtaget påstanden, hvorefter hver af Parterne har lejlighed til at fremsætte yderligere skriftlige indlæg hver med 1 måneds interval, medmindre voldgiftsmændene måtte give en speciel tilladelse til forlængelse. Hvis en part ikke svarer inden den fastsatte frist, har denne mistet sin ret til at afgive svar, og sagen skal da afgøres på det foreliggende grundlag.

11.5 Når voldgiftsmændene har modtaget de skriftlige indlæg fra Parterne, fastsættes tidspunktet for en mundtlig forhandling i sagen.

11.6 Denne skal finde sted senest 6 uger efter modtagelsen af de sidste, skriftlige indlæg. Voldgiftsmændene skal derefter afgøre tvisten inden 6 uger. Hvis de ikke gør dette, er hver Part berettiget til at få tvisten afgjort af de almindelige domstole. I modsat fald er voldgiftsrettens afgørelse endelig og bindende.

11.7 Omkostningerne ved voldgiftsretten fastsættes af voldgiftsretten.

12. **UNDERSKRIFTER**

12.1 Aftalen er udarbejdet i 2 originaleksemplarer, et til Protektor og et til Management.

For Protektor:

For Management:

Horsens, den

Horsens, den

Torben Vilsgaard
Bestyrelsesformand

Thorkild Steen Sørensen
Adm. direktør

Casper Hasse Leth
Direktør

[Navn]

AFTALE OM SKØNSMÆSSIG PORTEFØLJE- PLEJE, DIREKTØR OG LOKALER

MELLEM Protektor INVEST A/S

OG EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

INDHOLDSFORTEGNELSE

1.	AFTALENS BAGGRUND OG OMFANG	1
2.	E-I CAPITALS FORPLIGTELSE	2
3.	PROTEKTORS FORPLIGTELSE	4
4.	PROTEKTORS RISIKO	5
5.	GOD VÆRDIPAPIRHANDELSSKIK OG GOD SKIK FOR FINANSIELLE VIRKSOMHEDER	5
6.	MISLIGHOLDELSE OG ANSVAR FOR TAB	5
7.	AFTALENS OPHØR.....	6
8.	ÆNDRINGER TIL AFTALEN.....	6
9.	FORTOLKNING	7
10.	TVISTER	7
11.	UNDERSKRIFTER	8
12.	BILAG	8

BILAGSFORTEGNELSE

Bilag 1:	Investeringsretningslinier
Bilag 2:	Vederlag til EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

AFTALE OM SKØNSMÆSSIG PORTEFØLJEPLEJE, DIREKTØR OG LOKALER

(herefter sammen med bilag 1-5 betegnet "Aftalen")

MELLEM Protektor INVEST A/S
 Vitus Berings Plads 5
 8700 Horsens

(i det følgende kaldet "Protektor")

OG EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S
 Vitus Berings Plads 5
 8700 Horsens

(i det følgende kaldet "E-I Capital")

(i det følgende hver især kaldet "Part" og tilsammen "Parterne")

1. **AFTALENS BAGGRUND OG OMFANG**

- 1.1 E-I Capital er et fondsmæglerselskab i EGNS-INVEST-gruppen med omfattende viden og erfaring i relation til bl.a. investeringsrådgivning og porteføljepleje.
- 1.2 Udgangspunktet for denne aftale er, at E-I Capital skal bistå Protektor med skønsmæssig porteføljepleje af samtlige Protektors til enhver tid værende aktiver.
- 1.3 E-I Capital udøver porteføljepleje med følgende instrumenter:
- (i) aktier og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
 - (ii) obligationer og andre omsættelige værdipapirer, der kan sidestilles med disse,
 - (iii) andre værdipapirer, der omsættes, og hvormed værdipapirer som nævnt under (i) eller (ii) kan erhverves ved tegning, ombytning eller kontant betaling,
 - (iv) andele i investeringsforeninger, specialforeninger, fåmandsforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger, mv.

(v) finansielle futures og tilsvarende instrumenter.

1.4 Udover skønsmæssig porteføljepleje stiller E-I Capital direktør og lokaler til rådighed for Protektor.

2. E-I CAPITALS FORPLIGTELSER

2.1 Skønsmæssig porteføljepleje

- 2.1.1 Med udgangspunkt i Protektors oplyste individuelle forhold og eventuelle præferencer varetager E-I Capital løbende skønsmæssig porteføljepleje i overensstemmelse med investeringsretningslinierne i bilag 1 ("Investeringsretningslinierne").
- 2.1.2 E-I Capital skal løbende følge Porteføljen og tilpasse Porteføljens sammensætning og fordeling på enkelte investeringer efter forventningerne til det opnåelige resultat. E-I Capital foretager dispositioner efter bedste evne og vilje inden for Investeringsretningslinierne.
- 2.1.3 Er der aftalt minimums- eller maksimumsgrænser for investering i enkelte værdipapirer, aktivtyper eller andre former for grænser, gælder disse på tidspunktet for køb og/eller salg. Protektor er indforstået med, at overskridelser af Investeringsretningslinierne som skyldes kurs- eller værdiændringer ikke anses for et brud på Investeringsretningslinierne.
- 2.1.4 E-I Capital gives herved fuldmagt til for Protektors regning og risiko at købe, sælge og nytegne værdipapirer inden for Investeringsrammerne og er derfor ikke forpligtet til at indhente Protektors forudgående samtykke til sådanne dispositioner. Fuldmagten omfatter ikke optagelse af lån eller lignende. E-I Capital kan således skønsmæssigt foretage investeringer og omlægninger af Protektors portefølje for Protektors regning og risiko inden for Investeringsrammerne, uden at det er nødvendigt, at indhente Protektors forudgående samtykke eller godkendelse til de enkelte dispositioner.
- 2.1.5 Ved handel iagttages reglerne om "best execution" i henhold til de til enhver tid gældende retningslinier for god værdipapirhandelsskik, hvorefter udførelsen sker til den efter omstændighederne, herunder tid og mængde, bedst mulige pris samt på de bedste mulige betingelser i øvrigt.
- 2.1.6 Når en handel er indgået, giver E-I Capital hurtigst muligt Protektor besked via e-mail eller telefax. Endvidere sender E-I Capital straks en fondsnota til Protektor. I begyndelsen af hvert kvartal sender E-I Capital en oversigt over Porteføljen til Protektor inklusiv en opgørelse over det opnåede afkast for den forløbne periode. Protektor har pligt til straks at rette skriftlig henvendelse til E-I Capital

via e-mail eller fax , såfremt Protektor opdager eller får mistanke om fejl ved eller i opgørelsen, fondsnotaen eller ved andre meddelelser fra E-I Capital eller Depotbanken.

- 2.1.7 Såfremt Protektor anmoder E-I Capital om at levere ydelser, der ikke er omfattet af Aftalen, skal Protektor oplyses om, at den pågældende ydelse falder uden for Aftalen. E-I Capital kan dog vælge at levere den pågældende ydelse, såfremt Protektor over for E-I Capital bekræfter, at ydelsen ønskes leveret og det i øvrigt kan ske i henhold til lovgivningen og E-I Capitals tilladelse. De øvrige bestemmelser i denne Aftale finder anvendelse på sådanne ydelser.
- 2.1.8 I E-I Capitals virksomhed kan der f.eks. opstå interessekonflikter ved allokering af interne ressourcer og investeringsmuligheder mellem flere kunder. E-I Capital kan ved sådanne interessekonflikter med rimelighed skønne over en hensigtsmæssig fordeling af ressourcer og investeringsmuligheder. Har E-I Capital eller en af dette ansat medarbejder en særlig interesse udover den almindelige indtjening, skal E-I Capital, senest samtidig med dispositionen, informere Protektor om arten og omfanget af den særlige interesse.
- 2.1.9 E-I Capital yder ingen skattemæssig rådgivning til Protektor. Protektor anbefales at søge anden rådgivning vedrørende de skattemæssige konsekvenser af investeringerne, som foretages i henhold til Aftalen.
- 2.1.10 E-I Capital skal løbende vurdere andelen af gearingen af Protektors investeringer samt overvåge sammensætningen af Protektors låneportefølje. E-I Capital skal i forbindelse hermed udarbejde indstillinger til bestyrelsen vedr. evt. ændring af gearing eller omlægning af lån og gennemføre låneomlægninger i overensstemmelse med modtagne instruktioner herom.

2.2 **Direktør**

- 2.2.1 E-I Capital udpeger blandt sine medarbejdere en person, der af Protektors bestyrelse kan udpeges som direktør for Protektor. Bestyrelsen er ikke bundet af indstillingen fra E-I Capital og kan udnævne en anden direktør for Protektor. Hvis der af bestyrelsen rejses væsentlige tvivl om den pågældende persons egnethed til at bestride stillingen, skal E-I Capital indstille en ny medarbejder til bestyrelsens godkendelse. Direktøren skal anmeldes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
- 2.2.2 Fratræder den udpegede direktør, skal E-I Capital indstille en ny medarbejder til bestyrelsens godkendelse, jf. pkt. 2.2.1.
- 2.2.3 Protektor har ingen arbejdsgiverforpligtelser over for en direktør, som er anvist af E-I Capital, idet løn, pension, forsikringer m.v. betales af E-I Capital efter aftale mellem direktøren og E-I Capital.
- 2.2.4 Protektors bestyrelse fastlægger direktørens arbejdsopgaver i en særskilt instruks.

2.3 **Lokaler**

- 2.3.1 E-I Capital stiller lokaler til rådighed for Protektor på adressen Vitus Berings Plads 5, 8700 Horsens.
- 2.3.2 Lokalerne skal udstyres med telefon, pc med adgang til server, datainformationssystemer, mail og internet samt adgang til kopimaskiner, telefax og almindeligt kontorinventar.
- 2.3.3 Protektor kan benytte E-I Capitals kantine og mødelokaler i overensstemmelse med E-I Capitals til enhver tid gældende regler herfor.
- 2.3.4 Post til Protektor kan afleveres af E-I Capital på Protektors kontor.
- 2.3.5 Protektor har hjemstedsadresse hos E-I Capital i forhold til offentlige myndigheder og selskabsregistre.

3. **PROTEKTORS FORPLIGTELSE**

- 3.1 Protektor er forpligtet til at betale E-I Capital et vederlag som fastsat og nærmere beskrevet i bilag 2 ("Vederlaget").
- 3.2 Så længe Aftalen ikke er ophørt, forpligter Protektor sig til at give skriftlig meddelelse til E-I Capital, såfremt der sker salg eller anden hel eller delvis overdragelse af Porteføljen samt i tilfælde af, at Protektor på anden måde udtager aktiver fra Porteføljen.

4. **PROTEKTORS RISIKO**

4.1 Protektor erklærer ved sin underskrift på Aftalen, at Protektor er indforstået med, at (i) investeringer i værdipapirer indebærer en risiko for tab, og at E-I Capital ikke bærer risikoen herfor og (ii) omfanget af risikoen bl.a. afhænger af Investeringsretningslinierne, der er fastlagt med udgangspunkt i oplysninger stillet til rådighed for E-I Capital.

5. **GOD VÆRDIPAPIRHANDELSSKIK OG GOD SKIK FOR FINANSIELLE VIRKSOMHEDER**

5.1 I medfør af § 3 i bekendtgørelse nr. 72 af 31. januar 2003 om god værdipapirhandelskik ved handel med visse værdipapirer med senere ændringer (herefter benævnt "72-Bekendtgørelsen") er Protektor og E-I Capital enige om, at i det omfang 72-Bekendtgørelsen i øvrigt måtte finde anvendelse, skal 72-Bekendtgørelsens §§ 4 og 6-12 ikke finde anvendelse på E-I Capitals ydelse i henhold til Aftalen, selvom handlerne måtte være omfattet af Bekendtgørelsens § 2, stk. 2.

5.2 Protektor erklærer at være en finansiel investor, der kan aftale sig ud af 72-Bekendtgørelsen i medfør af dennes § 3. Protektor skal straks meddele E-I Capital, såfremt der sker ændringer i disses status i relation til 72-Bekendtgørelsens § 3.

5.3 Protektor erklærer at være erhvervskunde, for hvilke alene §§ 3, 5-7 og 19 i bekendtgørelse nr. 1046 af 27. oktober 2004 om god skik for finansielle virksomheder med senere ændringer finder anvendelse. Protektor er forpligtet til straks at meddele E-I Capital, såfremt der sker ændringer i dennes status som erhvervskunde i relation hertil.

6. **MISLIGHOLDELSE OG ANSVAR FOR TAB**

6.1 Såfremt en Part væsentligt misligholder sine forpligtelser i henhold til Aftalen, er den anden Part berettiget til straks og uden varsel at hæve Aftalen ved skriftlig meddelelse til den anden Part.

6.2 Uanset pkt. 6.1 er E-I Capital ikke ansvarlig for kurstab, værdiforringelse, valutakurstab samt andre tab eller manglende fortjenester, medmindre E-I Capital har udvist forsætlig eller grov uagtsomhed.

6.3 E-I Capital er ikke ansvarlig for Depotbankens opbevaring af Porteføljen (inkl. opbevaring af ethvert dokument tilknyttet de af Porteføljen omfattede aktiver) på vegne af Protektor. E-I Capital er endvidere ikke ansvarlig for Depotbankens henholdsvis den relevante værdipapirhandlers behørig afvikling og afregning af enhver transaktion vedrørende de af Porteføljen omfattede aktiver. E-I Capital skal ikke som led i denne Aftale komme i besiddelse af kontanter eller andre aktiver omfattet af Porteføljen, idet sådanne opbevares af Depotbanken, med mindre andet aftales særskilt mellem Parterne.

6.4 E-I Capital er heller ikke ansvarlig for tab, som Protektor måtte lide, som følge af uhenigtsmæssige skattemæssige virkninger af E-I Capitals ydelse i henhold til Aftalen eller for Protektors skattemæssige forhold i øvrigt.

- 6.5 E-I Capital er endvidere ikke ansvarlig for skade eller tab, som skyldes forhold uden for E-I Capitals kontrol, og som E-I Capital ikke burde have undgået eller overvundet årsagen til, eller som E-I Capital ikke med rimelighed kunne have forudset ville have ført til, at Protektor ville lide tab. Som sådanne forhold anses bl.a. indførelse af offentlige forskrifter eller ændringer til bestående lovgivning (herunder i udlandet), myndighedsforanstaltninger, indtruffet eller truende krig eller anden væbnet konflikt, borgerlige uroligheder, terrorhandlinger (herunder ikke alene rettet mod E-I Capital), naturkatastrofer, strejker, lock-out, boykot og blokade, samfundsmæssige sammenbrud i stats- eller markedsøkonomier, svigt i strømforsyning eller telekommunikation samt nedbrud af eller beskadigelse af data i IT-systemer. E-I Capitals ansvarsfrihed gælder, uanset om det pågældende forhold er rettet mod, indtræffer mod eller direkte påvirker E-I Capital, medmindre ansvaret ikke lovligt kan fraskrives.
- 6.6 E-I Capital er ikke ansvarlig for Protektors følgeskader, driftstab eller i øvrigt indirekte tab.
- 6.7 Parterne kan ikke kræve forholdsmæssigt afslag eller naturalopfyldelse.
- 6.8 Ethvert krav i henhold til denne Aftale skal være gjort gældende senest 3 år efter den skadevoldende adfærd fandt sted.
- 6.9 Protektor tiltræder, at E-I Capital skal være berettiget, men ikke forpligtet til at optage og opbevare kommunikation med Protektor på bånd eller andet medie.

7. **AFTALENS OPHØR**

- 7.1 Aftalen kan af begge Parter opsiges med 12 måneds varsel til udgangen af en måned ved skriftlig meddelelse herom til den anden Part. Dog kan aftalen ikke opsiges før 3 år fra underskrivelsen. Vederlag, som er afregnet til E-I Capital, tilbagebetales ikke. Eventuelt Vederlag, som ikke er afregnet i henhold til [bilag 2](#), afregnes og betales på baggrund af en opgørelse af Porteføljen kl. 12.00 dansk tid, dagen efter opsigelsen er modtaget.
- 7.2 Uanset Aftalens opsigelse er E-I Capital berettiget til at instruere Depotbanken om tilbageholdelse og/eller realisation af sådanne af Porteføljen omfattede aktiver, der måtte være nødvendig i relation til behørig afvikling af porteføljetransaktioner indgået forud for opsigelsen, samt til betaling af Protektors udestående forpligtelser.
- 7.3 Protektor er ved ophør af denne aftale forpligtet til at ændre navn således, at "Protektor INVEST" og/eller "EGNS-INVEST" ikke indgår i dets hoved- eller binavne og er desuden forpligtet til på enhver anden måde at ophøre med at bruge navnet eller logoet, der knytter sig hertil i forbindelse med dets virksomhed.

8. **ÆNDRINGER TIL AFTALEN**

- 8.1 Aftalen kan kun ændres skriftligt.

9. **FORTOLKNING**

- 9.1 Henvisninger til Aftalen eller til en bestemmelse heri omfatter også de til Aftalen hørende bilag, som udgør en integreret del af Aftalen.
- 9.2 Såfremt en eller flere af bestemmelserne i Aftalen måtte være ugyldige eller i øvrigt ikke kan opretholdes som følge af ufravigelig lovgivning eller senere ændringer i lovgivningen eller meddelte myndighedskrav, er Protektor og E-I Capital enige om, at Aftalen ikke i sin helhed skal anses for ugyldig eller opsagt, og Protektor og E-I Capital er ligeledes enige om da at foretage sådanne ændringer af Aftalen, som måtte være nødvendige eller hensigtsmæssige, og som så vidt muligt ikke forrykker retsforholdet mellem Protektor og E-I Capital, således som dette er udtrykt i Aftalen.

10. **TVISTER**

- 10.1 Eventuelle tvistigheder mellem parterne i anledning af denne aftale og dens rette fortolkning skal afgøres ved voldgift.
- 10.2 Voldgiftsretten skal bestå af 2 upartiske personer, af hvilke parterne hver vælger én, hvorefter disse i fællesskab udpeger en opmand. Såfremt voldgiftsmændene ikke kan enes om valget af opmand, skal denne udnævnes af Præsidenten for Højesteret.
- 10.3 Så snart en af parterne har meddelt den anden part sit ønske om, at en tvist skal overgives til voldgift, og han har meddelt den anden part, hvem man har udpeget som voldgiftsmand, skal den anden part udpege sin voldgiftsmand, og hvis han ikke har gjort dette inden 1 måned efter, at han har modtaget meddelelsen fra den første part, skal denne være berettiget til også at udpege den anden voldgiftsmand.
- 10.4 Den første part skal fremsætte sin påstand skriftligt inden 1 måned efter, at voldgiftsmændene har anmodet ham om at gøre dette. Den anden part skal derpå afgive sit svar inden 1 måned efter, at han har modtaget påstanden, hvorefter hver af parterne har lejlighed til at fremsætte yderligere, skriftlige indlæg hver med 1 måneds interval, medmindre voldgiftsmændene måtte give en speciel tilladelse til forlængelse. Hvis en part ikke svarer inden den fastsatte frist, har han mistet sin ret til at afgive svar, og sagen skal da afgøres på det foreliggende grundlag.
- 10.5 Når voldgiftsmændene har modtaget de skriftlige indlæg fra parterne, fastsættes tidspunktet for en mundtlig forhandling i sagen.
- 10.6 Denne skal finde sted senest 6 uger efter modtagelsen af de sidste, skriftlige indlæg. Voldgiftsmændene skal derefter afgøre tvisten inden 6 uger. Hvis de ikke gør dette, er hver part berettiget til at få tvisten afgjort af de almindelige domstole. I modsat fald er voldgiftsrettens afgørelse endelig og bindende.

Omkostningerne ved voldgiftsretten fastsættes af voldgiftsretten.

11. **UNDERSKRIFTER**

11.1 Aftalen er udarbejdet i 2 originaleksemplarer, et til Protektor og et til E-I Capital.

12. **BILAG**

Bilag 1: Investeringsretningslinier

Bilag 2: Vederlag til EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

For Protektor:

For E-I Capital:

Horsens, den

Horsens, den

Torben Vilsgaard
Bestyrelsesformand

Thorkild Steen Sørensen
Adm. direktør

Casper Hasse Leth
Direktør

[Navn]

Bilag 1

INVESTERINGSRETNINGSLINIER

Den skønsmæssige porteføljepleje ydes i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt i overensstemmelse med Protektors til enhver tid gældende vedtægter og instrukser.

Bilag 2

VEDERLAG TIL EGNS-INVEST Capital Fondsmæglerselskab A/S

E-I Capital oppebærer fra aftalens ikrafttrædelsestidspunkt et resultatafhængigt vederlag. Vederlaget udregnes efter følgende model;

E-I Capital honoreres for denne aftale med et resultatafhængigt vederlag, der i det omfang E-I Capital jf. nedenfor er berettiget til at modtage dette, skal svare til 10% af Selskabets endelige årsresultat. Det vil sige 10% af årets resultat efter skat og omkostninger. Vederlaget kan maksimalt andrage 1,5% af Selskabets egenkapital ifølge det senest aflagte halvårsrapport. Vederlaget faktureres endeligt en gang årligt straks efter godkendelse af Selskabets årsrapport på den ordinære generalforsamling og betales kontant i forbindelse hermed.

E-I Capital er ikke berettiget til at modtage et resultatafhængigt vederlag, såfremt Selskabets endelige årsresultat ifølge årsrapporten er mindre end 0. Herudover skal vederlaget reduceres fuldt ud, i det omfang den akkumulerede forrentning efter skat og omkostninger af aktionærernes indskud, eksklusiv tegningstillæg, er mindre end 4% p.a. regnet fra det/de tidspunkt(er), hvor Selskabet modtager tegningsbeløbet/-beløbene. Selskabets aktionærer har således fortrinsret til en akkumuleret forrentning på 4% p.a. af deres indskud eksklusiv tegningstillæg, før der skal betales vederlag i henhold til aftalen.

VEDTÆGTER

For

Protector INVEST A/S

CVR-nr. 31088658

VEDTÆGTER

1. **NAVN**

Selskabets navn er Protektor INVEST A/S.

2. **HJEMSTED**

Selskabets hjemsted er Horsens Kommune.

3. **FORMÅL**

Selskabets formål er at skabe en langsigtet kapitaltilvækst via porteføljeinvestering for egne og/eller lånte midler i børsnoterede værdipapirer, andre værdipapirer, finansielle instrumenter og likvide midler herunder valuta

4. **SELSKABETS KAPITAL**

4.1 Selskabets aktiekapital udgør DKK 500.000 fordelt på aktier à DKK 100.000 eller multipla heraf. Selskabets aktiekapital udstedes gennem Værdipapircentralen.

4.2 Aktiekapitalen er fuldt indbetalt.

5. **SELSKABETS AKTIER**

5.1 Selskabets aktier udstedes til ihændeoveren, men kan noteres på navn.

5.2 Aktierne er omsætningspapirer og er frit omsættelige.

5.3 Ingen aktier har særlige rettigheder.

5.4 Bestyrelsen er bemyndiget til i tiden indtil 30. juni 2012 ad en eller flere gange at forhøje selskabets aktiekapital med indtil nominelt DKK 1.000.000.000. Aktierne, der skal være omsætningspapirer, udstedes til ihændeover og skal være ligestillet med den bestående aktiekapital. Bestyrelsen er bemyndiget til at foretage de i forbindelse med kapitaludvidelsen nødvendige vedtægtsændringer. Bestyrelsen er bemyndiget til helt eller delvist at fravige den forholdsmæssige fortegningsret for bestående aktionærer i aktieselskabslovens § 30, stk. 1, såfremt aktietegningen sker til markedskurs.

5.5 Bestyrelsen er bemyndiget til løbende at optage lån svarende til indtil 2 gange egenkapitalen på tidspunktet for optagelsen af lånet.

6. **GENERALFORSAMLINGEN, KOMPETENCE, STED OG INDKALDELSE**

6.1 Generalforsamlingen har den højeste myndighed i alle selskabets anliggender inden for de i lovgivningen og nærværende vedtægter fastsatte grænser.

6.2 Selskabets generalforsamlinger skal afholdes på selskabets hjemsted eller i København. Den ordinære generalforsamling skal afholdes hvert år i så god tid, at den reviderede og godkendte årsrapport kan indsendes til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, så den er modtaget i styrelsen inden 5 måneder efter regnskabsårets udløb.

6.3 Ekstraordinære generalforsamlinger skal afholdes, når bestyrelsen eller revisor finder det hensigtsmæssigt. Ekstraordinære generalforsamlinger til behandling af et bestemt angivet emne skal indkaldes senest 3 uger efter, at det skriftligt er forlangt af aktionærer, der ejer en tiendedel af aktiekapitalen.

6.4 Generalforsamling indkaldes af bestyrelsen med mindst otte dages og højst fire ugers varsel. Indkaldelsen offentliggøres via Erhvervs- og Selskabsstyrelsens EDB-informationssystem og First North samt på selskabets hjemmeside.

6.5 Forslag fra aktionærerne til behandling på den ordinære generalforsamling må skriftligt være indgivet til bestyrelsen senest 1. februar.

7. **GENERALFORSAMLINGEN, DAGSORDEN**

7.1 Senest 8 dage før generalforsamlingen skal dagsordenen og de fuldstændige forslag, der skal behandles på generalforsamlingen, og for den ordinære generalforsamlings vedkommende tillige revideret årsrapport, fremlægges på selskabets kontor til eftersyn for aktionærerne og samtidig tilstilles enhver noteret aktionær, som har fremsat begæring herom.

7.2 På den ordinære generalforsamling skal dagsordenen være følgende:

1. Bestyrelsens beretning om selskabets virksomhed i det forløbne år
2. Revideret årsrapport for det forløbne år til godkendelse

3. Beslutning om anvendelse af overskud eller dækning af underskud i henhold til den godkendte årsrapport
4. Forslag fra bestyrelsen
5. Forslag fra aktionærerne
6. Valg af medlemmer til bestyrelsen
7. Valg af revisor(er)
8. Bemyndigelse til bestyrelsen til i tiden indtil næste ordinære generalforsamling at opkøbe egne aktier for op til 10 % af aktiekapitalen til den på købstidspunktet gældende børskurs
9. Eventuelt

8. **GENERALFORSAMLINGEN, DIRIGENT OG PROTOKOL**

- 8.1 Bestyrelsen udpeger en dirigent, der leder forhandlingerne og afgør alle spørgsmål vedrørende sagernes behandling og stemmeafgivning.
- 8.2 På generalforsamlingen træffes alle beslutninger ved simpelt flertal bortset fra de tilfælde, hvor aktieselskabsloven kræver kvalificeret flertal.
- 8.3 Over forhandlingerne på generalforsamlingen føres en protokol, der underskrives af dirigenten.

9. **GENERALFORSAMLINGEN, STEMMERET OG MØDERET**

- 9.1 Enhver aktionær har ret til at deltage i generalforsamlingen, når vedkommende senest 5 dage før generalforsamlingen mod forevisning af fornøden dokumentation for sin aktieandel har løst adgangskort hos selskabet.
- 9.2 Hvert aktiebeløb på DKK 100.000 giver én stemme
- 9.3 Stemmeret kan kun udøves for de aktier, som mindst 4 uger forud for generalforsamlingen af selskabet er noteret på vedkommende aktionærs navn.

9.4 Ingen aktionær kan for egne aktier eller som fuldmægtig for andre aktionærer afgive stemmer for mere end svarende til 5% af den samlede aktiekapital uanset aktiebesiddelsen. For fuldmagter til bestyrelsen gælder ingen begrænsninger. Aktionærer inden for samme koncern, således som dette begreb er fastsat i lovgivningen, kan ikke samlet afgive stemmer for mere end svarende til 5% af den samlede aktiekapital uanset aktiebesiddelsen.

9.5 En aktionær kan give møde og afgive stemme ved skriftlig dateret fuldmagt til en anden stemmeberettiget aktionær. En fuldmagt kan kun have gyldighed ved førstkommande generalforsamling efter dens udstedelse. Gives fuldmagten til bestyrelsen, anses denne som givet til formanden, og fuldmagten kan kun gives til en bestemt generalforsamling med en på forhånd kendt dagsorden.

10. **BESTYRELSE**

10.1 Selskabet ledes af en generalforsamlingsvalgt bestyrelse på mindst 3 og højst 6 medlemmer, der vælges for et år ad gangen. Genvalg kan finde sted. Ethvert medlem af bestyrelsen afdgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende er fyldt 70 år.

10.2 Bestyrelsen vælger et af sine medlemmer som formand samt et medlem som næstformand for bestyrelsen. En direktør i selskabet må ikke vælges til formand.

10.3 Bestyrelsesmøder indkaldes skriftligt, almindeligvis med mindst 8 dages varsel.

10.4 Bestyrelsen er beslutningsdygtig, når over halvdelen af samtlige bestyrelsesmedlemmer er til stede. De i bestyrelsen behandlede emner afgøres ved simpelt stemmeflertal. Formandens stemme er udslagsgivende ved stemmelighed.

10.5 Bestyrelsen skal ved en forretningsorden træffe nærmere bestemmelser om udførelsen af sit hverv.

10.6 Referater af bestyrelsesmøderne skal indføres i en protokol, som skal underskrives af de medlemmer af bestyrelsen, som er til stede på møderne.

11. **DIREKTION**

11.1 Bestyrelsen skal ansætte 1-3 direktører til at varetage den daglige ledelse af selskabets virksomhed.

11.2 I tilfælde af at der ansættes flere direktører, ansættes en af dem som administrerende direktør.

12. **TEGNINGSREGEL**

Selskabet tegnes af bestyrelsens formand eller næstformand i forening med en direktør eller af tre bestyrelsesmedlemmer i forening.

13. **REVISION**

Selskabets årsrapport revideres af en eller to statsautoriserede revisorer, der vælges af den ordinære generalforsamling for tiden indtil næste ordinære generalforsamling. Genvalg kan finde sted.

14. **REGNSKABSÅR, ÅRSRAPPORT MV.**

14.1 Selskabets regnskabsår er kalenderåret. Første regnskabsår løber fra stiftelsen og frem til den 31. december 2008.

14.2 Årsrapporten udarbejdes efter årsregnskabslovens regler.

--oo0oo--

Således vedtaget på generalforsamlingen den 30. november 2007.

Som dirigent:

Jørgen Kjergaard Madsen