

Kære medinvestorer,

Velkommen til investorbrevet for 2. kvartal 2026.

Vi starter med et par citater af Howard Marks om risiko:

"When everyone believes something is risky, their unwillingness to buy usually reduces the price to the point where it's not risky. When everyone believes something embodies no risk, they usually bid it up to the point where it's enormously risky."

--

"Investing is a popularity contest, and the most dangerous thing is to buy something at the peak of its popularity. At that point, all favorable facts and opinions are already factored into its price, and no new buyers are left to emerge."

Citater fra: 'The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor. (2011)'

--

Til bagtæppet af de citater fortsætter vi med en graf dateret 18. maj, fra Apollo, udgivet af Torsten Slok (eller Sløk, som hans danske navn virkelig staves) og hans team bag The Daily Spark. Sløk er tidligere cheføkonom for Danske Bank. Han er uddannet ph.d. i økonomi fra Princeton, sidder i bestyrelsen hos Novo Holdings (holdingselskabet, der ejer størstedelen af Novo), og har desuden arbejdet for IMF og OECD.

I dag sidder han som cheføkonom hos Apollo Global Management, som forvalter omkring 1 trillion dollars.

På jysk må man sige, at han har klaret den ganske okay.

Jeg elsker Sløks The Daily Spark. Det er ofte blot en graf og en enkelt linje tekst. Det skønne ved det er, at han ikke forsøger at lægge noget narrativ ned over grafen, men blot giver folk indsigt i det marked, vi bevæger os i.

Grafen her viser, hvor mange penge der er investeret i kapitalmarkedet år til dato inden for forskellige kanaler. Som overskriften siger, viser pengeflowet, at inden for gældsmarkedet (IG=Investment Grade og HY=High Yield) er udstedelsen af gæld til AI-selskaber cirka halvdelen af markedet i 2026. Med andre ord, AI "suger" 50% af al ny gæld, der udstedes på kapitalmarkederne.

For venturekapital er det endnu mere ekstremt. 87% af al venturekapital er i år investeret direkte i AI-relaterede firmaer.

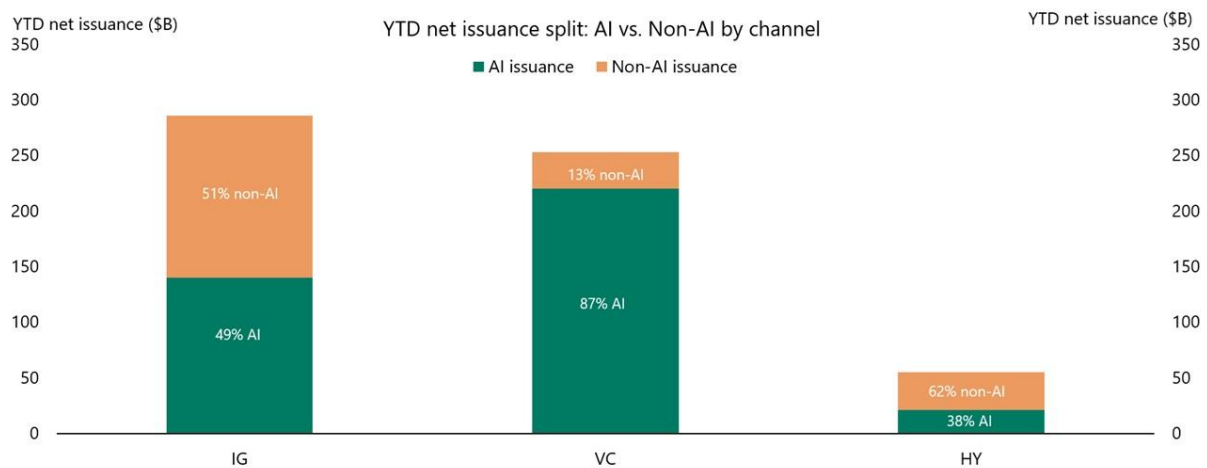
Tænk lige et øjeblik over det. Af alle verdens firmaer, der udsteder Investment Grade-gæld – her snakker vi bundsolide, yderst konsoliderede firmaer – er 50% af den gæld i 2026 udstedt til brug i AI-sektoren.

For startups (Venture Capital) er det 87% af alle pengene!

Det er altså en ekstrem investeringskoncentration i en sektor, der finder sted disse år. Måske noget, vi aldrig har set før (potentielt med undtagelse af dengang verden blev elektrificeret!).

APOLLO

AI is penetrating every corner of financial markets



Hvorfor gå op i det, kan I spørge. Fundamentalt ændrer det heller ikke noget, om vi gør. Men apropos Q1 2026-brevet, hvor vi snakkede om confirmation bias og et par af de andre store menneskelige bias'er, så er det vigtigt for os som investorer at orientere os omkring markedsstemningen, da markedsstemningen per definition er et øjebliksbillede af, hvad de fleste mennesker i markedet tror på, eller ikke tror på.

Gudfaderen til Value Investing, Benjamin Graham, beskrev markedsstemningen ved at opfinde personen Mr. Market, og Buffett beskrev efterfølgende ofte personen på følgende måde:

"Forestil dig, at du ejer en lille andel i en privat virksomhed. En af dine partnere, lad os kalde ham Mr. Market, er en meget imødekommende mand. Hver eneste dag fortæller han dig, hvad han mener, din andel er værd, og han tilbyder desuden enten at købe dig ud eller sælge dig en yderligere andel til netop den pris."

Nogle dage virker hans prisfastsættelse fornuftig og berettiget ud fra forretningens reelle udvikling og udsigter. Men meget ofte lader Mr. Market sin entusiasme eller sin frygt løbe af med sig, og den kurs, han råber ud, er decideret tåbelig.

Hvis du er en fornuftig investor, vil du så lade Mr. Markets daglige humørsvingninger diktere dit eget syn på virksomhedens værdi? Kun hvis du er enig med ham, eller hvis du bevidst ønsker at udnytte ham. Du kan med fordel sælge til ham, når han angiver en latterligt høj pris, og købe fra ham, når hans pris er absurd lav. Men resten af tiden gør du klogest i at lukke døren for ham og basere din vurdering på virksomhedens faktiske drift og finansielle resultater."

(løst oversat af undertegnede)

Med andre ord: Mr. Market er aktiemarkedet personificeret. Den ene dag er han hysterisk glad og ekstatisk og villig til at betale hvad som helst for en bestemt aktie. Næste dag er han deprimeret og vil ikke betale andet end lommeuld for den samme aktie.

Den samme entusiasme (eller måske ligefrem eufori?) har fundet sted på aktiemarkedet. For 2. kvartal er markedet, målt som MSCI ACWI (vores benchmark), steget 14,93%. Et voldsomt flot afkast for blot 3 måneder.

Til sammenligning er en stigning på 15% over 3 måneder **kun sket 5-6 gange** i hele indeksets 36-årige historie, som går tilbage til 1990!

Her er, hvad selv samme AI kunne identificere af tidspunkter:

- **Q2 2020 (~19,2 %):** Det øjeblikkelige "V-formede" recovery-rally efter COVID-19-markedskrakket.
- **Q2 2009 (~22,0 %):** Det indledende, eksplosive rebound fra den absolutte bund af den globale finanskrisen (GFC).
- **Q3 2009 (~18,0 %):** Fortsættelsen af recovery-rallyet efter finanskrisen.
- **Q4 1999 (~17,0 %):** "Blow-off top"-klimakset af dotcom-boblen, hvor globale tech-aktier og emerging markets gik parabolisk.
- **Q4 1998 (~18,0 %):** Det massive relief-rally i kølvandet på den russiske statsbankerot og kollapset af hedge-fonden Long-Term Capital Management (LTCM).

Bagved de 14,93% ligger en endnu større stigning i AI-aktierne, som er steget eksponentielt. Her er blot 2 eksempler, for hhv. Micron og SK Hynix, som er chipproducenter. Begge firmaer

har været på børsen længe. Micron siden 1980'erne og SK Hynix siden de blev udskilt fra Hyundai i et spinoff i 1996.

Med andre ord er det altså virkelig gamle produktionsvirksomheder med mere end 30 år på aktiemarkedet, vi snakker om!

Deres udvikling de sidste 5 år har set sådan her ud på aktiemarkedet:



(Blå er SK Hynix og Orange er Micron).

Og her er 1-årsgrafen for de samme 2 firmaer, men hvor de er sammenholdt med den 1-årige udvikling for NVIDIA, AMAZON, GOOGLE og META, som er blandt de andre helt store investorer i AI-kapløbet.

Ord synes næsten ikke nødvendige. Men det illustrerer til fulde, hvor parabolske stigninger vi pt. snakker om inden for AI-sektoren.

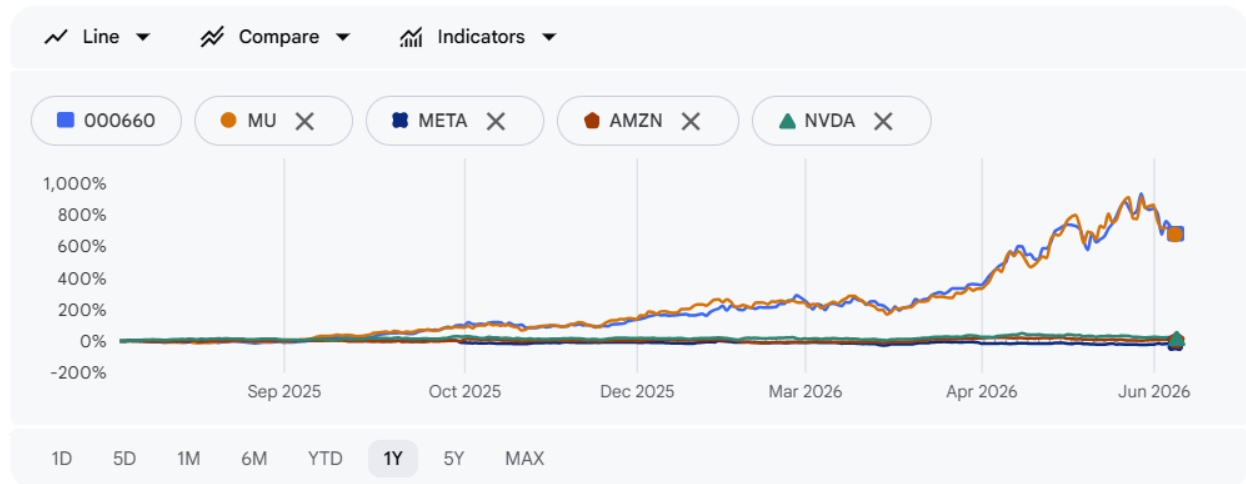
← Home | 000660:KRX

SK Hynix Inc

+ Add to list ▾

₩2,201,000.00 ↑ +680.50% (+1,919,000.00) 1Y

Jul 8, 2:10:06 AM UTC+9 · KRW



(Blå er SK Hynix og Orange er Micron).

Og hvis vi zoomer lidt ind, bliver det endnu tydeligere, hvor store stigningerne faktisk har været for Micron og SK Hynix de sidste 3-18 måneder:



(3-måneders graf for Micron fra 30/3-1/7-2026)



(18-måneders graf for Micron fra 29/12-2024 til 1/7-2026)



(3-måneders graf for SK Hynix fra 30/3-1/7-2026)



(18-måneders graf for SK Hynix fra 29/12-2024 til 1/7-2026)

For begge firmaer snakker vi om, at firmaernes markedsværdi er mere end 10-doblet de sidste 18 måneder, og blot de sidste 3 måneder er deres markedsværdi 3-doblet (!!!).

Stop lige op og tænk over, hvad det faktisk er, markedet siger. Forudsat markedet er effektivt, siger det, at for 3 måneder siden – hvor alle de store ordrer på chips allerede var offentliggjort, og AI-bølgen allerede var i fuld gang – var firmaerne 66% MINDRE værd.

Sagt på en anden måde mener markedet nu, at fremtiden for begge firmaer er 3 gange så ”lys” som fremtiden var for 3 måneder siden.

For mig virker det simpelt. Markedet kan ikke have været effektivt **både** d. 31/3 og d. 1/7, da intet kan have ændret sig så markant for begge virksomheder inden for blot de 3 måneder.

Den åbenlyse slutning heraf er, at markedet enten overhovedet ikke er effektivt, eller at det – som minimum – er ineffektivt fra tid til anden.

De store tals lov, eksponentiel vækst og markedskoncentration:

Udviklingen i Micron og SK Hynix viser også effekten af de store tals lov. Når noget doubler eksponentielt, bliver de sidste doblinger også i absolutte tal eksponentielt større.

Se på markedsværdien for Micron, som på 3 måneder er steget fra 380 mia\$ til 1.300 mia\$, og for SK Hynix fra cirka 435 mia\$ til 1.440 mia\$.

Begge firmaer er således nu **trillion dollar companies**. For blot 3 måneder siden var de ikke engang i nærheden af den grænse.

Og går vi blot 18 måneder tilbage, var markedsværdien for begge firmaer **under 100 mia\$**.

Vi tracker i Surface Capital vores performance op mod benchmarket MSCI ACWI, som – i det store hele – bredt repræsenterer aktiemarkedet. Det gør det ved at vægte hver enkelt aktie i indekset efter, hvor stor den er.

Når nogle firmaer bliver eksponentielt større, sker der dog pudsige ting. For MSCI ACWI ETFen (vores proxy) er virkeligheden pt., at de 20 største firmaer udgør 31,37% af hele indekset. Jeg har vedhæftet et billede af det, der visuelt viser, hvor ekstremt det er.

Sagt med andre ord udgør de 20 største firmaer i verden næsten en tredjedel af hele aktiemarkedet!

Renser vi nu top-20-listen for firmaer, som ikke er i tech/AI-sektoren, viser det sig, **at 16 ud af de 20 største firmaer i indekset er inden for tech/AI**.

Det svarer til 28,22% af hele indekset! Og AI fylder faktisk endnu mere. For tager man blot de 20 største AI/tech-firmaer, udgør de 30,1% af indekset.

TOP 20 AKTIEPOSITIONER — iShares MSCI ACWI ETF (pr. 29/6-2026)

#	Selskab	Vægt	Sektor
1	NVIDIA	4,4561%	IT
2	Apple	4,0918%	IT
3	Microsoft	2,5719%	IT
4	Amazon	2,2999%	Cons. Disc.
5	Alphabet (A)	2,0383%	Comm.
6	TSMC	1,8085%	IT
7	Broadcom	1,6583%	IT
8	Alphabet (C)	1,6067%	Comm.
9	Micron	1,2789%	IT
10	Meta Platforms	1,2225%	Comm.
11	Tesla	1,1472%	Cons. Disc.
12	Eli Lilly	0,9777%	Health Care
13	Samsung Electronics	0,9635%	IT
14	SK Hynix	0,9298%	IT
15	JPMorgan Chase	0,8739%	Financials
16	AMD	0,8709%	IT
17	ASML	0,7071%	IT
18	Berkshire Hathaway (B)	0,6808%	Financials
19	Johnson & Johnson	0,6156%	Health Care
20	Intel	0,5733%	IT
Top 20 i alt		31,3724%	

DEL 1: TOP 20 RENSET TIL AI/TECH (16 positioner)

Fra den oprindelige top 20 fjernes fire ikke-tech navne. Tilbage står 16 positioner der tilsammen vejer **28,22% af hele MSCI ACWI**:

#	Selskab	Vægt	GICS-sektor
1	NVIDIA	4,4561%	IT
2	Apple	4,0918%	IT
3	Microsoft	2,5719%	IT
4	Amazon	2,2999%	Cons. Disc.
5	Alphabet (A)	2,0383%	Comm.
6	TSMC	1,8085%	IT
7	Broadcom	1,6583%	IT
8	Alphabet (C)	1,6067%	Comm.
9	Micron	1,2789%	IT
10	Meta Platforms	1,2225%	Comm.
11	Tesla	1,1472%	Cons. Disc.
12	Samsung Electronics	0,9635%	IT
13	SK Hynix	0,9298%	IT
14	AMD	0,8709%	IT
15	ASML	0,7071%	IT
16	Intel	0,5733%	IT
I alt		28,2244%	

DEL 2: NY TOP 20 — AI/TECH PÅ TVÆRS AF HELE INDEKSET

Her fylder jeg listen op til 20 med de næste AI/tech-navne længere nede i indekset. Disse 20 vejer **30,10% af hele MSCI ACWI**:

#	Selskab	Vægt	GICS-sektor
1	NVIDIA	4,4561%	IT
2	Apple	4,0918%	IT
3	Microsoft	2,5719%	IT
4	Amazon	2,2999%	Cons. Disc.
5	Alphabet (A)	2,0383%	Comm.
6	TSMC	1,8085%	IT
7	Broadcom	1,6583%	IT
8	Alphabet (C)	1,6067%	Comm.
9	Micron	1,2789%	IT
10	Meta Platforms	1,2225%	Comm.
11	Tesla	1,1472%	Cons. Disc.
12	Samsung Electronics	0,9635%	IT
13	SK Hynix	0,9298%	IT
14	AMD	0,8709%	IT
15	ASML	0,7071%	IT
16	Intel	0,5733%	IT
17	Applied Materials	0,5465%	IT
18	Lam Research	0,5094%	IT
19	Cisco Systems	0,4608%	IT
20	KLA Corp	0,3622%	IT
Top 20 i alt		30,1033%	

Pointen er tydelig. Men hvad skal vi så bruge den til?

To ting, som også bringer os til kvartalsresultatet og gennemgangen af Galaxy Gaming, som jeg havde lovet jer sidste kvartal:

1: *Betydningen af risk-reward*

2: *Vigtigheden af at kende forskel på, hvad værdien af risikoen er, og hvad resultatet kan ende med at blive.*

Spoiler: jeres forvalter har gjort sig skyldig i ikke at anerkende punkt 2 ifm. vores investering i Galaxy Gaming.

Resultat for kvartalet.

Surface gav et afkast efter fees **på 8,36 % i 2. kvartal** (8,61% før fees). For året (ÅTD) giver det et afkast på 2,42% efter fees.

Surface Capital A/S performance:

Monthly returns in a heat map



iShares MSCI ACWI UCITS ETF performance (benchmark):

	Calendar Year	Discrete ⓘ	Annualised ⓘ	Cumulative ⓘ						
as of	30/Jun/2026	▼								
	YTD	1m	3m	6m	1y	3y	5y	10y	Incept.	
Total Return (%) USD ⓘ	11.29	-0.79	14.93	11.29	23.72	71.53	69.11	231.11	377.39	
Benchmark (%) USD ⓘ	11.25	-0.80	14.93	11.25	23.67	71.50	68.37	233.01	386.17	

Isoleret er 8,36% et særdeles flot afkast for perioden, men set i forhold til indekset er det en markant underperformance på 6,57%.

Mit fokus som forvalter af vores penge vil altid være at opnå det højest mulige afkast, afvejet op mod risikoen for at tabe penge. Vi er derfor pt. ikke direkte eksponeret mod AI-sektoren.

Ikke fordi jeg ikke tror på AI – det tror jeg meget på. Men fordi risk-reward pt. ikke er fordelagtig i forhold til andre aktier. Usikkerheden er for høj, og prisen giver ikke nok plads til scenarier, der udspiller sig mindre positivt.

Af den grund er jeg godt tilfreds med resultatet på de 8,36% for perioden, om end jeg ville ønske, at Q1 ikke havde tynget os så meget, hvilket bringer mig videre til:

Galaxy Gaming

Baggrund

Galaxy Gaming er et lille amerikansk firma inden for casinosektoren, som dels selv udvikler "side-games / top-up spil", dels opkøber IP-rettigheder til selv samme.

'Side games' er ekstra spil, man som spiller kan spille, imens man f.eks. spiller Black Jack. Det er spil som 21+3 eller "Perfect Pair", hvor man får en ekstra udbetaling, hvis de kort, man får i Black Jack, rammer en bestemt kombination.

Galaxy Gaming er isoleret set en hæderlig forretning, uden at være fantastisk, som dog under deres tidligere direktør og storaktionær foretog aggressive og store opkøb af IP-rettigheder til side games. Det blev gjort i et stigende rentemiljø, som endte med at presse deres cash flow og deres regnskabsbalance.

IP-rettigheder er som patenter. Når du først ejer dem, er de yderst profitable, og Galaxy Gaming har derfor også en meget høj indtjeningsmargin. Deres store problem var, at rentebyrden på deres store gæld åd hele fortjenesten.

Løsningen på det problem blev et købstilbud på 3,3\$ per aktie fra Evolution Gaming AB, som er verdens største udbyder af "Live Casino". Evolution er samtidig Galaxy Gamings største kunde. En sammenlægning gav derfor god mening for begge parter. Galaxy kunne få reduceret gælden og derved løfte indtjeningen markant, og Evolution kunne hjemtage en omkostning (deres royaltymbetaling til Galaxy), samt købe nogle stærke rettigheder.

Mergeren blev vedtaget af begge firmaer for 2 år siden og har siden levet et langt, pinefuldt liv i den regulatoriske skærsild, fordi sammenlægningen skulle godkendes af flere forskellige lande og staters regulatoriske enheder.

Merger-arbitragen, der fejlede

Vi købte aktier i Galaxy Gaming i starten af januar til omkring kurs 2,90\$, mod den forventede mergerpris på 3,30\$. På det tidspunkt havde Galaxy og Evolution slut november offentliggjort en forlængelse af deres merger agreement, hvor de også bekræftede, at mergeren var blevet godkendt af Mississippis Gaming Commission, som er en af de vigtigste regulatoriske enheder i USA inden for gambling, hvor de andre vigtige er New Jersey og Nevada.

Samtidig offentliggjorde begge firmaer, at de forventede, at mergeren ville falde på plads i Q1 2026.

Selve merger-aftalen havde på det tidspunkt allerede været omkostningstung for begge sider. Galaxy Gaming havde på daværende tidspunkt en markedscap på omkring 60 mio\$, og de havde i regnskabet for 2024-2025 brugt 2-2,5 mio\$ alene på rådgivere ifm. aftalen.

Galaxy havde dog sikret sig selv i tilfælde af, at aftalen – mod forventning – ikke blev gennemført, ved at have en "break-up fee" på 5,4 mio\$, som Evolution skulle betale.

Galaxy selv havde også brugt Evolution-aftalen til at genforhandle sine lån og havde omlagt disse til en væsentligt lavere rente og nogle væsentligt bedre vilkår.

Min egen analyse af Galaxy (som jeg sparer jer for her) viste, at fair value for Galaxy som stand-alone var omkring 1,8-2,0\$/aktie, hvilket gav en downside på 38%, hvis mergeren ikke gik igennem.

Upsiden, hvis mergeren blev gennemført, var 30 cent per aktie (2,9\$ vs 3,2\$) svarende til et afkast på 10,3%.

I min proces undersøgte jeg også de regulatoriske enheder og de historiske fortilfælde for godkendelser af mergers inden for casinosektoren. I den proces kunne jeg ikke finde et eneste tilfælde, hvor **en** af de store amerikanske regulatoriske enheder *havde godkendt* en merger, hvor de andre regulatoriske enheder derefter *ikke havde godkendt* samme merger.

Samtidig undersøgte jeg Galaxys Board of Directors. Specielt deres formand Mark Lipparelli var interessant.

Mark Lipparelli har tidligere i sin karriere været formand (Chairman) for Nevada Gaming Control Board, som er Nevadas regulatoriske enhed, som netop var en af de enheder, som manglede at godkende mergeren.

Mark Lipparelli har desuden været senator og siddet i Senatet i Kongressen i Nevada i en årrække, og har en lang karriere inden for casinosektoren (Shuffle Master m.fl.).

Antagelsen var derfor, at Mark havde et særdeles godt kendskab til og et særdeles godt netværk inden for Nevadas regulatoriske bureaukrati.

Da Mark og resten af bestyrelsen de sidste 2 kvartaler inden vores køb desuden havde valgt at modtage aktier i Galaxy Gaming som betaling for deres bestyrelsesarbejde – hvilket var til forskel fra tidligere, hvor de havde bedt om betaling i dollars – virkede det meget sandsynligt, at Mark i særdeleshed selv antog, at mergeren ville blive fuldbyrdet.

På den baggrund lavede jeg en klassisk EV (Expected Value) beregning, som tog udgangspunkt i, at der var 95% sandsynlighed for, at mergeren blev gennemført. Med en upside på 28,5 cent (30 cent * 95%) og en downside på 5 cent ($1\$ * 0,05\%$), gav det en forventet EV på 23,5 cent, som svarede til et afkast på 8,1%.

Jeg antog en mere konservativ tidshorisont end Evolution og Galaxy og beregnede vores effektive afkast med udgangspunkt i, at mergeren ville tage 6 måneder, og ikke de cirka 3 måneder, de selv vurderede, hvilket gav os et tidsvægtet afkast på 16%, som jeg syntes var attraktivt i situationen. Samtidig anlagde jeg den tese, at fordi mergeren med stor sandsynlighed ville gå igennem, så ville aktien bevæge sig som en option med omvendt tidsdecay (theta), hvor kursen langsomt ville gå mod 3,20\$, efterhånden som mergeren kom tættere på afslutning.

Det vurderede jeg var attraktivt for os på daværende tidspunkt, da jeg på den måde kunne ”parkere” ekstra penge til en løbende effektiv rente på 16% i Galaxy.

Ingen af antagelserne er isoleret forkerte. Men begge antagelser er korrelerede med den samme præmis, nemlig at mergeren går igennem, og er derfor ekstra følsomme, hvis mergeren ikke går igennem.

Den uforudsete hændelse – de 5%

Undervejs i perioden, og fuldstændigt ud af det blå og uden fortilfælde, kommer Nevadas Gaming Control Board med en Notice (#2026-04), som sagde, at hvis en operatør, herunder også en B2B operatør (det var helt nyt), ville lave forretning i Nevada, kunne denne ikke lave forretning i en række lande, som NGCB anså for blacklistede. Et af disse lande var Indien, som for Evolution er et vigtigt marked, og da Evolution var afhængig af godkendelsen fra NGCB for mergeren med Galaxy, gav det pludselig stor usikkerhed omkring mergeren. Kursen faldt derfor også voldsomt, hvilket fik os til i perioden at sælge delvist ud af positionen.

Det var dog fortsat svært at vurdere, om mergeren ville gå igennem, da NGCB også tillod dispensationer fra ovenstående, og både Evolution og Galaxy fastholdt til deres Q1-regnskaber, at de fortsat arbejdede på mergeren med henblik på at fuldbyrde den.

I perioden efter genberegne jeg på ny risikoen og afkastet og vurderede, at kursen nu var faldet så meget, at vi pludselig stod i den modsatte situation, at down-siden var lav, men at up-siden potentielt var stor.

Det viste sig dog, at mergeren ikke lykkedes, hvorfor Galaxy modtog et engangsfee på 5,4 mio\$ (svarende til ca. 15 % af hele deres markedscap i kontanter!), hvorefter Galaxy straks annoncerede et buybackprogram på 4 mio\$ – noget, jeg i høj grad ser som ledelsens måde at skabe exit-likviditet i aktien, for de aktionærer, som gerne ”vil videre”.

Pennies before a bulldozer

I første brev drøftede jeg vigtigheden af at fokusere på beslutningen og ikke resultatet.

Når jeg analyserer beslutningen om at investere i Galaxy Gaming, i historiens klare lys, fremstår følgende pointer:

Fra et Expected Value-perspektiv var vores køb og position rationelle og korrekte med de antagelser, der blev sat op.

Jeg tog dog ikke tilstrækkelig højde for, hvad Howard Marks kalder ”*More things can happen than will happen*”, som skåret ind til benet er en buffer, Marks lægger ned over klassiske EV-beregninger, som skal tage højde for forskellen mellem ”sandsynlighed” og ”resultatet”. Marks beskriver det selv på følgende måde:

"There's a big difference between probability and outcome. Probable things fail to happen—and improbable things happen—all the time. That's one of the most important things you can know about investment risk."

Et ekstremt eksempel er ofte blevet brugt af Buffett til at beskrive vigtigheden af at kende forskellen på ”outcome” og ”probability”:

"If you hand me a revolver with six chambers and one bullet, and you say, 'Pull it once for a million dollars,' and I say, 'No.' And then you say, 'What is your price?' The answer is there is no price."

Pointen er klar. Det er ikke nok at udregne den forventede værdi af en handel eller beslutning. Det er også nødvendigt at tage højde for, hvad de faktiske udfald kan betyde. I Buffetts eksempel med russisk roulette er det åbenlyst: intet beløb er stort nok, da den ene gang, det

usandsynlige udfald indtræffer, udsletter al værdien fra de gange, hvor de sandsynlige resultater indtræffer.

I optionsverdenen kalder man den form for investering for at "samle pennies foran en bulldozer". Det går godt næsten hele tiden, fordi den er så langsom, men hvis man falder og brækker benet, taber man det hele blot for at ville tjene en penny.

Med det in mente lover jeg, at jeg en anden gang vil huske ikke at blive forblændet alene af et godt forventet afkast på en beslutning, men også tage højde for, at en beslutning i vores verden også betyder, at der vil ske et udfald – og dette udfald kan være ekstremt til den ene eller anden side.

Min opgave som forvalter er at sikre, at vi investerer, når udfaldene er linet op, så vi bliver kompenseret mere end tilfredsstillende for at tage den risiko vi gør, hvilket betyder, at jo større "tail-end risk" vi påtager os (om end den er lille), des større skal vores tilsvarende Margin of Safety også være!

Jeg vil lade den ukuelige George Soros, som tjente en formue på bl.a. at shortede det britiske pund og tvinge Bank of England til at devaluere, få det sidste ord:

"It's not whether you're right or wrong that's important, but how much money you make when you're right and how much you lose when you're wrong."

Indtil næste gang.

Mange hilsener,

Rasmus